

DIPLOMADOLGOZAT

Ladó Norbert
Pénzügy - mesterképzés

Kaposvár
2023



**Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem
Kaposvári Campus
Pénzügy - mesterképzés**

**Hidroelectrica Rt. első nyilvános részvénykibocsátása, a
részvények értékének a meghatározása**

Belső konzulens: Dr. Gál Veronika Alexandra
egyetemi docens

Külső konzulens: Dr. Fejér-Király Gergely
egyetemi adjunktus

Készítette: **Ladó
Norbert**
BMZP2E
Nappali tagozat

Intézet: Vidékfejlesztés és Fenntartható
Gazdasági Intézet

Kaposvár

2023

Tartalom

Bevezetés	4
1. Mi az üzleti értékelés?	5
1.1. Üzleti értékelési módszerek	6
1.2. Mit jelent az üzleti értékelés a befektetők számára	7
1.3. Hogyan használjuk a diszkontált cash flow modellt a részvények értékeléséhez?	7
1.4. A DCF-modell előnyei és hátrányai	9
1.5. A DCF-modell hibái	10
2. A nyilvános tőzsdei kibocsátás, mint vállalati finanszírozás	13
2.1. Az IPO-k története	15
2.2. Az IPO folyamat	15
2.3. Az IPO teljesítménye	21
2.4. Mi a célja a tőzsdei bevezetésnek (IPO)?	22
2.5. Az IPO-k alulárázása a tőzsdén	23
3. A HIDROELECTRICA Rt. VÁLLALAT ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA	26
3.1. Románia energiaágazata és a Hidroelectrica Rt. vállalat bemutatása	26
3.2. A DCF modell elkészítésének leírása	30
3.2.1. A modell felépítése:	31
3.3. A feltételezések leírása:	42
3.3.1 A főbb mérlegtételekre irányuló feltételezések:	42
3.3.2 Az eredménykimutatás főbb tételeire vonatkozó feltételezések	46
3.3.3 A vállalat tervezett Cash-Flow kimutatása	47
3.3.4. A cégérték kiszámítása, a vállalat értékének meghatározása	48
3.4. Nuclearelectrica Rt. vállalatértékének meghatározása a DCF módszer segítségével	50
3.5. A Hidroelectrica Rt. IPO konstrukciójának felépítése	55
Következtetések	57
KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS	58
Ábrajegyzék:	60
Táblajegyzék:	60
Mellékletjegyzék:	60
Irodalomjegyzék:	62
Melléletek:	66

Bevezetés

A szakdolgozatom témája a Hidroelectrica Rt. első nyilvános részvénykibocsátása, a részvények értékének a meghatározása, azért választottam ezt a témát, mivel egy jó ideje foglalkoztat a Hidroelectrica Rt. első nyilvános részvénykibocsátása. Ahogy telt az idő egyre jobban felkeltette a kíváncsiságom, hogy ha megtörténik ez a folyamat, mennyiért fogják kibocsátani és valójában mennyit is fognak érni azok a részvények. A témaválasztásomat nagymértékben befolyásolta, hogy már alapképzésen is érdekelték a részvénykibocsátási folyamatok.

Számos embertől hallottuk a következő kérdést: **“Mibe fektessem a pénzem? Melyik a legjobb befektetés?”**

Befektetés alatt egy olyan **hosszú távú folyamatot** értünk, amely részeként **jövedelemtermelő eszközöket** vásárlunk annak reményében, hogy **jövőbeni haszonra** tegyünk szert. Számos lehetőség van már számunkra, mint például állampapírok, kötvények, ingatlanok, kriptovaluta és most a témánkhoz való kapcsolódás miatt számunkra a legfontosabb a részvényekbe való befektetés. A Hidroelectrica Rt. esetében egy első nyilvános részvény kibocsátásról beszélünk, így a befektetés nagyobb kockázatot is jelent számunkra.

Dolgozatom első felében a vállalatértékelés, első nyilvános részvénykibocsátás elméleti háttérét tekintem át. Részletesen kitérek a Diszkontált Cash Flow alapú vállalatértékelési modellre, mely a dolgozatom alapjául szolgált, majd ezt követően részletesen taglalom az első nyilvános részvénykibocsátást

Dolgozatom gyakorlati részében a Diszkontált Cash Flow módszert alkalmazva megbecsülöm a vállalatértékét, ez után a Hidroelectricához hasonló profilú vállalat esetében felépítem ezt a modellt, jelent esetben a Nuclearelectrica Rt. A kapott értéket megvizsgálom, hogy mennyire van közel részvények értékével, majd javaslatot teszek, hogy milyen értéken javasolnám a részvények kibocsátását A Hidroelectrica Rt. esetében.

1. Mi az üzleti értékelés?

“A vállalatértékelés módszertanának kifejlődését évtizedekkel ezelőtt az a felismerés indította el, hogy a vállalatok reálgazdasági teljesítményét, illetve az e teljesítményből fakadó cégértéket mérni kell. Az értékelés kiindulópontját minden esetben a számviteli adatok jelentik.” (Takács, 2009, 10 oldal). Az üzleti értékelés segít meghatározni a vállalkozás piaci értékét. Különböző mérőszámok alkalmazásával mérheti az üzlet gazdasági értékét. Ez hasznos a vállalkozók és a kisvállalkozások tulajdonosai számára, akik egy vállalatot szeretnének megvásárolni vagy eladni, illetve a komolyabb tőzsdei befektetőknek aki próbálják megalapozni vásárlási és eladási szándékukat (Copeland-Koller-Murrin, 1999). Az elemzőknek a problémák megismeréséhez hiteles adatokra, információkra van szükségük, az adatok forrásai féléves jelentések, éves beszámolók (Csermák és mtsai, 1999).

Az üzleti értékelés egy vállalat gazdasági értékének meghatározásának folyamatoként vagy eredményeként írható le. Minden vállalkozásnak van egy közös vonása: a cél az, hogy nyereséget termeljen a részvényesek számára. Az időkeretek, módszerek és elvárások különböznek, de a cél ugyanaz. Végző soron bármely vállalkozás értéke a jövőben várható szabad pénzáramlás jelenértéke. Az értékelési folyamat során alaposan megvizsgálja a vállalkozás működését, költségeit, bevételeit, stratégiáját és kockázatait, hogy a jövőbeni bevételekre, az időhorizontra, a diszkontrátákra és a növekedési rátákra vonatkozó feltételezésekhez jusson.

A gyakorlatban a cégértékelési eljárásoknak nincs évszázados hagyománya és az elmúlt évtizedek gazdasági változásainak tapasztalatai is nehezen adnak eligazítást az optimális módszer kiválasztásában. (Túróczy, 2014). A vállalat értékelési módszerek az évek folyamán állandó fejlődésen mentek/mennek át. (Ulbert, 2011)

Minden üzleti értékelés becsléseken alapul. Az értékelés során fontos megemlíteni, hogy ki végzi az elemzést, mely nagyban befolyásolja a végeredményt. A befektetési bankárok, akik egy vállalatot a tőzsdei bevezetés céljából értékelnek, a lehető legmagasabb számot akarják igazolni, míg az adózási céllal értékelő könyvelők a lehető legalacsonyabb számot akarják elérni. Az értékelés különbözik az árazástól. Az értékbecslés belső, az üzlet tényleges teljesítményén alapul. Az ár képzés a kereslet és a kínálat eredménye olyan piaci hatásokat foglal magában, mint az árak általános iránya, más befektetők és új információk, például pletykák és hírek. A vállalat értéke leginkább az abba való befektetéseken realizálható hozamok mértékétől függ. (Gyulai-Mohai-Virág, 2004, 89. old.)

“A józan befektetés alaptétele úgy szól, hogy egy befektető sohasem fizet többet egy eszközért, mint amennyit ér.”(Damodaran,2006,1 oldal)

1.1. Üzleti értékelési módszerek

Az alkalmazott értékelési módszer az üzlet állapotától és az értékelés céljától függ. A diszkontált cash-flow módszert általában egészséges, nyereséget termelő vállalatok esetében alkalmazzák (Lemke, 2021)

Diszkontált cash flow

A diszkontált pénzáramlás alapú értékelés, az az DCF módszer, nem a legelterjedtebb értékelési forma, ugyanakkor rendkívül fontos szerepet tölt be, hiszen ez az alap, amelyre a többi értékelési megközelítés is épül. A diszkontált pénzáramlás alapú értékelés legfontosabb alkotóeleme maga a jelenértékszabály, mely szerint az eszközök értékét a tőlük várt jövőbeli pénzáramlások jelenértéke adja. (Damodaran, 2006)

A modell számos befektető számára is kedvező, ugyanis bemeneti adatként már közzétett és nyilvános adatokat használ. A diszkontált cash flow módszer a jövőbeni nyereség, vagyis a nyereség jelenértékét határozza meg. A diszkontráta tükrözi azt a potenciális kockázatot, hogy a vállalkozás nem teljesíti a nyereségelvárásokat. A magasabb diszkontráta alacsonyabb értéket eredményez, ami a vállalkozás nagyobb kockázatát tükrözi. A diszkontált cash flow módszernek vannak olyan változatai, amelyek a nyereség helyett osztalékot, szabad cash flow-t vagy más mérőszámokat használnak. A diszkontált cash flow módszer általában az ötéves nyereség növekedéssel korrigált jelenértékét és az öt éven túli jövőbeli nyereséget (az ún. végső értéket) számítja ki. (Lemke, 2021)

A DCF alapvetően egy vállalat jelenlegi és jövőbeli rendelkezésre álló szabad pénzeszközeinek kiszámítása, amelyet szabad cash flow-nak neveznek, és amelyet a működési nyereség, az értékcsökkenés és az amortizáció, valamint a tőke- és működési költségek és az adók levonásával határoznak meg. Ezeket az évenként előre jelzett összegeket ezután a vállalat súlyozott átlagos tőkeköltségével diszkontálják, hogy végül megkapják a vállalat jövőbeli növekedésének aktuális értékbecslését.

Nettó eszköz- vagy könyv szerinti érték

A nettó eszközérték, más néven könyv szerinti érték, a vállalkozás eszközeinek valós piaci értéke mínusz a mérlegben szereplő összes kötelezettség. A befektetők és a hitelezők a korlátozott pénzügyi múlttal rendelkező fiatalabb vállalatok esetében a nettó eszközértéket

veszik figyelembe. A nettó eszközérték az értékelési tartomány alsó határaként is hasznos, mivel csak a vállalkozás tárgyi eszközeit méri. (Lemke, 2021)

Felszámolási érték

A likvidációs érték a nettó eszközérték diszkontált értéke egy problémás értékesítés esetén. A befektetők és a hitelezők a felszámolási értéket fiatalabb vagy potenciálisan bajba jutott vállalatok esetében vehetik figyelembe. (Lemke, 2021)

Piaci érték

A piaci érték módszer egy relatív módszer. Egy vállalatot összehasonlít a versenytársaival és az iparágon belül, hogy értéket kapjon olyan szorzók, mint például az ár-nyereség arány (P/E) segítségével. Például a Really Cool Fans Co. értékét a háztartási gépboltok átlagos P/E szorzójának a vállalat nyereségére való alkalmazásával lehet így értékelni:

$$\text{Érték} = \text{ár} / \text{nyereség} \text{ többszörös } 25 \times \text{nyereség } \$120,000 = \$3,000,000$$

A relatív módszer használatával az a probléma, hogy magában foglalja a piac által az összehasonlítható vállalatok értékelésében elkövetett hibákat, valamint az árak általános irányát

1.2.Mit jelent az üzleti értékelés a befektetők számára

“Egy vállalkozás értékelése összetett folyamat, és nincsen lehetőség ennek az egyszerűsítésére. Az átlagos befektető számára a jelentések betekintést nyújthatnak egy vállalat értékébe. Az üzleti értékbecslési folyamat alapos elemzés, ugyanakkor csak becslés.” (Green, 2022)

Egy fundamentális elemző a piactól függetlenül elemzéseket végez, az érték és az ár közötti réseket keresi. Úgy gondolják, hogy egy bizonyos idő után az ár felzárkózik az értékhez. A chartisták technikai elemzéseket végeznek, keresik a piac trendjeit, majd megpróbálnak e trendek elé kerülni valamilyen formában

Egyes úgymond hatékony piaci befektetők úgy gondolják, hogy a piac pontosan tükrözi az értéket. “Az érték- és ár befektetők aktív kezelési stílust alkalmaznak, konkrét részvényeket választanak ki azzal a céllal, hogy felülmúlják a piacot. A hatékony piaci befektetők passzív befektetési stílust használnak, például indexalapokat.” (Green, 2022)

1.3.Hogyan használjuk a diszkontált cash flow modellt a részvények értékeléséhez?

„Ha egy vállalat értékét nézzük, a cash flow a király”

Mielőtt befektetne egy vállalatba, meg kell vizsgálnia néhány kulcsfontosságú tényezőt. Számos modell létezik egy vállalat pénzügyi állapotának értékelésére és a becsült hozam kiszámítására, hogy elérjen egy objektív részvényárfolyamot. Ennek egyik nagyszerű módja a vállalat cash flow-jának mérése. Ez azt jelenti, hogy megnézzük, mennyi pénzzel rendelkezik egy vállalat az év végén, az év elejéhez képest.

Mi a diszkontált cash flow modell?

A DCF-et “abszolút érték” modellnek tekintik. Objektív pénzügyi adatokat használ a vállalat értékeléséhez, ahelyett, hogy más vállalatokkal hasonlítaná össze.

A DCF-képlet összetettebb, mint más modellek.

A képlet a következő:

$$CF1 / (1+k) + [CF2 / (1+k)^2] + \dots [TCF / (k-g)] / (1+k)^{n-1}$$

Ez elég bonyolultnak tűnik, de definiáljuk a fogalmakat:

CF1: Az első évben várható pénzáramlás

CF2: A második évben várható pénzáramlás.

TCF: A várható teljes cash flow. Ez általában egy becslés, mivel öt évnél hosszabb időre történő számítás csak megbecsülni lehet.

k: A diszkontráta, más néven a szükséges megtérülési ráta.

g: A várható növekedési ráta

n: A modellben szereplő évek száma

(Lemke, 2021)

A diszkontált pénzáramlás alapú értékelés legfontosabb alkotóeleme maga a jelenértékszabály, mely szerint az eszközök értékét a tőlük várt jövőbeli pénzáramlások jelenértéke adja. (Damodaran, 2006)

A pénzáramlásokat azok kockázatosságát is kifejező rátával diszkontáljuk. A DCF módszer, szemben más értékelési módszerekkel, maradéktalanul figyelembe veszi a pénzáramlások időbeli eltérését, azt, hogy mikor valósul meg egy beruházás, illetve mikor jelentkezik annak hozadéka pénz formájában is. (Damodaran, 2006) A diszkontált pénzáramláson alapuló értékelést három féle módon végezhetjük. Az első, amikor csak a saját tőkét értékeljük. Ekkor

kizárólag a részvényesekre jutó szabad pénzáramot (FCFE – Free Cashflow to Equity) kell megállapítanunk, a diszkontráta pedig a saját tőkétől elvárt hozam lesz. A második mód, amikor a teljes vállalatot értékeljük, amely a saját tőkén túl egyéb követeléseket is tartalmaz. Ebben az esetben a vállalkozásban termelődő teljes szabad pénzáramot (FCFF – Free Cashflow to Firm) vesszük alapul, diszkontrátaként pedig a súlyozott átlagos tőke költséget (WACC – Weighted Average Cost of Capital) használjuk, melynek értéke így tükrözi a külső források arányát is. Végül a harmadik módszer, amikor a vállalkozás részenként értékeljük, előbb a működést, majd hozzácsatoljuk hitelek és egyéb, nem saját tőke jellegű követelések hatását is. (Damodaran, 2006).

A modell fő lépései röviden összefoglalva a következők:

1. a múltbeli eredménykimutatások rögzítése;
2. a múltbeli mérlegek rögzítése;
3. a múltbeli eredménykimutatások és mérlegek alapján, a múltbeli szabad cash flow-k kiszámítása;
4. a múltbeli adatok felhasználásával pénzügyi arányszámok létrehozása, az előrejelzési feltételek kiszámítása;
5. a pénzügyi arányszámok és az előrejelzési feltételek alapján a jövőbeni eredménykimutatások és mérlegek létrehozása;
6. az előrejelzett eredménykimutatások és mérlegek segítségével származtatjuk az előrejelzett szabad cash flow-kat;
7. a jövőbeni szabad pénzáramlások diszkontálása.

(Jennergreen, 2002)

1.4.A DCF-modell előnyei és hátrányai

Az elmúlt évek számviteli botrányai új jelentőséget tulajdonítottak a cash flow-nak, mint a megfelelő értékelések meghatározásának mérőszámának.

A cash flow azonban bizonyos esetekben félrevezető lehet. Ha például egy vállalat sok eszközét eladja, akkor lehet, hogy pozitív cash flow-val rendelkezik, de ezek nélkül valójában értéktelen lehet. Az is döntő fontosságú, hogy egy vállalat egy halom készpénzen ül-e, vagy visszaforgatja azt a vállalatba.

“A cash flow-t általában nehezebb manipulálni az eredményjelentésekben, mint a nyereséget és a bevételt.” (Lemke, 2021)

Más modellekhez hasonlóan a diszkontált cash flow modell is csak annyira jó, amennyire a bevitt információk, és ez problémát jelenthet, ha nem rendelkezik pontos cash flow adatokkal. Emellett nehezebb kiszámítani, mint más mérőszámokat, például azokat, amelyek egyszerűen elosztják a részvényárat a nyereséggel.

1.5.A DCF-modell hibái

Működési cash-flow előrejelzés

Egy részvény DCF-értékének kiszámításakor az első lépés a működési cash flow előrejelzések sorozatának becslése. A nyereség- és cash-flow-előrejelzéssel számos olyan eredendő probléma van, amely problémákat okozhat a DCF-elemzésben. A legelterjedtebb az, hogy a cash-flow-előrejelzéssel kapcsolatos bizonytalanság az előrejelzés minden egyes évében növekszik - és a DCF-modellek gyakran öt vagy akár tíz évre vonatkozó becsléseket használnak.

Az elemzőknek lehet, hogy jó elképzelésük van arról, hogy milyen lesz a működési cash flow a folyó és a következő évben, de ezen túl a nyereség és a cash flow előrejelzést már csak becslésnek nevezhetjük. “A helyzetet tovább rontja, hogy az adott évre vonatkozó pénzforgalmi előrejelzések nagy valószínűséggel nagyrészt az előző évek eredményein alapulnak.” (Segal, 2022) A modell első néhány évének apró, hibás feltételezései felerősíthetik a működési cash flow előrejelzések eltéréseit a modell későbbi éveiben.

Tőkekiadási előrejelzések

A szabad cash flow előrejelzés magában foglalja az egyes modellévekre vonatkozó tőkekiadások előrejelzését. A bizonytalanság mértéke ismét egyre jobban növekszik a modell minden egyes további évével. A tőkekiadások nagymértékben diszkrecionálisak lehetnek; egy rosszabb évben a vállalat vezetése visszafoghatja a tőkekiadási terveket (ez fordítva is igaz lehet). A tőkekiadásokra vonatkozó feltételezések ezért általában meglehetősen kockázatosak.

Bár a tőkekiadások kiszámítására számos technika létezik, például a befektetett eszközök forgalmi arányának vagy akár a bevétel százalékos módszerének használata, a modell feltételezéseiben bekövetkező kis változások nagymértékben befolyásolhatják a DCF-számítás eredményét. (Segal, 2022)

Diszkontráta és növekedési ráta

A DCF-modellben talán a legvitatottabb feltételezések a diszkontrátára és a növekedési rátára vonatkozó feltételezések. A diszkontrátát sokféleképpen lehet megközelíteni egy tőke DCF-modellben. Az elemzők használhatják a CAPM modellt $R = R_f + \beta(R_m - R_f)$, melyet William Sharpe, John Lintner és Jack Treynor dolgoztak vagy esetleg a vállalat súlyozott átlagos tőkeköltségét diszkontrátaként a DCF-modellben.

Mindkét megközelítés meglehetősen elméleti, továbbá nem biztos, hogy jól funkcionál a valós befektetési alkalmazásokban. Más befektetők úgy dönthetnek, hogy egy tetszőleges standard kamatlábat használnak az összes tőkebefektetés értékeléséhez. Ily módon minden befektetés azonos alapon kerül értékelésre egymással szemben. A diszkontráta becslési módszerének kiválasztásakor jellemző módon nincsenek biztos (vagy könnyű) válaszok. Talán a legnagyobb probléma a növekedési rátára irányuló feltételezésekkel abban az esetben van, ha azokat örökös növekedési rátára irányuló feltételezésként használják. Azt feltételezni, hogy bármi is örökké tartana, erőteljesen elméleti kérdés.

Sok elemző azt állítja, hogy minden funkcionáló vállalat úgy érik be, hogy fenntartható növekedési rátájuk hosszabb időszakon keresztül a gazdasági növekedés távlati üteméhez fog közelíteni. Emiatt gyakran előfordul, hogy az Egyesült Államok gazdasági növekedésének távlati információi alapján 4 százalékos körüli távlati növekedési rátát feltételeznek. Ezzel együtt egy vállalat növekedési üteme évről évre, esetleg akár évtizedről évtizedre változik, néha drámai mértékben. Elenyésző mennyiségben fordul elő, hogy egy növekedési ráta egy vállalat növekedési rátájához gravitál, majd örökre ott marad.

A DCF-számítás természetéből adódóan a módszer rendkívül érzékeny a diszkontráta és a növekedési rátára vonatkozó feltételezés kis változásaira. Tegyük fel például, hogy egy elemző az X vállalat szabad cash flow-ját a következőképpen vetíti előre:

Ebben az esetben a 12%-os diszkontráta és a 4%-os terminális növekedési ráta 12,73 dolláros részvényenkénti értékelést eredményez. Ha csak a diszkontrátát változtatjuk 10%-ra, és minden más változót változatlanul hagyunk, az érték 16,21 dollár lesz. Ez 27%-os változás a diszkontráta 200 bázispontos változása alapján. (Segal, 2022)

A gyakorlatban a dinamikusan változó környezetben a vállalatok részére nehéz megbízható előrejelzéseket készíteni 10 évrem esetleg annál hosszabb időre, emiatt kidolgozásra került az úgynevezett fázismódszer, amelyben a kulcs az, hogy a jövőt két, valamint három fázisra ossza fel. Az első fázis mindig az explicit időszak. Erre az időtávra meg kell tudni tervezni a jövőbeli hozamokat. "A kétfázisú modellben aztán egyből jön az úgynevezett maradványérték időszaka,

melyben az explicit időszak utolsó évének hozamát vetíti ki a végtelen időre. A háromfázisú annyiban különbözik ettől a módszertől, hogy az explicit és örökjáradék közé betevődik egy átmeneti állapot.” (Geday, 2006, 39 old.).

2. A nyilvános tőzsdei kibocsátás, mint vállalati finanszírozás

Az első nyilvános részvénykibocsátás (angolul: initial public offering-IPO) egy magánvállalkozás részvényeinek a nyilvánosság számára történő felajánlását jelenti egy új részvénykibocsátás keretében. “A vállalkozás nagykorúságának is egyik fontos fokmérője a nyilvános megmérettetés”(Kecskés, 2019, 1 oldal).

Az IPO több szempontból is segíti a vállalatot(Arif, 2019). Lehetővé teszi egy vállalat számára, hogy tőkét vonjon be nyilvános befektetőktől. A magánvállalkozásból a nyilvános társasággá válás fontos időszak lehet a magánbefektetők számára, hogy teljesen realizálják a befektetésükből származó nyereséget, mivel ez jellemzően részvényprémiumot jelent a mostani magánbefektetők részére. Eközben lehetővé teszi a nyilvános befektetők számára is, hogy részt vegyenek a kibocsátásban.

Az első nyilvános ajánlattétel két módon történhet meg: újonnan kibocsátott részvények nyilvános forgalomba hozatalával, vagy a másik mód pedig, amikor a társaság már korábban zárt körben bocsátott ki részvényeket és ezeket a tulajdonosaik nyilvános ajánlattétel során értékesítik.(Dr. Halász & Dr. Kecskés, 2011)

A tőzsdei bevezetés (IPO) egy magántársaság részvényeinek első nyilvános kibocsátása, amely során új részvényeket bocsátanak ki. A vállalatoknak meg kell felelniük a tőzsdék és az Értékpapír- és Tőzsdebizottság (SEC) követelményeinek ahhoz, hogy IPO-t tartsanak.

Az IPO-k lehetőséget biztosítanak a vállalatok számára, hogy tőkéhez jussanak azáltal, hogy részvényeket kínálnak az elsődleges piacon. Ilyenkor a vállalkozás elsőként teszi nyilvánossá az értékpapírjait a befektetők számára. (Dr. Halász & Dr. Kecskés, 2011)

“A tőzsdei bevezetés a vállalat alapítói és a korai befektetők számára egyfajta kilépési stratégiának tekinthető, amely révén a magánbefektetésükből származó teljes nyereséget realizálhatják.” (Fernando, 2022)

“Számos vállalat pedig azért lesz csupán nyilvánosan működő részvénytársaság, mert egyszerűen nincs más választása. Jelentős befektetői, mint pl. a kockázati tőkealapok elvárják, hogy a tőzsdére lépjen, megteremtse a papírok likviditását, és ezzel biztosítson lehetőséget a befektetés során megszerzett részvények értékesítésére. A kezdeti nyilvános részvénykibocsátásokat természetesen nem kizárólagosan ezen indokok vezetik és természetesen nem is csupán egy ok játszik bennük szerepet., (Halász - Kecskés , 137 old, 2013)

A tőzsdei bevezetés előtt egy vállalat magánvállalkozásnak minősül. A tőzsdei bevezetés előtti zártkörű vállalkozás viszonylag kisszámú részvényessel, köztük a korai befektetőkkel, például az alapítókkal, a családdal és a barátokkal, valamint szakmai befektetőkkel, például kockázati tőkéséssel növekedett. A tőzsdei bevezetés nagy lépés egy vállalat számára, mivel a vállalat számára hozzáférést biztosít a nagy mennyiségű pénzbevonáshoz. Ez nagyobb lehetőséget biztosít a vállalat számára a növekedésre és a terjeszkedésre. A megnövekedett átláthatóság és a részvények tőzsdei bevezetésének hitelessége is hozzájárulhat ahhoz, hogy a vállalat jobb feltételekhez jusson a hitelfelvétel során. (Dr. Halász & Dr. Kecskés, 2011)

Amikor egy vállalat növekedési folyamatának egy olyan szakaszába ér, amikor úgy véli, hogy elég érett a SEC-szabályok szigorához, valamint a nyilvános részvényesek számára jelentkező előnyökhöz és felelősséghez, elkezdi hirdetni a tőzsdére lépés iránti érdeklődését.

A növekedésnek ez a szakasza általában akkor következik be, amikor a vállalat eléri a körülbelül 1 milliárd dolláros magánértékelést, amit unikornis státusznak is neveznek. A piaci versenytől és a tőzsdei bevezetési követelményeknek való megfelelés képességétől függően azonban a különböző értékelésekkel rendelkező, erős fundamentumokkal és bizonyított nyereségességi potenciállal rendelkező magáncégek is megfelehetnek az IPO-ra.

Egy vállalat IPO részvényeinek árazása jegyzési átvilágítással történik. Amikor egy vállalat tőzsdére megy, a korábban magántulajdonban lévő részvénytulajdon nyilvános tulajdonba kerül, és a meglévő magánrészvényesek részvényei a nyilvános kereskedési árat érik. A részvények jegyzési garanciavállalása tartalmazhat speciális rendelkezéseket is a magán- és a nyilvános részvénytulajdon közötti átváltásra vonatkozóan.

“Általában a magánbefektetők számára a magánbefektetésből a tőzsdére való átmenet a legfontosabb időszak, amikor a magánbefektetők pénzhez juthatnak, és megszerezhetik a várt hozamot. A magánrészvényesek megtarthatják részvényeiket a nyilvános piacon, vagy nyereségért eladhatják azok egy részét vagy egészét.”(Fernando, 2022)

Eközben a nyilvános piac egy nagy lehetőséget nyit meg befektetők milliói részére, hogy részvényeket vásároljanak, és tőkével járuljanak hozzá a vállalat saját tőkéjéhez. A nyilvánosságot minden olyan egyéni vagy intézményi befektető alkotja, aki érdekelt a vállalatba történő befektetésben.

Összességében a vállalat által értékesített részvények száma valamint az ár, amelyen a részvényeket eladják, a vállalat új saját tőke értékének generáló tényezői. A saját tőke abban az

esetben is a befektetők tulajdonában lévő részvényeket jelenti, ha a vállalat magán- és nyilvános, de az IPO esetében a saját tőke jelentősen megnő az elsődleges kibocsátásból származó készpénzzel. (Fernando, 2022)

2.1.Az IPO-k története

A Holland Kelet-indiai Társaság volt a világ legnagyobb vállalata a XVII. és XVIII. században, és ha ma is létezne, többszöröse lenne az Apple, a Google és a Tesla cégeknek együttvéve. Fűszerekkel kereskedett egész Ázsiában, Kínától Indiáig, de leginkább Indonézia és Európa között. Ez volt az első vállalat, amely részvényeket bocsátott ki a nyilvánosság számára, és lehetővé tette, hogy ezekkel a részvényekkel kereskedni lehessen. Így a hollandoknak tulajdonítják az első modern IPO-t, amikor a Holland Kelet-indiai Társaság részvényeit a nagyközönségnek ajánlották fel. Az Egyesült Államokban az IPO-k 1700-s évek végére nyúlnak vissza.

Azóta az IPO-t a vállalatok arra használják, hogy nyilvános részvények kibocsátása révén tőkét vonjanak be a nyilvános befektetőktől.

Az évek alatt az IPO-k a kibocsátások emelkedő valamint csökkenő tendenciáiról voltak ismertek. Az egyes ágazatokban a fejlődés továbbá különféle egyéb gazdasági faktorok okán szintén tapasztalhatóak emelkedő és csökkenő tendenciák a kibocsátásokban.

1980-ban az Apple - egy akkor még új termék, a személyi számítógép feltörekvő gyártója - megrendezte tőzsdei bevezetését, a modern életet megváltoztató innovációkat népszerűsítő hatalmas globális erővé vált. Egy befektető, aki akkoriban 1000 dollár értékben vásárolt Apple-részvényeket, és megtartotta azokat, 2022 február elején közel 1 millió dolláros részesedéssel rendelkezett volna, ami jól mutatja, milyen csábító ígéret a tőzsdei bevezetésbe való befektetés. (Seen, 2022)

A közelmúltban az IPO-k nagy része az úgynevezett „egyszarvúakra összpontosít” - olyan induló vállalkozásokra, amelyek magánértékelésben több mint 1 milliárd dolláros értéket értek el. Nagyon sok spekuláció és állhír terjedt a média és a befektetők körében a vállalatokról és arról a döntésükről, hogy tőzsdére lépnek-e IPO-n keresztül, vagy maradnak-e a zártkörűen működő társasági formában. (Fernando, 2022)

2.2.Az IPO folyamat

Általában az IPO a vállalat első részvénykibocsátása, a tőzsdei bevezetés folyamatát elsődleges piacnak nevezik, mivel lehetővé teszi a befektetők számára, hogy közvetlenül a vállalattól

vásároljanak részvényeket. Ettől kezdve ezek a részvények egy másodlagos piacon léteznek, ahol a befektetők egymás között kereskednek a vállalat által már kibocsátott részvényekkel. (Ryan, 2023). Az IPO két részből áll. Az első a bevezetés előtti marketing, míg a második maga a tőzsdei bevezetés. Ha egy vállalat IPO iránt érdeklődik, magánjellegű ajánlatok bekérésével hirdeti magát a jegyzésbefogadóknak, vagy nyilvános nyilatkozatot is tehet az érdeklődés felkeltése érdekében. Általában az IPO a vállalat első részvénykibocsátása

A befektetési bankárok vezetik az IPO folyamatát, és a vállalat választja ki őket. A vállalat választhat egy vagy több jegyzési garanciavállalót is, hogy a tőzsdei bevezetési folyamat különböző részeit közösen irányítsák. "A jegyzési garanciavállalók részt vesznek az IPO átvilágításának, a dokumentumok előkészítésének, a bejelentésnek, a marketingnek és a kibocsátásnak minden aspektusában." (Fernando, 2022)

Egy vállalat tőzsdei bevezetése időigényes, költséges és számos szabályozási akadályon kell átjutnia. A tőzsdére lépés nagyon fontos eleme a cég könyvelésének nyilvánossá tétele a nyilvános ellenőrzés, valamint az Értékpapír- és Tőzsdebizottság (SEC) felügyelete elé. (Ryan, 2023)

Az IPO folyamatának lépései a következők:

1.

Az első lépés egy olyan ajánlat vagy úgynevezett "könyv" kidolgozása, amely ismerteti a vállalat üzleti tervét, pénzügyi helyzetét és befektetési lehetőségét. Ezt a könyvet ezután elküldik a potenciális befektetési bankároknak, amelyek segítenek a részvények eladásában a befektetőknek. (True, 2023)

2.

A vállalat kiválasztja a befektetési bankárokat és egy megállapodásban hivatalosan is elfogadja a jegyzési feltételeket, a megállapodás általában tartalmaz egy többletelosztási jogot is, amely jogot biztosít további részvények vásárlására.

3.

Kialakul az IPO csapat, amelyek jegyzési biztosítókból, ügyvédekből, hitelesített könyvvizsgálókból (CPA) és az Értékpapír- és Tőzsdebizottság (SEC) szakértőiből állnak, akik azon dolgoznak, hogy összeállítsa a SEC-bejegyzéshez szükséges papírokat.

4.

Összeállítják a vállalatra vonatkozó információkat a szükséges dokumentációhoz. A regisztrációs nyilatkozat az elsődleges IPO-bejelentési dokumentum, mely előzetes információkat tartalmaz a bejelentés várható időpontjáról, melyet gyakran felülvizsgálják a tőzsdei bevezetést megelőző folyamat során. A mellékelt tájékoztatót szintén folyamatosan felülvizsgálják. A dokumentáció a SEC általi felülvizsgálat és érvényessé nyilvánítás után válik hatályossá. (True, 2023)

5.

Miután a SEC jóváhagyta a kibocsátást, a jegyzéskötő "road show"-ra indul, hogy a részvényeket a potenciális befektetők számára értékesítse.

Marketinganyagokat készítenek az új részvénykibocsátás előmarketingjéhez. A jegyzési biztosítók a marketingfolyamat során a pénzügyi elemzésüket felülvizsgálhatják. Ez magában foglalhatja a tőzsdei bevezetési ár vagy a kibocsátás időpontjának megváltoztatását, ha úgy látják jónak.

A vállalatok megteszik azokat szükséges lépéseket melyek révén, megfelelnek a nyilvános részvénykibocsátás meghatározott követelményeinek. A vállalatoknak be kell tartaniuk mind a tőzsdei bevezetési követelményeket, mind a SEC nyilvános vállalatokra vonatkozó követelményeit.

6.

Az igazgatótanács kialakítása, és biztosítani kell az auditálható pénzügyi és számviteli információk negyedévenkénti jelentésének folyamatait.

7.

A vállalat a részvényeit a tőzsdei bevezetés napján bocsátja ki. A részvényeket szétosztják a befektetési bankárok ügyfelei között, és megkezdődik a részvények kereskedése a nyílt piacon. Az elsődleges kibocsátásból a részvényesek számára származó tőke készpénzként érkezik, és a mérlegben a saját tőkeként jelenik meg. (True, 2023)

8.

A befektetési bankároknak egy bizonyos időkeret állhat rendelkezésükre, hogy a tőzsdei bevezetés (IPO) időpontja után további mennyiségű részvényt vásároljanak. Eközben bizonyos befektetőkre csendes időszakok vonatkozhatnak. (Fernando, 2022)

A vállalatnak ezután rendszeres pénzügyi jelentéseket kell benyújtania a SEC-hez. A vállalatra mostantól a nyilvános vállalatokra vonatkozó összes szabály és előírás vonatkozik. (True, 2023)

Az IPO előnyei és hátrányai

A tőzsdei bevezetés elsődleges célja, hogy tőkét vonjon be egy vállalkozás számára, mely előnyökkel, de hátrányokkal is járhat.

Előnyök

Az egyik legfontosabb előny, hogy a vállalat a teljes befektetői közönségtől befektetéséhez jut. (Fernando, 2022)

A tőzsdei bevezetésből származó bevételek felhasználhatók a terjeszkedés finanszírozására, adósságok törlesztésére vagy általános vállalati célokra, mely megkönnyíti a részvénykonverziókat, és növeli a vállalat ismertségét, presztízsét és nyilvános imázsát is.

A negyedéves beszámolási kötelezettség, nagyobb átláthatóság jelent, mely megkönnyíti a legjobb tehetségek bevonását.

A tőzsdei bevezetés részvényesi értéket teremthet azáltal, hogy likviditást biztosít a korai befektetők és az alapítók számára, valamint azáltal, hogy a vállalatnak hozzáférést biztosít a potenciális befektetők nagyobb köréhez. (True, 2023)

Hátrányok

A vállalatok számos hátrányával szembesülhetnek a tőzsdére lépésnek. A főbb hátrányok közé tartozik, hogy a tőzsdei bevezetés drága, és a nyilvános vállalat fenntartásának költségei magasak, és általában nem kapcsolódnak az üzleti tevékenység egyéb költségeihez.

A vállalat részvényárfolyamának ingadozásai elvonhatják a vezetőség figyelmét, amelyet a részvények teljesítménye, nem pedig a valós pénzügyi eredmények alapján kompenzálhatnak és értékelhetnek. A vállalatnak emellett pénzügyi, számviteli, adózási és egyéb üzleti információkat is közzé kell tennie. E közzétételek során előfordulhat, hogy olyan titkokat és üzleti módszereket kell nyilvánosságra hoznia, amelyek segíthetik a versenytársakat. (Fernando, 2022)

A tőzsdei vállalatokra nagy nyomás nehezedik, hogy megtartsák vagy növeljék részvényárfolyamukat és teljesítsék a negyedéves eredménybecsléseket. Ez rövid távú döntéshozatalhoz és a menedzsmentre nehezedő nyomáshoz vezethet. (True, 2023)

Szabályozásnak való megfelelés, mely magába foglalja bizonyos információk közzétételét, mely hasznos információkat tartalmazhat a konkurencia számára (Halász & Vendel, 2013)

Előnyök

- *“A jövőben további forrásokat szerezhetsz másodlagos kibocsátások révén*
- *Jobb menedzsmentet és képzett munkavállalókat vonz és tart meg a likvid részvénytőke-részesedésen keresztül (pl. ESOP).*
- *A tőzsdei bevezetés alacsonyabb tőkeköltséget biztosíthat a vállalat számára mind a saját tőke, mind az adósság tekintetében.”* (Fernando, 2022)

Hátrányok

- *„Jelentős jogi, számviteli és marketingköltségek merülnek fel, amelyek közül sokan folyamatosan felmerülnek*
- *A menedzsmentől a jelentéstételhez szükséges több idő, erőfeszítés és figyelem.*
- *Az ellenőrzés elvesztése és erősebb ügynöki problémák”* (Fernando, 2022)

IPO alternatívák

1. Közvetlen tőzsdei bevezetés

Közvetlen tőzsdei bevezetésről akkor beszélünk, ha az IPO-t jegyzéskötők nélkül hajtják végre. A közvetlen tőzsdei bevezetés során kimarad a jegyzési eljárást, ami azt jelenti, hogy a kibocsátónak nagyobb a kockázata, ha a kibocsátás nem sikerül jól, de a kibocsátóknak a magasabb részvényárból előnyük is származhat. A közvetlen kibocsátás általában csak olyan vállalat esetében alkalmazható, amely jól ismert márkával és vonzó üzleti tevékenységgel rendelkezik.

2. Holland aukció

Ebben az esetben, a holland aukció során a tőzsdei bevezetési árat nem határozzák meg. A potenciális vevők a kívánt részvényekre és az általuk fizetni kívánt árra tudnak ajánlatot tenni. Így a legmagasabb árat fizetni hajlandó ajánlattevők kapják meg a rendelkezésre álló részvényeket.

3. Befektetés az IPO-ba

“Amikor egy vállalat úgy dönt, hogy IPO-n keresztül szerez pénzt, csak alapos mérlegelés és elemzés után dönthet úgy, hogy ez a bizonyos kilépési stratégia maximalizálja a korai

befektetők hozamát, és a legtöbb tőkét gyűjti a vállalkozás számára.” (Fernando, 2022). Ezért amikor a tőzsdei bevezetésről szóló döntés megszületik, a jövőbeli növekedési kilátások valószínűleg magasak, és sok nyilvános befektető fog sorban állni, hogy először szerezhessen néhány részvényt. Az IPO-kat az értékesítés biztosítása érdekében általában árendeménnyel értékesítik, ami még vonzóbbá teszi őket, különösen akkor, ha az elsődleges kibocsátásból sok vevőt generálnak.

Kezdetben az IPO árát általában a befektetési bankárok határozzák meg az előértékesítési folyamat során. Az IPO-ár alapvetően a vállalat fundamentális technikák segítségével történő értékelésén alapul. A leggyakrabban alkalmazott technika a diszkontált cash flow módszer, amely a vállalat várható jövőbeli pénzáramlásainak nettó jelenértékét jelenti.

Ebben az esetben jegyzési garanciavállalók és az érdekelt befektetők ezt az értéket részvényenkénti alapon vizsgálják. Az ár meghatározásához használható egyéb módszerek közé tartozik a vállalati érték, a saját tőke értéke, a hasonló cégek kiigazítása és más módszerek. A jegyzési garanciavállalók figyelembe veszik a keresletet, de jellemzően diszkontálják is az árat, hogy biztosítsák az IPO napján a sikert.

Elég nehéz lehet egy IPO-kibocsátás fundamentális és technikai elemzése. A befektetők figyelik a hírek címlapjait, de a fő információforrásnak a tájékoztatónak kell lennie, amely elérhető, amint a vállalat benyújtja az S-1 regisztrációt. A tájékoztató sok hasznos információt tartalmaz. A befektetőknek különös figyelmet kell fordítaniuk a menedzsment csapatra és annak kommentárjaira, valamint a jegyzési garanciavállalók minőségére és az ügylet sajátosságaira. A sikeres IPO-kat jellemzően nagy befektetési bankok támogatják, amelyek jól tudják népszerűsíteni az új kibocsátást.

Összességében az IPO-ig vezető út nagyon hosszú. Mint ilyen, az érdeklődésre számot tartó nyilvános befektetők figyelemmel kísérhetik a fejlődő szalagcímeket és egyéb információkat az út mentén, hogy segítsenek kiegészíteni a legjobb és a potenciális kibocsátási ár értékelését.

Az előértékesítési folyamat jellemzően magában foglalja a nagy akkreditált magánbefektetők és az intézményi befektetők keresletét, amelyek nagyban befolyásolják az IPO nyitónapi kereskedését. A nyilvános befektetők csak az utolsó ajánlattételi napon kapcsolódnak be. Minden befektető részt vehet, de az egyéni befektetőknek kifejezetten kereskedési hozzáféréssel kell rendelkezniük. Az egyéni befektető legáltalánosabb módja a részvényekhez való hozzájutásnak, ha olyan brókerplatformnál van számlája, amely maga is kapott allokációt, és azt meg kívánja osztani az ügyfeleivel.

2.3. Az IPO teljesítménye

Az IPO hozamát nagyon sok tényező befolyásolja, amelyekre a befektetők nagy figyelemmel kísérik. Általánosságban elmondható, hogy az IPO-k általában rosszul teljesítenek a medvepiacokon és a gazdasági bizonytalanság időszakában. Rövid távon is általában alulteljesítik a piacot, de van bizonyíték arra, hogy hosszú távon felülmúlják a piacot. Néhány IPO-t a befektetési bankok túlságosan feldobhatják, ami kezdetben veszteségekhez vezethet. Az IPO-k többsége azonban arról ismert, hogy a rövid távú kereskedés során nyereséget érnek el, amint a nyilvánosság elé kerülnek. (True, 2023)

Lock-Up

Ha megnézzük az IPO-kat követő grafikonokat, láthatjuk, hogy pár hónap elteltével a részvények meredek visszaesést mutatnak. Ennek oka gyakran a zárolási időszak lejárta. Amikor egy vállalat tőzsdére megy, a jegyzésbe vevők a vállalat bennfentes tagjaival, például a tisztviselőkkel és alkalmazottakkal aláírtnak egy "lock-up" megállapodást.

A zárolási megállapodás egy jogilag kötelező érvényű megállapodás a befektetési bankárok és a vállalati bennfentesek között, amikor is a bennfentesek (például az alkalmazottak és a korai befektetők) nem adhatják el részvényeiket. Ez az időszak általában 180 napig tart, de a SEC-törvény szerint legalább 90 napig.

A zárolási időszak lejárta után a bennfentes eladások "áradata" nyomást gyakorolhat a részvények árfolyamára. (True, 2023)

Várakozási időszakok

Egyes befektetési bankok várakozási időt írnak el a feltételekbe. Ez lehetővé teszi, hogy bizonyos részvényeket bizonyos idő elteltével lehessen megvásárolni. Ha ezt az allokációt a jegyzésbe adó megvásárolja az árfolyam emelkedhet, ha nem az árfolyam csökkenhet.

(Fernando, 2022)

Flipping

A flipping az IPO-részvények tovább értékesítésének gyakorlata az első néhány napban, hogy gyors nyereségre tegyenek szert. Ez a részvények árfolyamának csökkenéséhez vezethet, mivel a hosszú távú befektetők keresletét felváltja a gyors profitra törekvő flipperek kínálata. (True, 2023)

Részvények nyomon követése

Általánosságban elmondható, hogy egy meglévő vállalat kiválása sok információt nyújt a befektetőknek az anyavállalatról és a kiváló vállalatban lévő részesedéséről. A spin-offok általában kisebb kezdeti volatilitást tapasztalhatnak, mivel a befektetők nagyobb tudatossággal rendelkeznek. (Fernando, 2022)

IPO-k hosszú távon

Az IPO-k arról ismertek, hogy a nyitónapi hozamok volatilisak, ami vonzhatja a befektetőket, akik a kapcsolódó árendedményekből szeretnének hasznot húzni. Hosszú távon egy IPO árfolyama stabil, amelyet a hagyományos részvényárfolyam-mérőszámok, például a mozgóátlagok alapján lehet követni. A témában átfogó elemzést végzett Jay Ritter professor, amelyből egyértelműen kiderül, hogy a részvények rosszul teljesítenek a következő 1-5 évben a részvény piacon. ennek értelmében alacsonyabb hozamot érhetünk el, mint a részvény piac más részvényeivel.

2.4.Mi a célja a tőzsdei bevezetésnek (IPO)?

Az IPO lényegében a nagyvállalatok által alkalmazott forrásbevonási módszer, amikor egy magáncég részvényeit először adják el a nyilvánosságnak (Brian, 2022). Az IPO-t követően a vállalat részvényeivel a tőzsdén kereskednek. A tőzsdei bevezetés néhány fő motivációja a következő: tőkebevonás a részvények eladásából, likviditás biztosítása a vállalat alapítói és a korai befektetők számára, valamint a magasabb értékelés előnyeinek kihasználása. (Fernando, 2022)

Bárki befektethet egy IPO-ba?

Gyakran előfordul, hogy egy új IPO-ra több a kereslet, mint a kínálat. Emiatt nincs garancia arra, hogy az IPO iránt érdeklődő összes befektető képes lesz részvényt vásárolni. Az IPO-ban való részvétel iránt érdeklődők ezt a brókercégükön keresztül tehetik meg, bár az IPO-hoz való hozzáférés néha a cég nagyobb ügyfeleire korlátozódhat. Egy másik lehetőség a befektetési alapon vagy más, az IPO-kra összpontosító befektetési eszközön keresztül történő befektetés.

Jó-e IPO-részvényt vásárolni?

Az IPO-k általában nagy médiafigyelmet kapnak, amelynek egy részét a tőzsdére lépő vállalat szándékosan idézi elő. Általánosságban elmondható, hogy az IPO-k azért népszerűek a befektetők körében, mert a tőzsdei bevezetés napján és röviddel utána általában volatilis árfolyammozgásokat produkálnak. Ez esetenként nagy nyereséget, de nagy veszteségeket is

eredményezhet. Végző soron a befektetőknek minden egyes IPO-t a tőzsdére lépő vállalat tájékoztatója, valamint pénzügyi körülményeik és kockázattűró képességük alapján kell megítélniük. (Fernando, 2022)

2.5. Az IPO-k alulárázása a tőzsdén

Az alulárázás az a gyakorlat, amikor a tőzsdei bevezetés (IPO) a valós értékénél alacsonyabb áron kerül a tőzsdére. Ha egy új részvény az első kereskedési napot a meghatározott IPO-ár felett zárja, a részvényt alulárázottnak tekintik. (Kagal, 2020)

Amikor a vállalatokat tőzsdére viszik, az általuk első nyilvános kibocsátás során eladott részvények általában alulárázottak, ami jelentős árugrást eredményez/eredményezhet a kereskedés első napján, amennyiben a befektetők is így látják. (B. Espen Eckbo, 2009)

Az alulárázás elméletei és modelljei:

Az alulárázást befolyásoló összes tényezőt integráló egyszerű elméleti keret még nem létezik. Ezért számos egymással versengő elméleti modellt dolgoztak ki a részvények kezdeti alulárázásának magyarázatára. Az IPO-irodalomban a következő főbb elméletek találhatók: a Winner's Curse hipotézis, a Bookbuilding elméletek, a Principal-Agent hipotézis, a Signalling elméletek, a Law-suit avoidance hipotézis, a Ownership and Control hipotézis és a Investor Sentiment elmélet. Az alulárázás egyik legfontosabb modellje a Rock által a győztes átka hipotézis alapján kidolgozott modell 1986-ban. Rock különbséget tesz tájékozott és tájékozatlan befektetők között. Ha a kibocsátások alulárázottak, akkor az IPO-kat a tájékozott befektetők túljegyzik, ami azt eredményezi, hogy a tájékozatlan befektetők számára korlátozott számú részvény áll rendelkezésre. Ha a kibocsátások túlárázottak, akkor az IPO-kat kizárólag tájékozatlan befektetőknek adják el, akik negatív kezdeti hozamot fognak elérni. Így a tájékozatlan befektetők a teljes kibocsátást megnyerik, de kedvezőtlen áron, ami az ún. győztes átka. Annak érdekében, hogy a tájékozatlan befektetőket az IPO-piacon tartsák, az értékpapírokat a várható piaci árhoz képest árengedménnyel kínálják. (Brau, 2006)

Így a Winner's Curse elmélet szerint az IPO alulárázásnak csökkennie kell, ha a tájékozott és a nem tájékozott befektetők közötti információs aszimmetria csökken. Az alulárázottság csökkentésének egyik leggyakoribb lépése, hogy egy tekintélyes jegyzéskötő vagy könyvvizsgáló segítségét kéri, hogy a kibocsátás minőségének tanúsítására. Ez csökkentheti a tájékozott befektetők számát a piacon, és ezáltal csökkentheti a győztes átka problémáját. Újabban azonban, Hoberg (2007) és Liu és Ritter (2011) azt állítják, hogy a tekintélyes jegyzési garanciavállalók aluláráznak, mivel hasznot húznak az alulárázásból. Hoberg (2007) különösen

azt jósolja, hogy "a magas alulárazású jegyzéskötők jobb információkhoz férnek hozzá, és a magas alulárazású jegyzéskötők előnyüket arra használják, hogy nagyobb értékű kibocsátók megbízásait nyerjék el". Egyrészt Carter és Manaster (1990), valamint Megginson és Weiss (1991), az 1970-es és 1980-as évek amerikai piacára vonatkozó adatokat használva negatív kapcsolatot találtak. A kezdeti hozamok és a biztosítók hírneve között, míg másrészt Beatty és Welch (1996) az 1990-es évek adatait felhasználva pozitív kapcsolatot állítanak. Loughran szerintés Ritter (2004) szerint az ebben az összefüggésben bekövetkezett változás a következő stratégiai döntésnek tudható be a tekintélyes bankok vagy befektetési ügyfeleknek kedveznek, vagy pedig gyengítik a kritériumaikat. az IPO-k kiválasztására.

Alulárazás mérése:

Számos módszer áll rendelkezésre az alulárazás mértékének kiszámítására. Az alulárazás vagy az első napi kezdeti hozam egyszerű, nyers mérőszáma (R_{i1}) az egyes vállalatokra a kibocsátás napjától a következőképpen kerül kiszámításra:

$$R_{i1} = (P_{i1} / P_{i0}) - 1$$

ahol P_{i0} az i vállalat ajánlati ára, P_{i1} a részvények első napi záróárfolyamai a i vállalat részvényeinek árai, és R_{i1} a részvények első napi összhozama. Ha a piacok erősen volatilisak, és a legtöbb részvény árfolyama jelentősen változik a tőzsdei bevezetés időszakában, akkor a kezdeti hozamokat piaci kiigazítással kell korrigálni. Az első napi piaci kiigazított hozam kiszámításához a piaci index hozamát kezdetben a következőképpen kell kiszámítani:

$$R_{m1} = (P_{m1} / P_{m0}) - 1$$

ahol R_{m1} a piaci index (SEMDEX) egynapos hozama, amely megfelel az i . cég által történő kibocsátásnak, P_{m1} a piaci index záróértéke a kibocsátás napján, amely megfelel az i . cég által történő kibocsátásnak, és P_{m0} a piaci index értéke az i . vállalkozás kibocsátási árfolyamának megfelelő piaci árfolyam értéke.

Az egyes tőzsdei bevezetések piacra korrigált abnormális hozama az első kereskedési napon a következőképpen számítjuk ki:

$$MAAR_{i1} = 100 \times \{ [(1 + R_{i1}) / (1 + R_{m1})] - 1 \}$$

ahol $MAAR_{i1}$ az i . vállalat kibocsátásának megfelelő egynapos többlethozam, R_{i1} az

az i vállalat egynapos hozama, R_{m1} a piaci index egynapos hozama amely az i vállalat kibocsátásának felel meg.

Az egyenletben szereplő mérőszám azonban azon a feltételezésen alapul, hogy a vizsgált IPO-k szisztematikus kockázata megegyezik az indexével. Valójában nagyon valószínűtlen, hogy az IPO-k bétája megegyezik, mivel számos tanulmány (pl. Ibbotson (1975), Affleck et al. (1996)) kimutatta, hogy az újonnan bevezetett vállalatok átlagos bétája szisztematikusán magasabb, mint egy másik vállalaté.

Az átlagos első napi kezdeti hozam (R_{i1}) és az első napi átlagos piaci kiigazított hozam ($MAAR_{i1}$) kiszámítása a következőképpen történik:

$$\bar{R}_1 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_{i1}$$
$$\overline{MAAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N MAAR_{i1}$$

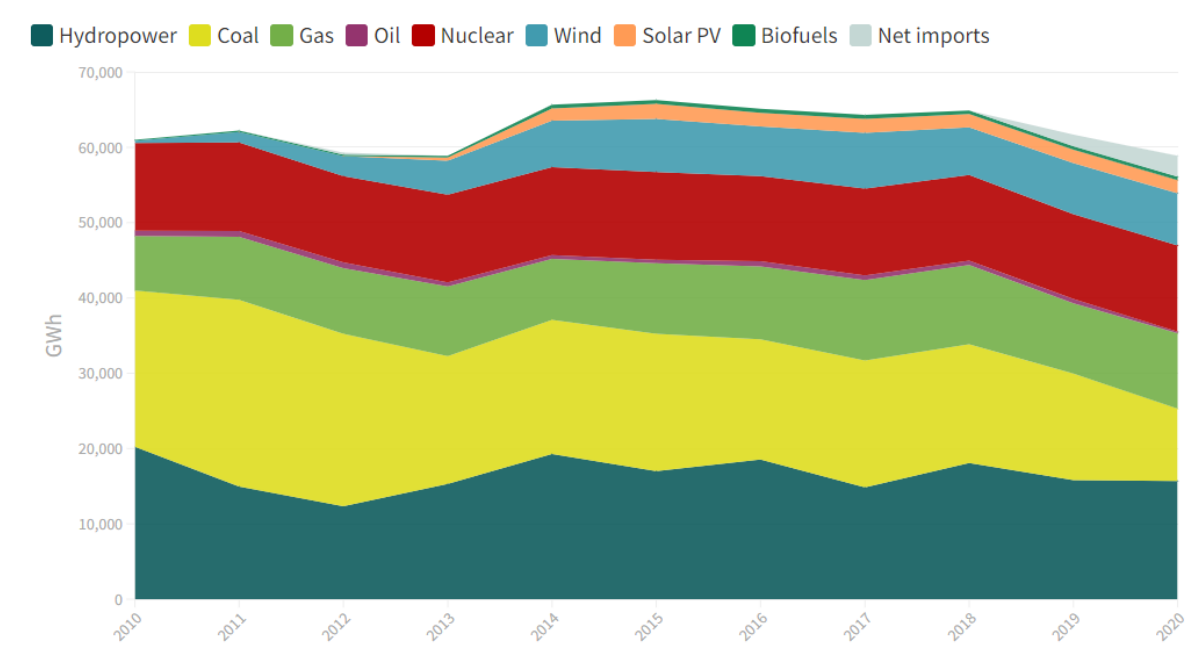
(James. 2006)

3. A HIDROELECTRICA Rt. VÁLLALAT ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA

3.1. Románia energiaágazata és a Hidroelectrica Rt. vállalat bemutatása

Bár Románia hagyományosan a harmadik legalacsonyabb energiaimport-függőséggel rendelkezett az Európai Unióban a földgáz- és kőolajkészleteknek, valamint a túlméretezett energiatermelő ágazatnak köszönhetően, 2019 óta az ország villamosenergia-exportorból nettó importórrá vált. Románia villamosenergia-mixe az egyik legkiegyensúlyozottabb az EU-ban, a szén, a vízenergia, a fosszilis gáz, az atomenergia és a szélenergia hasonló részesedéssel rendelkezik a kapacitásból és az energiatermelésből. A szél- és napenergia kivételével szinte minden egység meglehetősen régi. Így bár a hivatalos beépített kapacitás 22 GW, a rendszerbe szállított átlagos teljesítmény 7 GW körül van, és sok szakértő úgy véli, hogy a 11 GW feletti igényt nehéz kizárólag hazai forrásokra támaszkodva fedezni. Már 2020-ban nyilvánvalóvá vált, hogy körülbelül 8 GW-os igényt importból kell kielégíteni. (<https://www.hidroelectrica.ro/article/7>, letöltve: 2022. április.10)

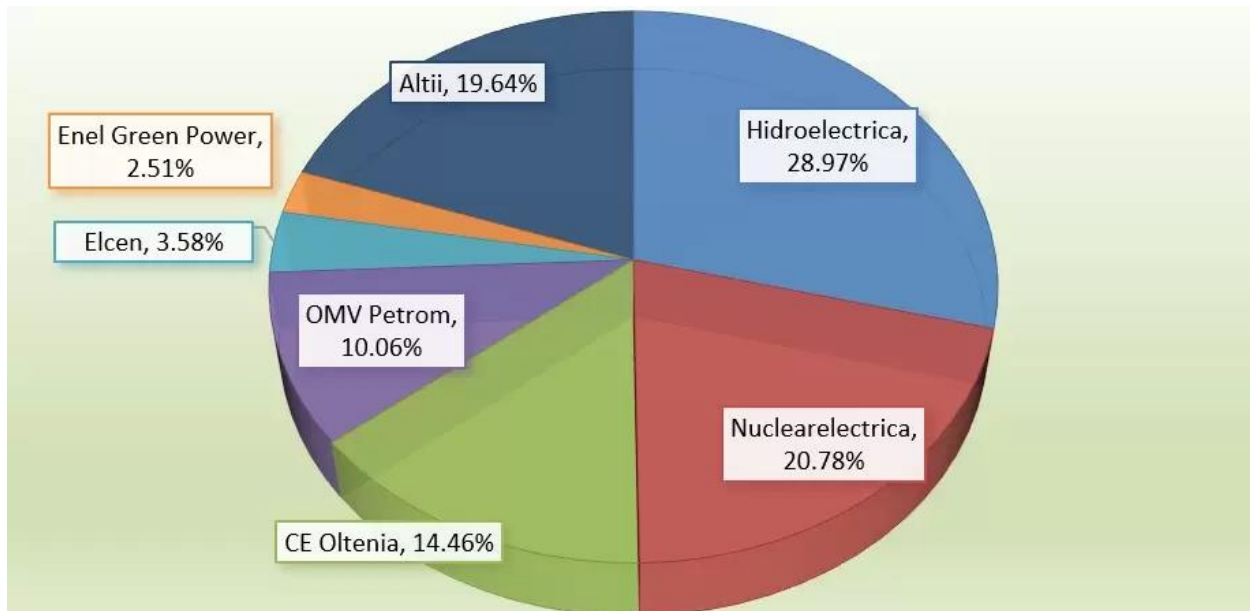
1. ábra: Románia villamosenergia termelés 2010-2020



Az összes nukleáris és nagy vízenergia, a szénerőművek 98 százaléka és a fosszilis gázerőművek 73 százaléka állami tulajdonban van a Gazdasági, Energiaügyi és Üzleti Minisztériumon keresztül. A hagyományos blokkok nyugdíjazásáról vagy akár újak építéséről

szóló döntések tehát elsősorban a minisztérium kezében vannak. (https://www.hidroelectrica.ro/article/7, letöltve: 2022. április.10)

2. ábra: A villamosenergia-termelők piaci részesedése 2020-ban



(Forrás: ANRE adatfeldolgozás (www.anre.ro))

A Hidroelectrica Rt. vezető szerepet tölt be a villamosenergia-termelésben, a romániai nemzeti energiarendszerben szükséges technológiai szolgáltatások fő szolgáltatója. A vállalatot jelenleg kettős rendszerben, egy igazgatótanács irányítja, amely egy felügyelőbizottság felügyelete alatt áll

A 2000-ben alapított Hidroelectrica Rt. tapasztalatának, hitelességének és rugalmasságának köszönhetően sikerült megerősödni a román energiapiacra, és jelenleg Románia fő energiatermelője és -szolgáltatója, valamint a technológiai rendszerszolgáltatások fő szolgáltatója.

A Hidroelectrica Rt több mint 17 TWh átlagos évi termelésével, amelyet az ország különböző pontjain stratégiaileg elhelyezett telepeken állít elő, körülbelül. 30%-a az ország teljes termelésének, a hidrológiai évtől függően, míg a rendszer szolgáltatásainak átlagos volumene az elmúlt 10 évben kb. a teljes másodlagos szabályozási szolgáltatás 70%-a, kb. a gyors harmadlagos tartalékszolgáltatás 84%-a és a hálózatról a szekunder feszültség szabályozási sávban átfolyó vagy elnyelt reaktív energia biztosítására irányuló szolgáltatás 100%-a a Nemzeti Energiarendszer követelményeinek megfelelően.

A Hidroelectrica Rt. erős szervezeti struktúrája révén arra törekszik, hogy termelési kapacitásainak optimális fejlesztése révén megszilárdítsa vezető pozícióját a romániai energiapiacra, valamint a jövőben a regionális energiapiac fontos szereplőjévé váljon. (<https://www.hidroelectrica.ro/article/7>, letöltve: 2022. április.10)

A vállalatot jelenleg kettős rendszerben irányítja egy igazgatótanács, amely a felügyelőbizottság felügyelete alatt áll.

2020.12.31-én a Hidroelectrica Rt. 3,840 milliárd lejes forgalom mellett 1,452 milliárd lejes nettó nyereséget ért el.

Néhány szóban úgy jellemezhetjük a 2020-as évet, hogy a világról alkotott képünkben jelentős változások következnek be. A Covid 19 világjárvány hatásai a világgazdaság minden területén, a fogyasztók és általában a lakosság magatartásában is érezhetőek voltak, jelentős szabályozási változásokat eredményezve, amelyek egyes iparágakra gyakorolt jelentős negatív hatások és mások megerősödése révén egyszerre jelentenek veszélyt és lehetőséget. Így az év legfontosabb eleme a Covid 19 világjárvány megjelenése által az alapelvekben bekövetkezett változásokhoz való alkalmazkodás volt. A Hidroelectrica Rt. 2020-ban is Románia egyik legnyereségesebb vállalata maradt, amikor a vállalat a forgalom 70%-át kitevő EBITDA-t ért el.

2020-ban a Hidroelectrica Rt. 2 003 millió lej értékben fizetett osztalékot a részvényeseknek.

A tényleges alkalmazotti létszám 2020.12.31-én 3400 fő volt.

2020.12.31-én 14,9 TWh termelést értek el a 187 működő kapacitásban, amelyek összkapacitása 6 372 MW volt.

A hidroaggregátumok a következőkkel vannak felszerelve:

- Kaplan-típusú turbinák; a maximális beépített teljesítmény csoportonként 194,4 MW, az Iron Gates I CHE 6 csoportjánál.
- Francis-típusú turbinák; a maximális beépített teljesítmény csoportonként 167,5 MW, a Raul Mare HEC 2 csoportjánál.
- Pelton típusú turbinák; a maximális beépített teljesítmény csoportonként 170 MW, a Lotru-Ciunget CHE 3 csoportjánál.
- Izzó és reverzibilis égőturbinák; a maximális beépített teljesítmény csoportonként 31,4 MW a Portile de Fier II HEC csoportjainál, 27,5 MW a Gogosu HEC 2 csoportjánál (klasszikus égő) és 13,25 MW az Olt Inferior 20 reverzibilis csoportjánál.

Küldetés

Értékteremtés a villamos energia termelésén és értékesítésén keresztül, a közösséggel és a környezettel szemben felelősségteljes módon, minőségi és teljesítményt biztosító feltételek mellett.

Visio

Megerősíteni vezető pozíciókat a villamosenergia-termelés és a rendszertechnológiai szolgáltatások nyújtása terén, tiszteletben tartva a fenntartható fejlődés elveit.

Értékek

Teljesítmény, integritás, társadalmi felelősségvállalás, kreativitás, csapatszellem.

(<https://www.hidroelectrica.ro/article/7>, letöltve: 2022. április.10)

3.1.1. A Hidroelectrica Rt. részvényesei jóváhagyták a vállalat tőzsdei bevezetését

2022. március 31-én a Hidroelectrica Rt. részvényesei a 3. számú közgyűlési határozattal jóváhagyták a S.P.E.E.H. Hidroelectrica Rt. által kibocsátott részvényeknek a Bukaresti Értéktőzsdére történő bevezetését ("tőzsdei bevezetés"), a S.P.E.E.H. Hidroelectrica Rt. részvényeinek másodlagos nyilvános kibocsátása eredményeként, amely a vállalat összes kibocsátott részvényének 19,94%-át képviseli, és amelyet a Fondul Proprietatea S.A. hajtott végre.

“Üdvözöljük a részvényesek döntését a Hidroelectrica Rt. tőzsdei bevezetéséről, és teljes mértékben készen állunk a döntés végrehajtására. Ez egy természetes lépés egy Hidroelectrica Rt. méretű vállalat számára, egy új szakasz, amelyet már régóta vártunk és várunk. Meggyőződésünk, hogy a tőzsdei bevezetés a vállalat pozíciójának megerősödéséhez és további átláthatósághoz vezet, valamint komolyan hozzájárul a BVB likviditásának növeléséhez, ami pozitív hatással lesz a nemzetgazdaságra.

Szeretném hangsúlyozni, hogy a tőzsdei bevezetés új lehetőségeket nyit meg, többek között a románok számára, akik az egyik legszilárdabb, többségi állami tőkével rendelkező vállalat részvényeit szeretnék megvásárolni és birtokolni" - mondta Bogdan Badea, a Hidroelectrica igazgatótanácsának elnöke.

A Hidroelectrica Rt. Románia legnagyobb zöldenergia-termelője és a nemzeti energiarendszerben szükséges technológiai szolgáltatások fő szolgáltatója, amely létfontosságú

vállalat egy olyan stratégiai ágazatban, amelynek nemzetbiztonsági vonatkozásai vannak. A vállalat 209 erőművet üzemeltet, összesen 6 482 MW beépített kapacitással. Ehhez jön még a Crucea szélerőműpark, amelynek beépített kapacitása 108 MW. (<https://www.hidroelectrica.ro/article/7>, letöltve: 2022. április.10)

3.2.A DCF modell elkészítésének leírása

A Hidroelectrica Rt. Vállalatról szóló értékelésemhez a diszkontált pénzáramlás alapú értékelést választottam. A modell elkészítését Microsoft Excelben végeztem el.

Az értékelés elkészítését egy műtellelemzéssel kezdtem, mely során a felhasznált adatokat a vállalat éves pénzügyi jelentéseiből, illetve éves beszámolójából vettem át. Ezek a Hidroelectrica Rt. weboldalán (<https://www.hidroelectrica.ro/>) voltak elérhetőek. A vállalat múltbéli tevékenységének elemzése abban nyújt segítséget a befektetőknek, hogy megértsék a vállalat működését. Épp ezért nagyon fontos szempont, hogy kellően átfogó és minél pontosabb képet nyújtson a vállalat helyzetéről. Kiindulási pontunkat a pénzügyi kimutatások képezik, azaz a mérleg és az eredménykimutatás, azonban ezeket kellő óvatossággal és némi fenntartással is kell kezelnünk, hiszen az egyes számviteli eljárások pénzügyi szempontból torzító hatással lehetnek az érték reális becslésére

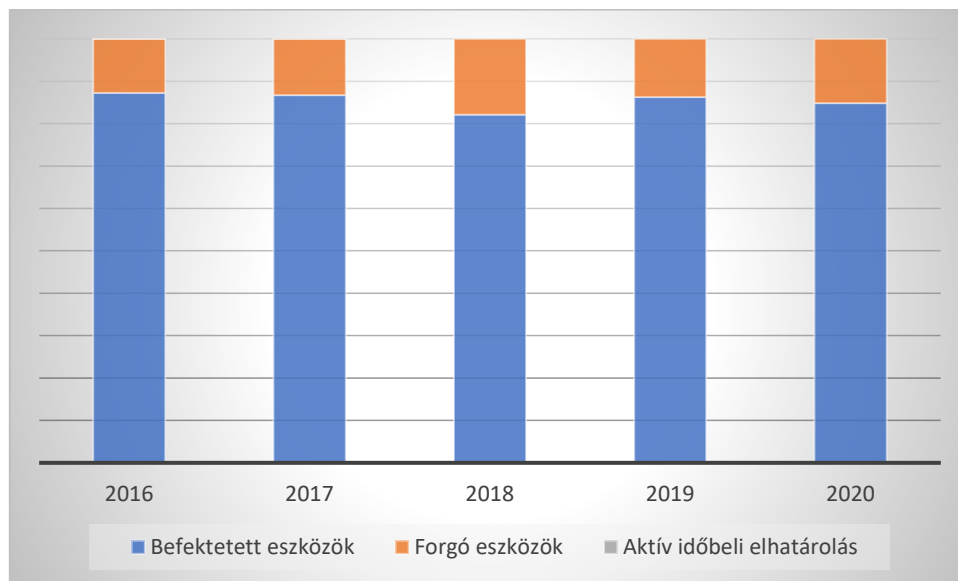
Az értékelési folyamat következő fontos lépése az előrejelzések elkészítése volt. Az előrejelzés behatárolása nem volt egy egyszerű feladat, hiszen felhasználva a múltbéli adatokat, illetve ezeket összeegyeztetve a jövőre vonatkozó elvárásokkal próbáljuk megbecsülni a több szempontból is kiszámíthatatlan jövő alakulását.

Tudjuk a jövő meghatározása nehéz és nagyon bizonytalan, szükséges volt, hogy az értékelés során 3 féle scenáriót építsek fel. Első lépésben, egy úgynevezett realista scenáriót dolgoztam ki, ahol az egyes elemek növekedési ütemét a múltbéli adatok alapján próbáltam megbecsülni, majd ezáltal előre jelezni azok további alakulását. Azaz felhasználva az előző 5 év (2016-2020 közötti időszak) mérlegeinek, illetve eredménykimutatásainak az adatait, kiszámoltam a fontosabb vagyoni elemek és eredménykimutatás tételeinek változásait. A számításokból természetesen kihagytam az túlzóan kiugró évek adatait, mivel azok egyszeri események következményei voltak (pl. nagyobb beruházások) és így igencsak torzították volna az eredményt. Az így kapott növekedési ráták felhasználásával pedig előre vetítettem a jövőben várható növekedéseket, vagy olykor csökkenéseket. A realista scenárió elkészítése után, ahhoz viszonyítva, az iparág alakulásának figyelembevételével, illetve az éves beszámolóban fellelhető információk (- küldetésük, jövőre vonatkozó terveik) alapján megpróbáltam

behatárolni egy optimista- és egy pesszimista scenárióhoz tartozó növekedési rátákat. Ezek azonban csupán feltételezések. Ebből fakadóan a DCF modell felépítése igencsak nehézkes, és sajnos sok bizonytalansági tényezőt tartalmaz. Éppen ezért nagyon fontos, hogy elemzés során nem térhetünk el nagyon sem az alsó, sem a felső tartományba, mivel az szignifikáns alul- illetve felülbecsléshez, ebből kifolyólag pedig rossz döntéshez vezethet. Külső szemlélőként is nagyon fontos, hogy megfelelő óvatossággal és konzervatív módon kezeljük az így kapott becsléseket. Az előrejelzések meghatározása után, kiszámoltam a várható pénzáramok értékét, majd ezeket diszkontáltam a hozzájuk tartozó diszkontrátákkal. Diszkontrátaként a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) értékét használtam fel. Az így kapott diszkontált értékekből pedig kiszámoltam a cégértéket.

3.2.1. A modell felépítése:

A következőkben a modelltől kinyert információkat, következtetéseket próbálom részletesebben tárgyalni.

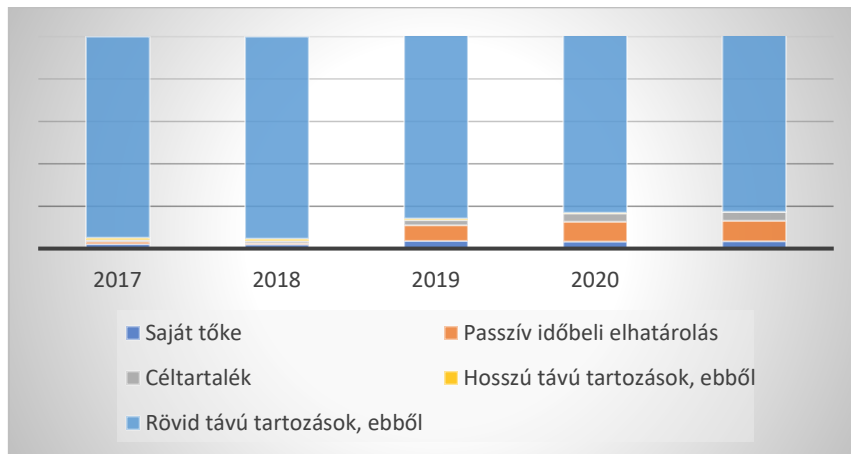


3. ábra: Eszközösszetétel-2016-2020

(Forrás: Saját szerkesztés)

A Hidroelectrica vállalat mérlegelemzését az eszközök összetételének vizsgálatával kezdjük. A vállalatunk esetében az eszközök nagy részét 2016-tól 2020-ig a befektetett eszközök teszik ki, de ez az érték évről évre fokozatosan csökken, az aktív időbeli elhatárolás értéke mind e közben közel nulla. A befektetett eszközök értéke 2016-ban 87,27%-a az eszközöknek, de ez az érték évről évre fokozatosan csökken, 2020-ra lecsökken 84,86%-ra, mivel nem történt beruházás és az amortizáció értékével csökkent. A forgó eszközök értéke növekszik, 2016-ban 12,72%-ban

tesz ki az eszközök értékét, ez az érték 2020-ban megnövekszik 15,14%-ra, 2017-be ennél magasabb érték volt, 17,84%. Ezt a változást okozhatja például, ha értékesíti az eszközeit és megnövekszik a követeléseinek értéke, vagy készleteinek növelése, akár pénzügyi befektetések létrehozása.

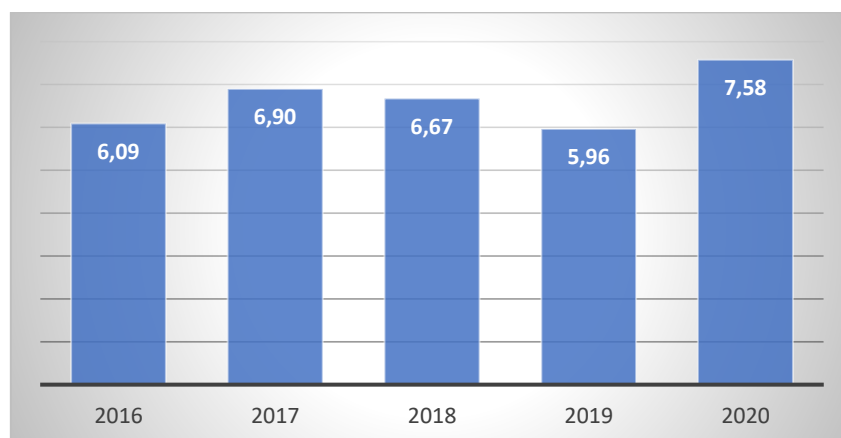


4. ábra: Forrásösszetétel 2016-2020

(Forrás: Saját szerkesztés)

A következőkben a források elemzését végezzük. A Hidroelectrica Rt. forrásainak nagy részét a saját tőke teszi ki, ezek az értékek 80% felett vannak, átlagosan 90,67%. A legnagyobb értéke 2017-ben van, innentől fokozatosan csökken, míg 2020-ra lecsökken 86,85%-ra. Ezek az értékek tökéletesen megfelelőek, mivel a saját tőke kell alkossa a legnagyobb részben a forrás oldalt.

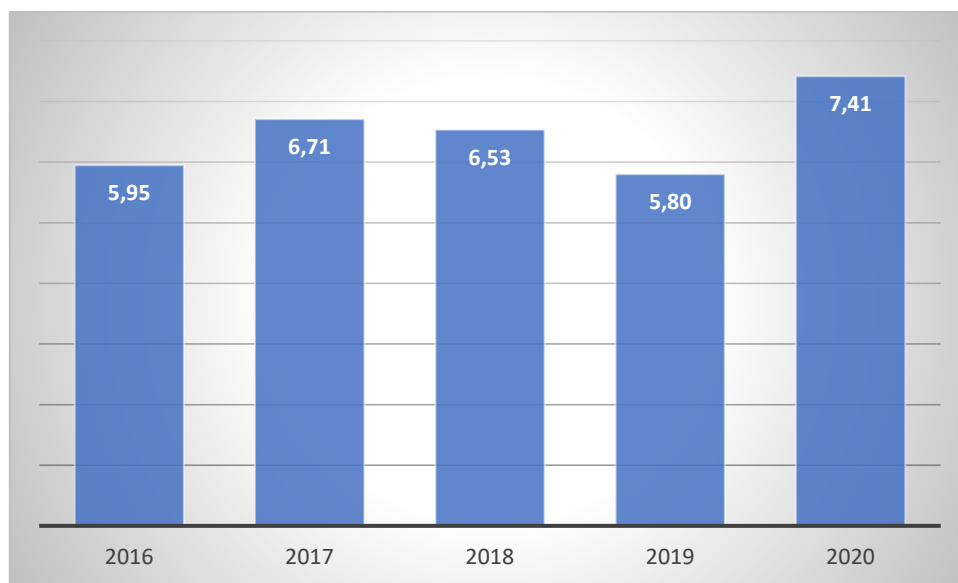
A mérlegösszetétel rövid elemzése után áttérünk a mutatók elemzésére, kezdjük is a likviditási mutatókkal.



5. ábra: Általános likviditás

(Forrás: Saját szerkesztés)

Az általános likviditási ráta kiszámításánál a forgó eszközök értékét osztottuk a rövid távú tartozások értékével. A Hidroelectrica esetében jól megfigyelhető, hogy az általános likviditási gyorsráta egy évben sem az optimálisnak mondható 1,2 és 2 értékek között található. Nagy eltérések figyelhetők meg. 2020-ban a legmagasabb az eltérés, akkor az általános likviditási ráta 7,58, mely hosszú távon a vállalat jövedelmezőségének a romlását eredményezi. A forgóeszközökhöz viszonyítva túl kevés rövid lejáratú tartozása van, túl óvatos a vállalkozás. Ha megnézzük a vállalkozás mérlegét, egyből szembetűnik, hogy magas a követelések értéke, melyből arra következtethetnénk, hogy a vállalat nehezen tudja behajtani a követeléseit, alárendelt pozícióban van a vevőivel szemben, mely hosszú távon és nem csak negatívan befolyásolja a vállalkozást, viszont a követelések forgási ideje napokban 35 nap, mely nem egy kimagasló értéké így ezt a következtetést elvetjük. 2017-ről 2018-ra megfigyelhető egy magas növekedés a kincstár értékénél, előző évhez képest nyolcszorosára növekszik a kincstár értéke. Összegezve ennek a mutatónak kimagasló értékei egyáltalán nem kedveznek a vállalkozásra nézve főleg hosszú távon.

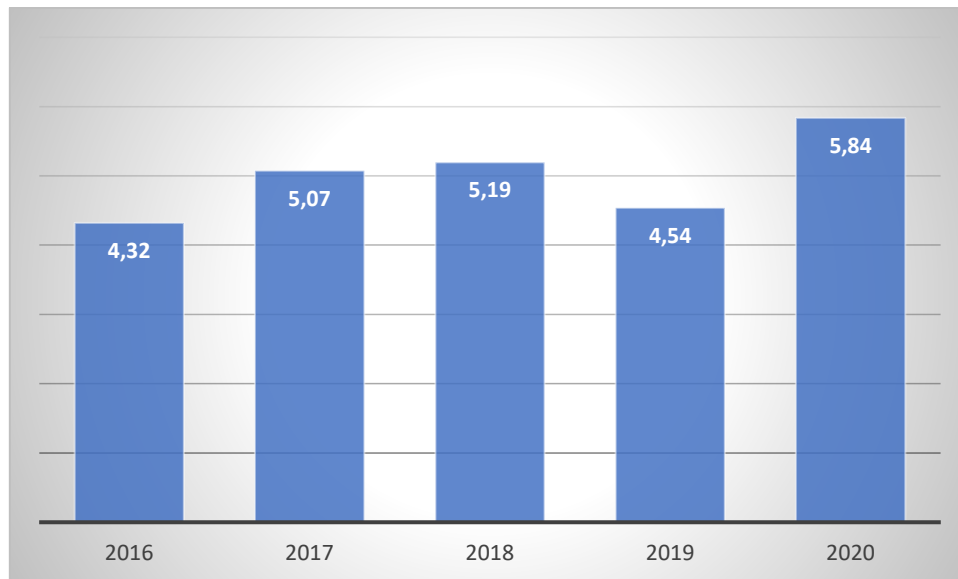


6. ábra: Likviditási gyorsráta

(Forrás: Saját szerkesztés)

A likviditási gyorsráta kiszámításánál a forgó eszközök értékéből kivontuk a készletek értékét, majd osztottuk a rövid távú tartozások értékével. A likviditási gyorsráta is ebben az esetben alátámasztja az általános likviditási mutató eredményét. Ha összehasonlítjuk a két mutatót szembetűnik, hogy nagyon kis eltérés van a két mutató között, ami a készletek alacsony mennyiségét jelzi. A mutatóból nem tudjuk megállapítani, de ha megnézzük a vállalkozás

mérlegét, amint már említettem nagy értékű követelése van a vállalkozásnak, ami rossz a vállalkozásra nézve.



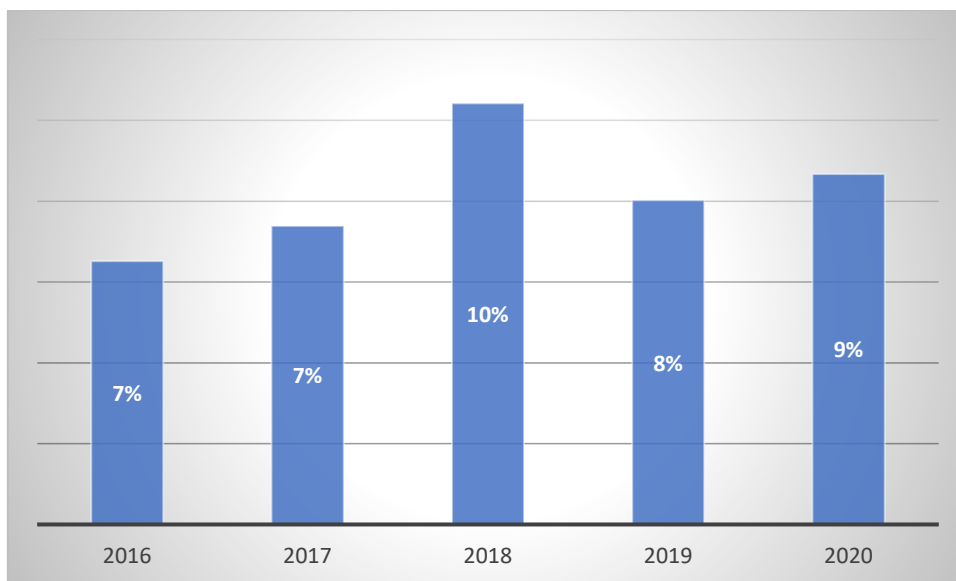
7. ábra: Pénzhányad

(Forrás: Saját szerkesztés)

A pénzhányad mutató kiszámításánál a pénzeszközök plusz a rövid távú pénzügyi befektetések értékét osztottuk a rövid távú tartozások értékével. A pénzhányad mutató minimum értéke 0.2, a vállalkozás minden évben túllépi ezt az értéket. Első következtetésként megállapíthatjuk, hogy rendelkezik elegendő mennyiségű pénzzel. 2016-ban a legalacsonyabb az érték, de ez is megfelel a minimum értéknek, sőt még ez is túl magas. A 2018-as érték nem adja vissza a valós helyzet képét, mivel ha megnézzük a vállalat mérlegét láthatjuk, hogy a kincstár értéke nyolcszorosára növekedett, ami egy beruházáshoz kapott támogatás bevételezése lehet, amiért nem magaslik ki a mutató értéke ebben az évben az annak tudható be, hogy a rövidtávú tartozásai is megduplázódtak.

Összegezve likviditás szempontból stabil vállalat, nincsenek rövid távú fizetőképességi gondjai, inkább túl sok szabad, hozamot nem termelő pénzeszköze.

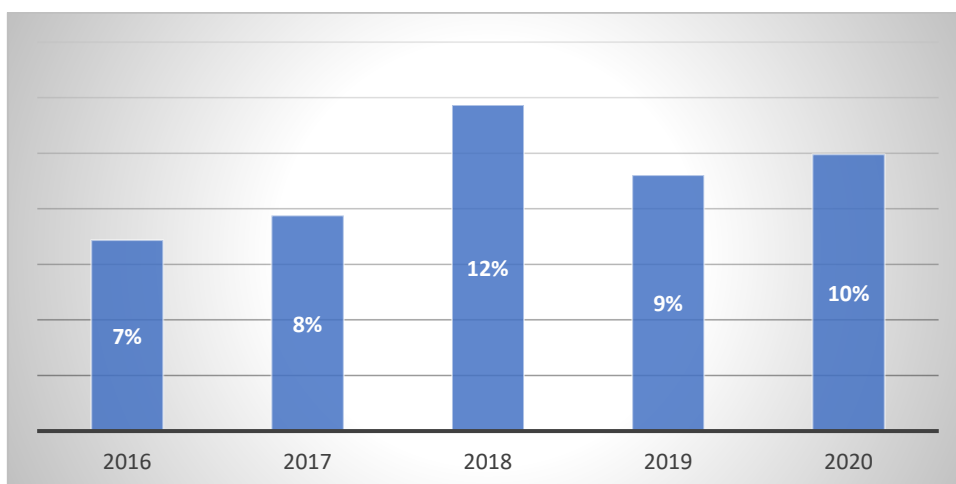
A dolgozat következő részében a Hidroelectrica vállalat jövedelmezőségi helyzete kerül ismertetésre:



8. ábra: ROA mutató alakulása

(Forrás: Saját szerkesztés)

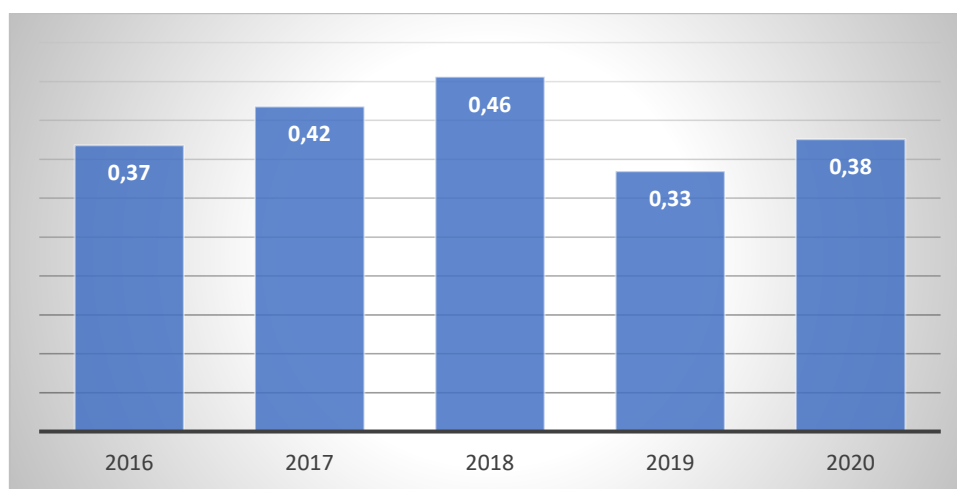
A ROA mutató megmutatja, hogy a vállalat teljes eszközállománya átlagosan, milyen hozamot biztosít, mekkora megtérülési ráta mellett működtették a vállalat vezetői. A ROA mutató kiszámításakor a nettó eredményt osztottuk az összes eszközállománnyal. 2018 és 2019 között csökkenést figyelhettünk meg, melynek oka a nettó eredmény nagy mértékű csökkenése, ez az értékcsökkenés alátámaszthatja azt a felvetést, hogy 2019-ben terjeszkedik a vállalkozás, növekedtek az üzemi költségek is erre az évre. A ROA-t vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a vállalkozás átlagosan 8%-os megtérülési rátával dolgozik.



9. ábra: ROE mutató alakulása

(Forrás: Saját szerkesztés)

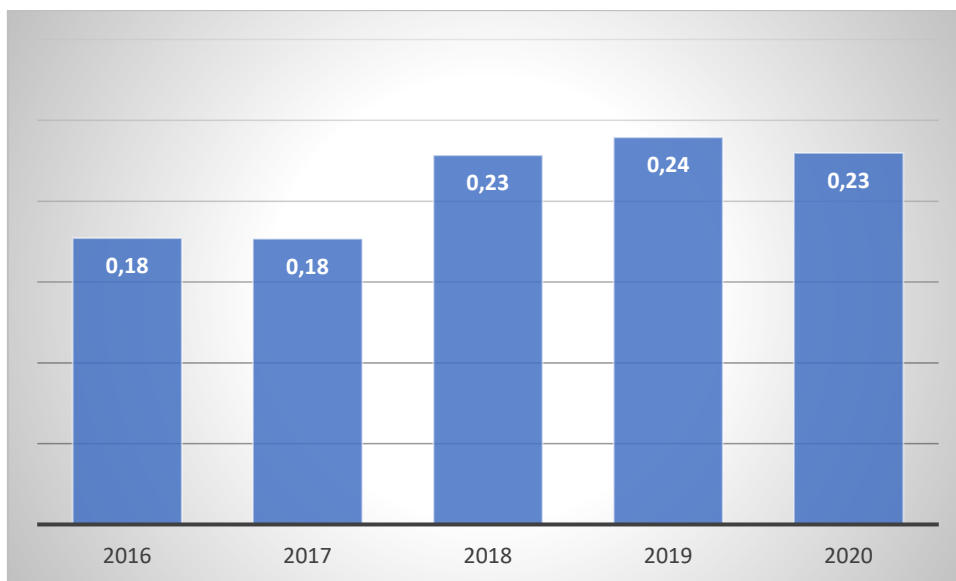
A ROE mutató kiszámításánál a nettó eredmény és a saját tőke arányát számítjuk ki, mely megmutatja, hogy a vállalkozásba fektetett saját tőkét mennyire működteti jövedelmezően. A legjobb arány 2018-ban figyelhető meg, amikor is az érték 12%, ami egy jó értéknek mondható, mivel 1 lej saját tőke után a vállalkozás megvalósít 12 bani nettó nyereséget. A 2019-es alacsonyabb érték pedig az üzemi költségek növekedésének az oka, melynek oka a kisajátítatlan piacokra való belépés, mely költségekkel járt, de nem mondható vészesnek ez az érték sem. A mutató kiemelten fontos a tulajdonosok számára hiszen, megmutatja, hogy a vállalat milyen jövedelmezően működteti azok tőkéjét.



10. ábra: ROS mutató alakulása

(Forrás: Saját szerkesztés)

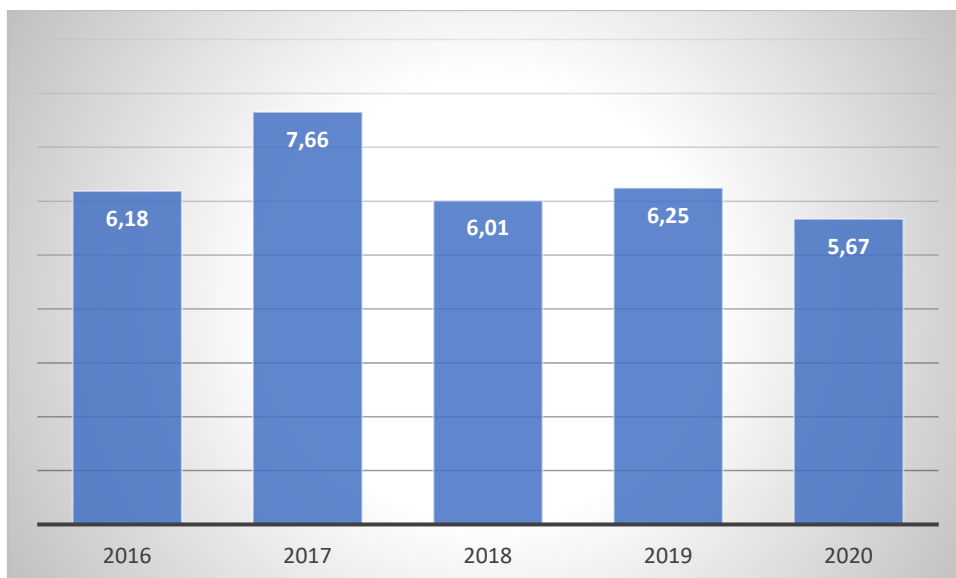
A ROS mutató a nettó eredmény és az árbevétel aránya, mely megmutatja, hogy a vállalat árbevételének hány százaléka a nettó eredmény, azaz a cég tevékenységének egészét figyelembe véve mekkora forgalomarányos haszonnal dolgozik. Az eredményeket vizsgálva 2018-as évben a legmagasabb a ROS mutató értéke, mely okának megállapításához az eredménykimutatást kell vizsgálnunk. Ebben az évben a legmagasabb a nettó árbevétel értéke, illetve a nettó eredmény is ebben az évben a legmagasabb. Viszont ettől az évtől csökkenés figyelhető meg, 2019-es évre, amikor is a ROS mutató értéke 0,33 mely a nettó eredmény csökkenésének tudható be, mivel a az adófizetési kötelezettség szinte megduplázódott előző évhez képest, mivel osztalékkifizetés is történt. 2019-ben a vállalat 1.798.679.809 lej összegű osztalékot fizetett ki a 2018-as nyereségből (DPS = 4,01lej/részvény) és 1.000.000.000 lej az eredménytartalékból, amely az átértékelési tartalékot képviseli. (https://cdn.hidroelectrica.ro/cdn/rapoarte_anuale/Raport_Anual_2019.pdf, Letöltve: 2022. május 1)



11. ábra: Eszközarányos bevétel alakulása

(Forrás: Saját szerkesztés)

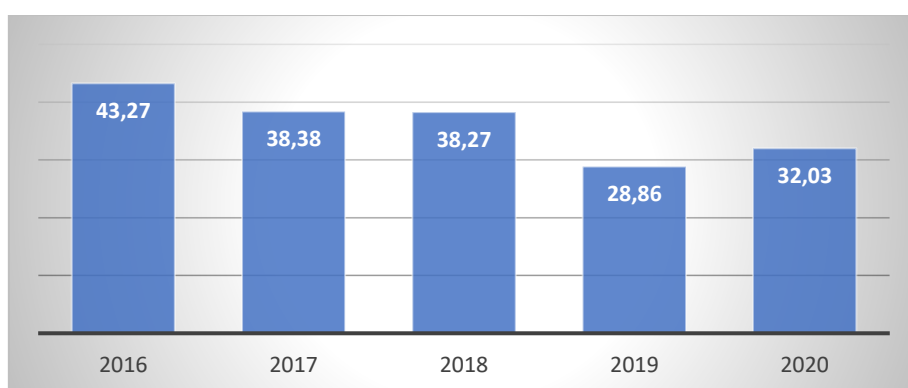
Az eszközarányos bevétel kiszámításánál a nettó árbevétel értékét osztottuk az eszközök összesen értékével. A mutató meghatározza, hogy a vállalat vezetése milyen aktívan használta fel a rábízott eszközöket, hogy mennyi nettó árbevétel jut az eszközök értékére, milyen hatékonyan használja ki a vállalkozás az eszközeit. Az ábráról kitűnik, hogy a legalacsonyabb érték 2016-ban volt, amikor is a mutató értéke 0,18 volt, melynek oka az eszközök értékének magas értéke, ebben az évben volt a legmagasabb a vizsgált időszakok közül, mely a tárgyi eszközöknek tudható be. Az ábra tisztán megmutatja, hogy a 2016-s év után fokozatos növekedés figyelhető meg 2019-ig, ami a vállalkozásra nézve a lehető legjobb, viszont az ábra eléggé torz képet ad, mivel nem olyan nagy a növekedés értéke, mint ahogy az ábra mutatja, ennek ellenére a vállalkozásra nézve jó a mutató értéke. 2020-ra egy kicsi visszaesés figyelhető meg, ami a tárgyi eszközök csökkenésének az oka. A legmagasabb érték 2019-ben figyelhető meg, de nagyon minimálisak az eltérések az egyes évek között. A 2019-s érték azért a legmagasabb, mivel az eszközeinek az értéke csökkent előző évhez képest, a forgó eszközök értéke nagyot esett előző évhez képest, azon belül is a kincstár értéke, egy elég magas értékkel csökkent előző évhez képest, mely kapcsolatba hozható a befektetett pénzügyi eszközök értékének növekedésével, illetve a beruházással.



12. ábra: Készletek forgási sebessége (nap)

(Forrás: Saját szerkesztés)

Ezen mutató értékeinél minél rövidebb a napok száma annál jobb a mutató értéke. 2017-ben megfigyelhető egy viszonylag magas érték, ami nem túl jó a vállalkozásra nézve, mivel napokba nézve hosszú a készletek forgási ideje. Ez az érték annak a következménye, hogy a készleteinek értéke növekedett előző évhez képest és a nettó árbevétele is csökkent előző évhez képest. A készletek növekedésének oka az, hogy a vállalkozás terjeszkedik, s mivel egy szolgáltatást nyújtó vállalatról van szó a készleteken tartja nyilván például a vezetékek értékét. A legalacsonyabb forgási idő 2020-ban volt, amikor a mutató értéke 5,67 volt. Ebben az évben a készletek értéke csökkent előző évhez képest. Az alacsony értékből arra következtetünk, hogy abban az évben hatékony volt a készletgazdálkodás.

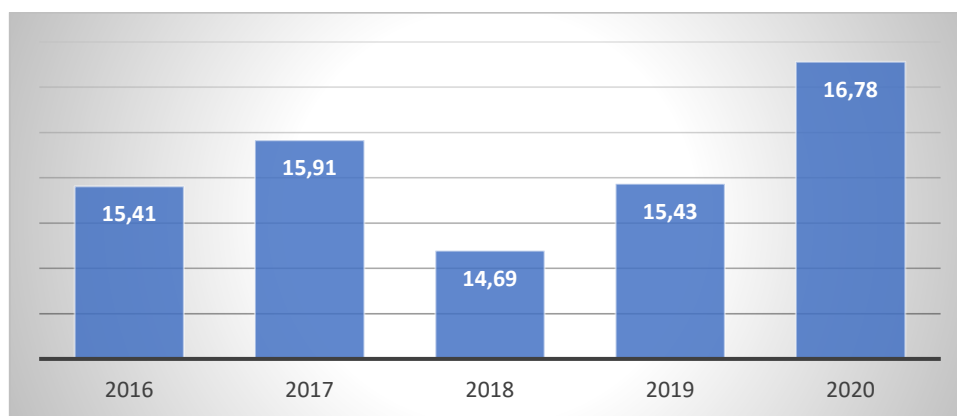


13. ábra: Kereskedelmi követelések forgási sebessége (nap)

(Forrás: Saját szerkesztés)

A követelések forgási sebessége megmutatja, hogy a vállalkozás a vevőknek milyen időtartamú kereskedelmi hitelt nyújt. Az ábrán jól látható, hogy évről változik a mutató értéke. A

legmagasabb érték 2016-ban volt, amikor a vevők forgási sebessége napokban 43,27 volt, ami magas értéknek mondható. Ez a mutatónál is az mondható el, hogy minél kisebb az érték annál jobb. Ez a vállalkozás esetében minden évben magasak ezen mutató értékei, ami nem túl jó a vállalkozásra nézve mivel hosszú időn át tartó magas érték likviditási gondokhoz is vezethet. Viszont ha figyelembe vesszük, hogy egy áram szolgáltatást nyújtó vállalkozásról van szó ennek tudható be, hogy ilyen magas a vevők forgási sebessége, mivel haladék van a befizetésre, a befizetési határidő lejárta után is be tudják fizetni. Kiszámolva az év végi kereskedelmi követelések és az árbevétel arányát, mely például 2020-ban 8,75%-ot adott, évről évre fokozatosan csökkent az érték, ezen arány is azt támasztja alá, hogy nem kell likviditási gondoktól tartania a Hidroelectrica Rt.-nek.

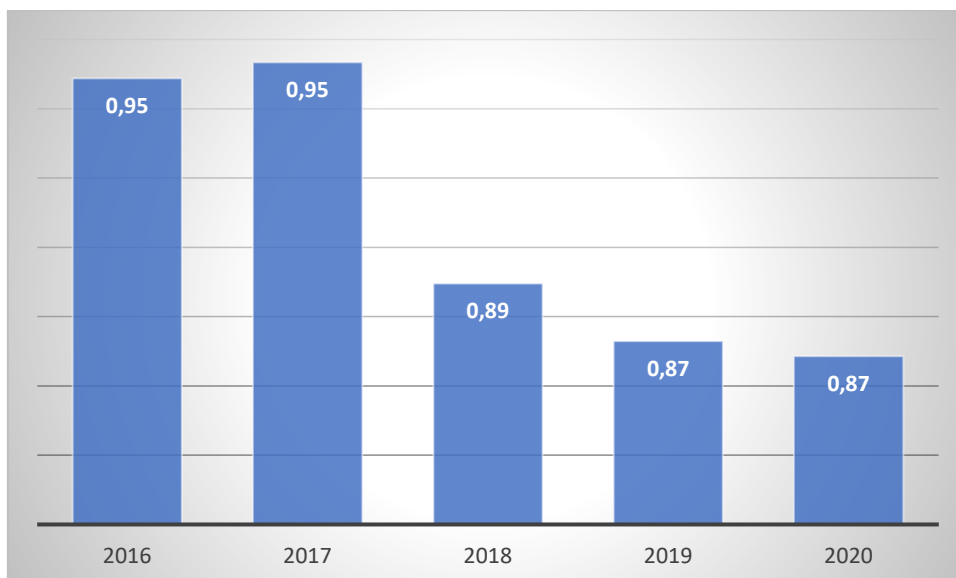


14. ábra: Beszállítói tartozások forgási sebessége (nap)

(Forrás: Saját szerkesztés)

A kereskedelmi tartozások forgási ideje megmutatja, hogy a vállalkozás milyen alkupozíciót tudott kialakítani a szállítóival szemben, a vállalkozás szemszögéből nézve minél magasabb az érték annál jobb a vállalkozásra nézve, mivel későn törleszt, több ideje van, viszont, hogy ha későn fizet az is lehet, hogy nem áll rendelkezésére elégséges pénzeszköz, hogy a szállítóit időben fizesse, ez rossz a vállalkozásra nézve. A legmagasabb érték 2020-ban volt, amikor 16,78 volt, ez annak a következménye, hogy ebben az évben a legmagasabb a kereskedelmi tartozásainak az értéke, ez egy lehetséges terjeszkedésnek a következménye.

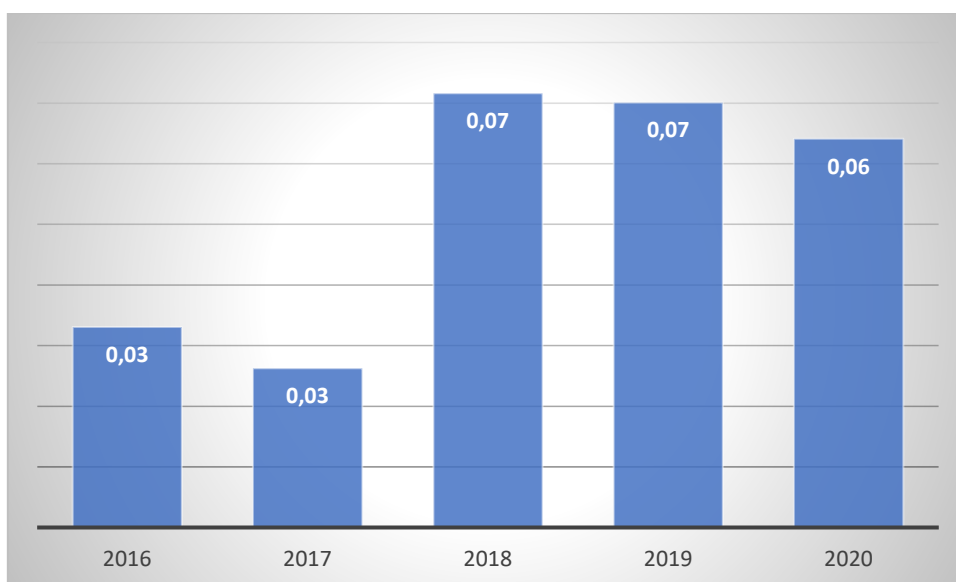
Sok esetben érdemes összehasonlítani a beszállítói és kereskedelmi követelések forgási sebességét, hogy megtudjuk mi hitelezünk vagy nekünk hiteleznek. Esetünkben a vevők forgási ideje nagyobb, mint a beszállítók forgási ideje így pótlólagos finanszírozásról beszélhetünk.



15. ábra Saját vagyon aránya

(Forrás: Saját szerkesztés)

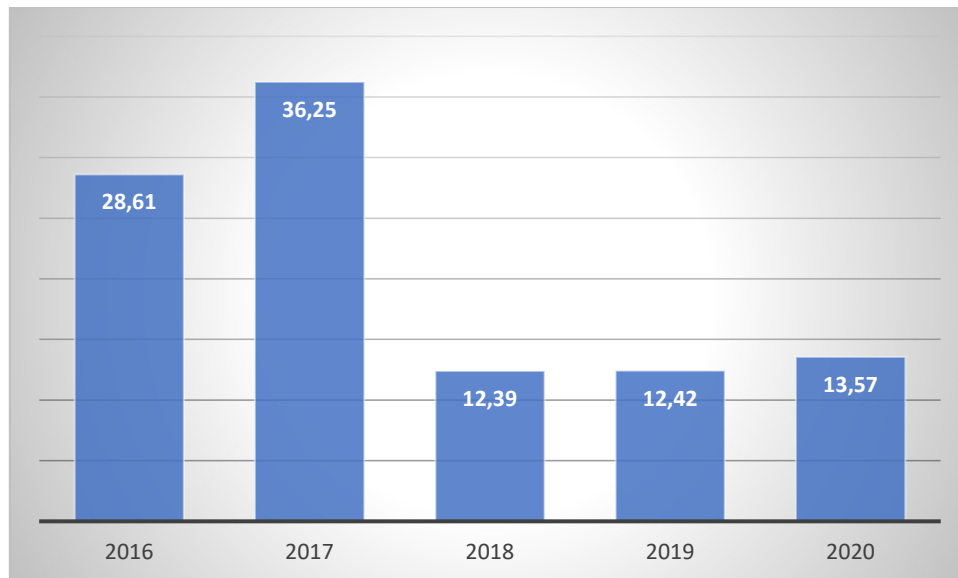
A saját vagyon aránya megmutatja, hogy mekkora saját tőkével rendelkezik a vállalat az összes eszközehez viszonyítva. A saját tőkéje az évek során csökkent, viszont 2016-ról 2017-re egy kisebb növekedés figyelhető meg, a saját tőke értéke 2017-ről 2018-ra egy elég nagy mértékű csökkenés figyelhető meg, de ez esetben is elmondható, hogy a vállalatot leginkább saját tőkéből finanszírozzák.



16. ábra: Eladósodottsági mutató alakulása

(Forrás: Saját szerkesztés)

Ez a mutató kiszámításánál az idegen tőke értékét osztottuk az eszközök összes értékével, a mutató megmutatja, hogy milyen mértékben finanszírozza az eszközeit idegen tőkéből. Amint az ábra is mutatja, hogy ha beruházásról, terjeszkedésről van szó a vállalkozásoknak idegen tőkére van szüksége, a mi vállalatunk is ebben a helyzetben van. 2018-ra és ettől az évtől kezdve megnövekedett az idegen tőke értéke. 2016-ban a legalacsonyabb a mutató értéke, ami azzal magyarázható, hogy az eszközeinek az értéke magas, feltételezhető egy befektetés befejezése ebben az évben.



17. ábra: Eladósodottsági fok alakulása

(Forrás: Saját szerkesztés)

Az Eladósodottsági fok az Idegen tőke és Saját tőke arányát mutatja meg, a legelterjedtebb mutatószámok egyike, a tőke vertikális szerkezetéről és a külső finanszírozás fokáról ad felvilágosítást. minél magasabb az érték annál negatívabban hat az idegen tőkéből történő finanszírozás a vállalkozás pénzügyi biztonságára. A mi vállalkozásunk esetében 2017-ben figyelhető meg a legnagyobb érték, amikor is 36.25 volt az eladósodottsági fok, magas az érték, de az árbevétel is növekszik következő évtől, így likviditási gondok nem merülnek fel. Ha megnézzük a vállalkozás mérlegét szembetűnik, hogy 2018-tól hirtelen megnövekedik az idegen tőke értéke, ami a 2018-tól életbe lépő beruházás oka, melyet az elkövetkező években fog megvalósítani. Nincs optimális értéke így nehéz megállapítani, hogy mi a jó, vállalkozástól függően változik. A mi esetünkben ezek az értékek elfogadhatók, mivel a 2020-ban is több mint tízszer annyi saját tőkével rendelkezett a vállalkozás, mint amennyi idegen tőkéje volt. Akkor volna rossz, hogy ha több volna az idegen tőke, mint a saját tőke értéke.

A vállalat hosszú távú fizetőképessége biztosított, szolvens vállalatról beszélhetünk.

3.3. A feltételezések leírása:

A feltételezések, vagy előrejelzések elkészítése során az alap, és legfőbb kiinduló pont számomra a múltbéli adatok voltak. Fontos megjegyezni, hogy a feltételezések esetében a növekedést reál értéken számítottam.

Első lépésben megpróbáltam a mérleg, illetve az eredménykimutatás főbb tételeinek, úgynevezett értékvezérlőinek megbecsülni egy átlagos növekedési/csökkenési ütemet. Ehhez az elmúlt öt évet, illetve az egyes évek közötti változásokat vettem alapul. Természetesen akadtak olyan tételek is, ahol a múltbéli adatok alapján kiugróan magas, vagy alacsony értékek születtek, különböző okokból kifolyólag - melyeknek sajnos nagy része nem derül ki a beszámolókból – nagy volt az ingadozás az egyes évek között. Az ilyen hektikusan váltakozó értékekből születő átlagokat azonban felelőtlenség lenne kivetíteni a jövőre, hisz jócskán irreális eredményekhez vezetne. Ezért ezekben a helyzetekben megpróbáltam a rendelkezésemre álló információk alapján a lehető legnagyobb óvatossággal kezelve a helyzetet, megbecsülni egy középértéket a növekedés ütemére vonatkozólag.

A feltételezéseket tekintve még fontos megemlítenem, hogy nem egyetlen állandónak vett növekedési rátát használtam a teljes hét éves periódusra vonatkozólag, hanem az első három év után mérsékelten csökkentettem, vagy állandóvá, azaz nullává tettem a növekedés értékét. Így próbáltam némileg kiküszöbölni, és elkerülni a túlbecslés csapdáját.

3.3.1 A főbb mérlegtételekre irányuló feltételezések:

A vizsgált múltbéli években a befektetett eszközök esetében egy 4,06%-os átlagos csökkenés figyelhető meg. A Csoport ingatlanai, berendezései és felszerelései főként speciális épületekből, azaz erőművekből állnak. szivattyútelepek, mikro vízerőművek, zsilipek, valamint hidro-aggregátumok, berendezések és berendezések. A Hidroelectrica Rt. összesen 187 termelőkapacitást kezel. A csökkenés elsősorban a folyamatba lévő beruházások értékének a csökkenésének a következménye. Évről évre csökkenés figyelhető meg. 2017-ről 2018-ra szinte megfelelődik az érték.

Tárgyi eszközök

A befektetett eszközök egyik fontos és mérvadó tétele a tárgyi eszközök összessége. A tárgyi eszközöknél a múltbéli tendenciára alapozva az első négy évben -4,12%-al számoltam, majd ezt követően 0%-al számoltam. Az optimista scenárió esetében az első négy évben 0%-al számoltam, vagyis a 2020-s értéket vittem tovább, majd ezt követően egy évi 5%-os növekedéssel számoltam, mivel feltételezhető egy bizonyos szintű korszerűsítés 2025-s évtől

kezdődően, melyet a vállalat a jövőbeli tervei között ismeretett. Ugyanakkor a pesszimista scenárió esetén is úgy vélem, hogy csak az amortizáció révén idéződné elő csökkenés a tárgyi eszközök értékében, hiszen a vállalat jelenlegi helyzetét tekintve csupán rendkívüli események hatására fordulhatna olyan rosszra a kilátás, hogy a tárgyi eszközeinek eladására kényszerüljön likviditási problémák folytán. Viszont tudjuk, hogy elkerülhetetlen egyes gépek vagy berendezések korszerűsítése, vagy jobbra cserélése, így itt is a relista szenárióban alkalmazott értékekkel becsültem.

A területek és épületek esetében a vizsgált időszakban egy minimális 0,4%-os növekedés figyelhető meg, ami hosszútávon tekintve a termelés növekedésére is utal, viszont a pesszimista scenárió esetleges bekövetkezése, vagy részben megvalósulása esetén rövid távon ezekkel is hozható korábbi termelési szint, hosszútávon viszont a termelékenység és az árbevétel romlását eredményezheti.

Befektetett pénzügyi eszközök

A befektetett pénzügyi eszközöknél elsőre egy közel 300%-os növekedési átlag jött ki a múltbéli adatok alapján, viszont ez a 2020-ra a leányvállalatokba tartott részvények következménye, mivel 2019-ben még az érték 0 volt, 2020-ra 28.755.463 lej. Ez az érték a jövőre nézve nem nagyon fog változni így realista scenárió esetében ezzel az értékkel számoltam az előrejelzett 10 évben. Optimista scenárió esetében egy 5 %-s növekedéssel számoltam, mivel van rá esély, hogy növekedni leányvállalatokba tartott részvények részaránya, Pesszimista scenárió esetében a 2020-s értéket vettem alapul 4 évig majd 3 évig átlagosan 5% csökkenést, ezt követően pedig 2 évig ugyanazt az értéket vittem tovább

Forgóeszközök

A forgóeszközök tekintetében egy 5%-os átlagos növekedés volt megfigyelhető a vizsgált adatok alapján. Legnagyobb növekedés az értékpapírok esetében volt megfigyelhető

Készletek

A készletek esetében is megfigyelhető egy elég magas növekedés 2019-re amelynek oka feltételezhetően zöld részvények készleten történő nyilvántartása. 2019-re 2018-hoz képest egy 7000%-s növekedés volt megfigyelhető. Ez a készletek forgási sebességét vizsgálva is visszaköszön, ugyanis a mutatókat nézve láthatjuk, hogy míg a fordulatszám egyre csökken, úgy nő a napok száma közben, ezek együtt pedig a hatékony készletgazdálkodás romlását eredményezhetik, viszont ebben az esetben nem beszélhetünk ilyenről.

Realista scenárió esetében az első 4 évre 2%-os növekedéssel számoltam, míg ezt követően megfeleztam a növekedés ütemét, az utolsó 3 évre pedig 0%-al számoltam, optimista esetben első 4 évben 7%-os növekedéssel számoltam, míg ezt követően 3,5%-os növekedéssel, míg pesszimista scenárió esetében a 2020s értékkel számoltam mind a 10 évre.

Követelések

A követelések eseténe átlagosan 2,35%-os csökkenés figyelhető meg az évek során, átlagosan közel 2% a kereskedelmi követelések esetében ami nagyon minimálisnak mondható. Ezek persze csak a periódus végére kalkulált értékek, amelyek nem tükrözik az év közbeni változásokat, sem azok nagyságrendjét. Így tekintve azonban, főképp, hogy a vevőállomány növekedése elmarad az árbevétel növekedésének mértékétől, feltételezhetjük, hogy a vállalatnak nagy többségében jól fizető vevőkre van. A vevők forgási sebességét kiszámolva láthatjuk, hogy a napokat tekintve javulás észlelhető, ugyanis egyre csökken azok száma, a fordultszám pedig növekszik, ami szintén javulásra utal.

Saját tőke

A feltételezések szerint továbbra is nagyobb arányban a saját tőkéből való finanszírozás fog dominálni, ennek megfelelően pedig a gyakorlatilag közel nulla értékű hosszú lejáratú hitelállomány csak egyedi, előre nem látható események kivételével nem fog növekedni.

A saját tőkénél fontos figyelembe vennünk a saját- és az idegen tőke arányát is, mely megmutatja a vállalatnál jelenlévő eladósodottsági fokot.

1. Táblázat: Eladósodottsági mutatók

ELADÓSODOTTSÁGI MUTATÓK	2016	2017	2018	2019	2020
Saját tőke aránya = Saját tőke /Források összesen	0,95	0,95	0,89	0,87	0,87
Eladósodottsági mutató = Idegen tőke / Eszközök összesen	0,03	0,03	0,07	0,07	0,06
Eladósodottsági fok =Saját tőke / Idegen tőke	28,61	36,25	12,39	12,42	13,57

(Forrás: Saját szerkesztés)

Ahogy a fenti táblázatból is kiolvasható, a saját tőke értéke állandó szinten jelentősebbnek bizonyul az idegen tőke mértékénél, ami kedvezőnek tekinthető, hisz ez a saját vagyón

növekedésére, és tőkeerősségre utal. Ez az arányosság a jövőre is feltételezhető mindhárom scenárió esetén, ha élünk azzal a feltételezéssel, hogy a vállalat a jövőben sem fog hosszú lejáratú hitelhez folyamodni.

Az eladósodottsági mutató is pozitív képet fest, hiszen mind az 5 évben nagyon alacsony értéket produkál, messze alulmarad az általánosan már kritikusnak számító 70%-os értéktől.

Az eladósodottsági fok esetében sincs ok a pánikra, a fentebb említetteket támasztja alá ez a mutató is, elmondhatjuk, hogy a vállalat egyáltalán nincs eladósodottság közelében, annak ellenére, hogy az egyéb hosszú lejáratú tartozásai megnövekedtek 2018-ra egy elég hangsúlyos értékkel, viszont ez egyszeri alkalomnak mondható, következő években fokozatos csökkenés figyelhető meg.

A saját tőkén belül talán jelentőséggel bíró tétel a tartalékok. A tartalékokat vizsgálva láthatjuk, hogy komoly hangsúlyt fektet erre a vállalat. Folyamatos, és egyre nagyobb növekedést láthatunk, különösen a törvényes, illetve egyéb tartalékok területén. Azonban nem túl valószínű, hogy ez a nagy mértékű, múltbéli adatok alapján számolt 25%-os növekedés a jövőben is várható lenne. Ezért kellő óvatossággal megpróbáltam itt is finomítani a kapott értéket. Ezért realista scenárióban 20%, optimista és pesszimista scenárióban pedig rendre 30% és 15% százalékokkal terveztem, természetesen mindhárom esetben csökkentve az értékeket az utolsó három évre vonatkozólag.

Előző évek áthozott eredménye

Az előző évek áthozott eredménye alapján egy elég nagy értékű, átlagosan 22.56%-s csökkenés figyelhető meg. Ezért kellő óvatossággal itt is próbáltam finomítani a kapott értékeken, így realista scenárió esetében 10%-os csökkenéssel számoltam, míg optimista és pesszimista scenárió esetében pedig rendre 5% és 15 százalékokkal terveztem természetesen mindhárom esetben csökkentve az értékeket az utolsó három évre vonatkozólag.

Céltartalékok

Bár a céltartalékok esetében 69%-os növekedés figyelhető meg átlagosan a vizsgált időszak alapján, itt is próbáltam kellő óvatossággal számolni így a realista, optimista, pesszimista értékek rendre 15%, 20%, 5% százalékokkal terveztem természetesen mindhárom esetben csökkentve az értékeket a négy évet követően, majd az utolsó három évben 0%-al számoltam.

Az eredménykimutatás tételei, és azok változásai szoros összefüggésben állnak a mérlegtételek alakulásával. Mindezekre tekintve is készítettem egy tervezetet, melyet a későbbiekben, az eredménykimutatás részletesebb tárgyalása során szintén kifejtek.

3.3.2 Az eredménykimutatás főbb tételeire vonatkozó feltételezések

Árbevétel

Az árbevétel alakulása változó volt a korábbi évek során, volt mélyebb pont is, egy kimagasló érték is, a 2018-as. Ebben az esetben egy 30 %-os növekedést figyelhattunk meg előző évhez képest. Majd ezt követően némi visszaesés figyelhető meg, a 2020-as visszaesés feltételezhetően a koronavírus következménye. Viszont ismerve a 2021-s villamosenergia árakat és megvizsgálva a Hidroelectrica által közétett költségtervezetet, 2021-re 73%-s növekedéssel számoltam, 2022-re egy már ismert adat alapján 10,3%-al ezt követő évben 15%-os növekedést prognosztizáltam, ezt követően 10%-al. 2025-2028 8%-s növekedéssel számoltam realista scenárió esetében. A 2021-es kimagasló érték a villamosenergia árának robbanásszerű növekedésének a következménye. Optimista scenárió esetében 90%-ra becsültem, míg pesszimista scenárió esetében ez az érték 70%, szinte megegyezik a realista esettel, viszont valamelyest csökkentettem mindenik scenárió értékét mivel ekkora szintű árnövekedés vásárlói visszaesést okozhat.

Energiafogyasztás

Lévén, hogy egy villamosenergia termelő vállalattal foglalkozunk, nagy valószínűséggel tetemes mennyiségben használatában vannak különböző gépek és műszaki felszerelések. Egy ilyen rendszer működtetésénél, ahol jócskán használnak el energiát, fontos költségforrást jelent a vízdíjjak. Az árak hatalmas növekedésének okaként itt is magas értékkel kellett számolnom mindhárom scenárió esetében.

Személyi jellegű ráfordítások

Ez költség típus is igencsak meghatározó változásokat eszközöl az eredményben. Nagy mértéke értelemszerűen abból fakad, hogy a vállalatnak meglehetősen szép számú alkalmazottja van. Jelenleg, 2020 végén 3400 számú alkalmazottal rendelkezett

A számolt adatok szerint közel 14%-os átlagos növekedés figyelhető meg, viszont a jelentésekbe olvasva a vállalat személyzetbővítéssel is számol, 2022-re 3500 alkalmazottal szeretne működni így realista scenárió esetében 2021-re és 2022-re egy jelentősebb növekedés figyelhető meg, míg ezt követően 8% majd ezt felezve 4%-al számoltam.

3.3.3 A vállalat tervezett Cash-Flow kimutatása

A mérlegek és eredménykimutatások elkészítése után minden információnk megvan, hogy kiszámoljuk azok alapján a cash flow értékeket, külön külön-külön minden scenárió esetében. A nettó cash flow értékének meghatározásához az egyes mérlegtételek évenkénti állományváltozásainak értékét vettem alapul. Ezek összegzéséből végül megkaptuk az indirekt cash flow értékét minden előrejelzett évre, ezek a kimutatások a 7-9 számú mellékletekben tekinthetők meg

A súlyozott átlagos tőkeköltség számítása

A súlyozott tőkeköltség kiszámításához szükséges volt meghatározni a saját tőke várható hozamát. Ez a CAPM modell segítségével készült el.

$$r_E = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

A kockázatmentes kamatláb meghatározásához a Román Nemzeti Bank oldalán található, az egy éves lejáratú rendelkező állampapír kamatlábának adatait vettem alapul. A béta becslésénél a BET és ARS indexeken alapuló variancia – kovariancia mátrix elkészítése szolgált alapul.

2. Táblázat: Saját tőke költségének a meghatározása

Saját tőke költségének a kiszámítása					
	2016	2017	2018	2019	2020
Beta	0,2567	-0,0476	0,7114	0,1245	0,1063
rf	1,75%	1,75%	2,50%	2,50%	1,50%
rm	24,8%	34,3%	-3,0%	-47,7%	147,7%
rARS	7,7%	0,2%	-1,4%	-3,7%	17,1%

(Forrás: Saját számítás)

3. Táblázat: WACC értékének a meghatározása

WACC értékének a meghatározása					
Saját tőke	17 884 535 586	17 554 279 848	16 559 525 447	15 095 367 735	14 527 051 579
Saját tőke költsége	7,7%	0,2%	-1,4%	-3,7%	17,1%
Idegen tőke	763 001 316	666 719 068	1 871 045 373	2 004 268 502	1 890 969 814
Idegen tőke költsége	61,85%	42,36%	1,72%	1,72%	3,59%
WACC	9,89%	1,74%	-1,09%	-3,11%	15,50%

(Forrás: Saját számítás)

3.3.4. A cégérték kiszámítása, a vállalat értékének meghatározása

Az egyes scenáriók eredményeként létrejövő cégértékek meghatározásához szükségünk van mindhárom esetben a kapott évenkénti pénzáramok értékeire, illetve az adott évekhez WACC értékekre is, amely diszkontrataként szolgál. A WACC értékkel diszkontált pénzáramokat összesítjük, majd kiegészítve a szintén jelenértékre diszkontált pénzeszközök nélküli mérlegfőösszeg értékével megkapjuk a cégértéket minden egyes scenárió esetén.

Diszkont ráta (WACC)	0,0459
-------------------------	--------

4. Táblázat: Realista cégérték

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettó Cash flow	3 619 306 212	3 399 743 141	4 022 351 334	4 407 336 657	4 452 278 950
Jelenérték	3 460 616 808	3 108 153 619	3 516 127 017	3 683 739 949	3 558 142 108

	2026	2027	2028	2029	2030
Nettó Cash flow	4 971 932 198	5 537 335 758	6 152 349 839	6 243 792 567	6 243 792 567
Jelenérték	3 799 218 794	4 045 741 681	4 298 000 871	4 170 634 462	3 987 771 930

Halmazott jelenérték	Mérlegfőösszeg-Pénzeszközök	(Mérlegfőösszeg-Pénzeszközök) jelenértéke	Cégérték
37 628 147 237	18 734 688 806	11 965 430 518	49 593 577 755

(Forrás: Saját számítás)

5. Táblázat: Optimista cégérték

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettó Cash flow	3 577 771 491	4 261 475 000	5 058 246 040	5 985 805 197	6 124 777 690
Jelenérték	3 420 903 187	3 895 976 370	4 421 651 439	5 003 055 461	4 894 758 312

	2026	2027	2028	2029	2030
Nettó Cash flow	6 927 056 410	7 816 413 194	8 756 569 620	9 786 444 749	9 786 444 749
Jelenérték	5 293 194 245	5 710 903 228	6 117 295 803	6 537 001 876	6 250 385 361

Halmazott jelenérték	Mérlegfőösszeg- Pénzeszközök	(Mérlegfőösszeg- Pénzeszközök)- jelenértéke	Cégérték
51 545 125 283	19 504 924 190	12 457 362 787	64 002 488 070

(Forrás: Saját számítás)

6. Táblázat: Pesszimista cégérték

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettó Cash flow	3 501 065 648	3 374 349 652	3 385 240 387	3 349 935 008	3 174 779 753
Jelenérték	3 347 560 532	3 084 938 081	2 959 198 289	2 799 942 544	2 537 198 960

	2026	2027	2028	2029	2030
Nettó Cash flow	3 137 224 837	3 075 055 550	2 984 280 932	2 745 491 580	2 745 491 580
Jelenérték	2 397 257 864	2 246 726 757	2 084 803 755	1 833 892 089	1 753 484 623

Halmazott jelenérték	Mérlegfőösszeg- Pénzeszközök	(Mérlegfőösszeg- Pénzeszközök)- jelenértéke	Cégérték
25 045 003 495	18 379 845 803	11 738 800 156	36 783 803 652

(Forrás: Saját számítás)

A realista scenárióban a cégérték **49 593 577 755** Az optimista scenárióban a cégérték **64 002 488 070**. A pesszimista scenárióban pedig **36 783 803 652**

Becslesem szerint a vállalat értéke **37 010 434 013** és **64 002 488 070** közé tehető

3.4. Nuclearelectrica Rt. vállalatértékének meghatározása a DCF módszer segítségével

Hasonlóan a Hidroelectrica Rt. esetéhez itt is a múltbeli adatokat figyelembe véve próbáltam előrejelzést végezni, a kapott jelentések, cikkekben talált információkkal próbáltam korrigálni a kapott értékeket, hogy minél inkább a valósághoz közelálló értékeket kapjak.

A vizsgált múltbeli években a befektetett eszközök esetében egy 4,71%-os átlagos csökkenés figyelhető meg. A Csoport ingatlanai, berendezései és felszerelései főként speciális épületekből állnak. A csökkenés elsősorban a épületek, területek értékének a csökkenésének a következménye. Évről évre csökkenés figyelhető meg. Átlagosan 4,33%-al csökken évente az értéke.

Tárgyi eszközök

A befektetett eszközök egyik fontos és mérvadó tétele a tárgyi eszközök összessége. A tárgyi eszközöknél a múltbeli tendenciára alapozva az első négy évben -4,78%-al számoltam, majd ezt követően 0%-al számoltam. Az optimista scenárió esetében az első négy évben 5%-al számoltam, majd ezt követően egy évi 2,5%-os növekedéssel számoltam, mivel feltételezhető egy bizonyos szintű korszerűsítés 2025-s évtől kezdődően, melyet a vállalat a jövőbeli tervei között ismertetett. Ugyanakkor a pesszimista scenárió esetén is úgy vélem, hogy csak az amortizáció révén idéződné elő csökkenés a tárgyi eszközök értékében, hiszen a vállalat jelenlegi helyzetét tekintve csupán rendkívüli események hatására fordulhatna olyan rosszra a kilátás, hogy a tárgyi eszközeinek eladására kényszerüljön likviditási problémák folytán. Viszont tudjuk, hogy elkerülhetetlen egyes gépek vagy berendezések korszerűsítése, vagy jobbra cserélése.

A területek és épületek esetében a vizsgált időszakban egy 4,33%-os átlagos csökkenés figyelhető meg, ami hosszútávon tekintve a termelés szint csökkenéséhez vezethet, viszont tudjuk a mérlegből, hogy a folyamatban lévő beruházásai átlagosan 6,18%-al növekedtek évente, így elmondhatjuk, hogy a vállalatnál a korszerűsítés az folyamatos.

Befektetett pénzügyi eszközök

A befektetett pénzügyi eszközöknél elsőre 0.88%-os növekedési átlag jött ki a múltbeli adatok alapján. Ez az érték a jövőre nézve nem nagyon fog változni így realista scenárió esetében ezzel az értékkel számoltam az előrejelzett 10 évben. Optimista scenárió esetében egy 5 %-s növekedéssel számoltam, mivel van rá esély, hogy növekedni leányvállalatokba tartott

részvények részaránya, Pesszimista scenárió esetében a 2020-s értéket vettem alapul 4 évig majd 3 évig átlagosan 5% csökkenést, ezt követően pedig 2 évig ugyanazt az értéket vittem tovább

Forgóeszközök

A forgóeszközök tekintetében egy 9.21%-os átlagos növekedés volt megfigyelhető a vizsgált adatok alapján. Legnagyobb növekedés a rövidtávú befektetések esetében volt megfigyelhető

Készletek

A készletek esetében is megfigyelhető egy elég magas növekedés, átlagosan 31,67%-al növekedett évente. Ez a készletek forgási sebességét vizsgálva is visszaköszön, ugyanis a mutatókat nézve láthatjuk, hogy míg a fordulatszám egyre csökken, úgy nő a napok száma közben, ezek együtt pedig a hatékony készletgazdálkodás romlását eredményezhetik, viszont ebben az esetben nem beszélhetünk ilyenről.

Realista scenárió esetében az első 4 évre 7%-os növekedéssel számoltam, míg ezt követően megfelezttem a növekedés ütemét, az utolsó 3 évre pedig 0%-al számoltam, optimista esetben első 4 évben 8%-os növekedéssel számoltam, míg ezt követően 4%-os növekedéssel, míg pesszimista scenárió esetében 4% majd 0%-al számoltam.

Követelések

A követelések esetén átlagosan 8,86%-os növekedés figyelhető meg az évek során, átlagosan közel 7,05% a kereskedelmi követelések esetében ami viszonylag magasnak mondható. Ezek persze csak a periódus végére kalkulált értékek, amelyek nem tükrözik az év közbeni változásokat, sem azok nagyságrendjét.

Saját tőke

A feltételezések szerint továbbra is nagyobb arányban a saját tőkéből való finanszírozás fog dominálni, ennek megfelelően pedig a gyakorlatilag közel nulla értékű hosszú lejáratú hitelállomány csak egyedi, előre nem látható események kivételével nem fog növekedni.

A saját tőkénél fontos figyelembe vennünk a saját- és az idegen tőke arányát is, mely megmutatja a vállalatnál jelenlévő eladósodottsági fokot.

Elmondhatjuk, hogy a saját tőke értéke állandó szinten jelentősebbnek bizonyul az idegen tőke mértékénél, ami kedvezőnek tekinthető, hisz ez a saját vagyon növekedésére, és tőkeerősségre

utal. Ez az arányosság a jövőre is feltételezhető mindhárom scenárió esetén, ha élünk azzal a feltételezéssel, hogy a vállalat a jövőben sem fog hosszú lejáratú hitelhez folyamodni.

Az eladósodottsági mutató is pozitív képet fest, hiszen mind az 5 évben nagyon alacsony értéket produkál, messze alulmarad az általánosan már kritikusnak számító 70%-os értéktől.

Az eladósodottsági fok esetében sincs ok a pánikra, a fentebb említetteket támasztja alá ez a mutató is, elmondhatjuk, hogy a vállalat egyáltalán nincs eladósodottság közelében

A saját tőkén belül talán jelentőséggel bíró tétel a tartalékok. A tartalékokat vizsgálva láthatjuk, hogy komoly hangsúlyt fektet erre a vállalat. Folyamatos, és egyre nagyobb növekedést láthatunk, különösen a törvényes, illetve egyéb tartalékok területén. Azonban nem túl valószínű, hogy ez a nagy mértékű, múltbéli adatok alapján számolt 25%-os növekedés a jövőben is várható lenne. Ezért kellő óvatossággal megpróbáltam itt is finomítani a kapott értéket. Ezért realista scenárióban 20%, optimista és pesszimista scenárióban pedig rendre 30% és 15% százalékokkal terveztem, természetesen mindhárom esetben csökkentve az értékeket az utolsó három évre vonatkozólag.

Előző évek áthozott eredménye

Az előző évek áthozott eredménye alapján egy elég nagy értékű, átlagosan 2.37%os csökkenés figyelhető meg. Ezért kellő óvatossággal itt is próbáltam finomítani a kapott értékeken, így realista scenárió esetében 2%-os csökkenéssel számoltam, míg optimista és pesszimista scenárió esetében pedig rendre 0% és 1 százalékokkal terveztem természetesen mindhárom esetben csökkentve az értékeket az utolsó három évre vonatkozólag.

Céltartalékok

Bár a céltartalékok esetében 18%-os növekedés figyelhető meg átlagosan a vizsgált időszak alapján, itt is próbáltam kellő óvatossággal számolni így a realista, optimista, pesszimista értékek rendre 18%, 20%, 9% százalékokkal terveztem természetesen mindhárom esetben csökkentve az értékeket a négy évet követően, majd az utolsó három évben 0%-al számoltam.

Az eredménykimutatás tételei, és azok változásai szoros összefüggésben állnak a mérlegtételek alakulásával. Mindezekre tekintve is készítettem egy tervezetet, melyet a későbbiekben, az eredménykimutatás részletesebb tárgyalása során szintén kifejtek.

Itt is három scenárió esetében számoltam cégértéket, és a következő értékekre jutottam:

7. Táblázat: Realista cégérték lejben-Nuclearelectrica Rt.

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettó Cash flow	1 556 208 348	1 768 808 636	2 183 206 626	2 436 726 884	2 700 024 837
Jelenérték	1 477 936 707	1 595 353 904	1 870 075 433	1 982 253 685	2 085 970 840

	2026	2027	2028	2029	2030
Nettó Cash flow	3 005 453 103	3 333 738 516	3 686 638 427	3 985 659 536	3 985 659 536
Jelenérték	2 205 151 968	2 322 994 577	2 439 693 694	2 504 915 329	2 378 927 163

Halmazott jelenérték	Mérlegfőösszeg-Pénzeszközök	(Mérlegfőösszeg-Pénzeszközök)-jelenértéke	Cégérték
20 863 273 300	9 170 557 457	5 473 645 713	26 336 919 013

(Forrás: Saját számítás)

8. Táblázat: Optimista cégérték lejben-Nuclearelectrica Rt.

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettó Cash flow	1 248 760 762	1 678 383 640	2 212 723 503	2 824 304 864	3 766 316 756
Jelenérték	1 185 952 620	1 513 796 257	1 895 358 787	2 297 544 613	2 909 760 984

	2026	2027	2028	2029	2030
Nettó Cash flow	4 293 911 704	4 875 615 732	5 471 682 916	6 182 859 907	6 182 859 907
Jelenérték	3 150 515 919	3 397 395 702	3 620 976 283	3 885 816 241	3 690 373 762

Halmazott jelenérték	Mérlegfőösszeg-Pénzeszközök	(Mérlegfőösszeg-Pénzeszközök)-jelenértéke	Cégérték
27 547 491 168	10 271 198 382	6 130 587 072	33 678 078 240

(Forrás: Saját számítás)

9. Táblázat: Pesszimista cégérték lejben-Nuclearelectrica Rt.

	2021	2022	2023	2024	2025
Nettó Cash flow	1 618 424 845	1 823 270 447	2 041 743 650	2 275 053 655	2 502 972 548
Jelenérték	1 537 023 938	1 644 475 025	1 748 902 094	1 850 734 082	1 933 733 230

	2026	2027	2028	2029	2030
Nettó Cash flow	2 644 667 778	2 803 254 529	2 967 428 203	2 997 587 739	2 997 587 739
Jelenérték	1 940 437 650	1 953 346 082	1 963 744 484	1 883 929 976	1 789 175 124

Halmazott jelenérték	Mérlegfőösszeg- Pénzeszközök	(Mérlegfőösszeg- Pénzeszközök)- jelenértéke	Cégérték
18 245 501 684	9 263 457 913	5 529 095 361	23 774 597 045

(Forrás: Saját számítás)

A realista scenárióban a cégérték **26 336 919 013 lej**. Az optimista scenárióban a **33 678 078 240 lej**. A pesszimista scenárióban pedig **23 774 597 045 lej**

Becsléseim szerint a vállalat értéke **23 774 597 045 lej** és **33 678 078 240 lej** közé tehető.

Tőkeérték (Kapitalizáció) = részvények száma * Árfolyam=301 643 894*42,73=12 889 243 591 lej (2021)

Az általam megállapított cégérték és a tőkeérték között egy **2,04-szeres** eltérés figyelhető meg. Így elmondhatom, hogy a vállalat részvényei a tőzsdén alulértékelték az én becsléseimhez képest.

3.5.A Hidroelectrica Rt. IPO konstrukciójának felépítése

A Hidroelectrica Rt. esetében az általam megbecsült cégértékek a következőképpen alakultak:

A realista scenárióban a cégérték 49 593 577 755 lej. Az optimista scenárióban a cégérték 64 002 488 070 lej. A pesszimista scenárióban pedig 36 783 803 652 lej.

A megfelelő ár megtalálása nagyon nehéz a megbízott számára, történelmileg sok IPO alulárzott volt, ha alulárzott egy IPO, további érdeklődést generál a részvények iránt. Az IPO alulárzása potenciális tőkevesztéssel jár a kibocsátó számára. A túlárzás veszélye is fontos szempont. Ha egy részvényt magasabb áron kínálnak a nyilvánosság számára, mint amennyit a piac fizet, az aláíróknak gondot okozhat a részvényeladási kötelezettségeik teljesítés.

Egy nyilvánosságra hozott cikk alapján (Liviu. 2022) vállalat értéke 42.4 milliárd lej köré tehető, mely igazolja az általam készített modell helyességét. Így a Hidroelectrica Rt. 15 százalékos tulajdona hozzávetőlegesen 6,5 milliárd lejes (1,3 milliárd eurós) ajánlatot jelentene, ami háromszorosa az Electrica 2014-es 2 milliárd lejes árának, és amely továbbra is a legmagasabb romániai IPO rekordját őrzi amennyiben megtörténik a tőzsdei kibocsátás. Egy részvény értéke 94,54 lejre lesz tehető. Egy ilyen ajánlat pedig minden bizonnyal felkelti a megfelelő kaliberű külföldi befektetők figyelmét, amely valószínűleg kettős tőzsdei bevezetést jelentene, például Londonban. (Popescu, 2022)

Az ár meghatározásánál is alkalmazom a realista, optimista, pesszimista scenáriókat, így a Hidroelectrica Rt. 15 %-s tulajdona realista scenárió esetében 7,4 milliárd lejre tehető, optimista scenárió esetében 9,6 milliárd lej, míg pesszimista scenárió esetében 5,5 milliárd lejre tehető. Viszont ezek az értékek némileg kell korrigálnom, megvizsgáltam a Nuclearelectrica Rt. részvényárait, vállalatértékét. A kapott eredményből azt a következtetést vonhatom le, hogy a részvények értéke nem tükrözi a vállalat valós értékét, mivel az általam felépített modell és a kapitalizáció között kétszeres eltérés figyelhető meg, mely szerint a vállalat részvényei alulértékelték.

Így a nyilvánosságra hozott cégérték, ami egy becslés úgyszintén az általam felépített modell értékei. Elkerülve az IPO túlárzását illetve alulárzását is és összevetve a realista scenárió eredményét a 6,5 milliárd lejes értékkel, 15%-s eltérés figyelhető meg, míg a pesszimista és optimista érték között 1,74-szeres a különbség. A kettő együtt 1,89-s szorzót ad, így a 2,04-ig marad 0,15 vagyis 15% mely érték pont az az eltérés amit megállapítottam a nyilvánosságra

hozott becsült cégérték és az általam megállapított realista cégérték között. Ezek tudatában a vállalat 15%-s tulajdona 5,5 és 9,4 milliárd lej közé tehető az általam felépített realista, optimista és pesszimista scenáriók alapján.

Következtetések

Államvizsga dolgozatom legfőbb célja a Hidroelectrica Rt. Részvénytársaság fundamentális értékének meghatározása volt, melyet a vállalat 15%-s tulajdonrészének a meghatározása követett, mely azért is volt fontos számomra, hogy fel tudjak építeni egy első nyilvános részvénykibocsátási portfoliót. Ennek a célnak megvalósítása egy komplex modell felépítése által történt.

A vállalat értékének meghatározásához szükséges volt először maga az értékelési folyamat tisztázása, értékelési folyamatok tisztázása, majd külön a DCF modell bemutatása, ezért is szól az első fejezet a dolgozat ezen elméleti háttéréről. Ezt követően bemutattam az IPO-val kapcsolatos elméleti tudnivalókat.

A harmadik fejezetben röviden bemutattam az iparágat, majd a választott vállalatot. Az értékelés elkészítéséhez az egyik leggyakrabban használt vállalatértékelési modellt alkalmaztam, a diszkontált pénzáramlásokon alapuló modellt, azaz a DCF modellt. Az értékelést három scenárió tükrében is elvégeztem. Mindhárom scenárió elkészítésénél igyekeztem az objektivitás megőrzésére, azonban a készített előrejelzések a múltbéli tendenciákra való építkezésen felül csupán becslések, természetesen az iparági helyzet, valamint annak figyelembevételével, amely információk a vállalat jövőbeni terveiről megszerezhetők voltak.

Miután elkészítettem a Hidroelectrica Rt. DCF modelljét következett egy hasonló tevékenységű vállalat vállalatértékének a meghatározása, Nuclearelectrica Rt. A modell felépítése után lehetőségem volt megnézni a vállalat részvényeinek értékét, mivel egy tőzsdén jegyzett vállalatról van szó. Így lehetőségem volt megnézni, hogy az általam felépített modell mennyire van közel a vállalat részvényértékeihez. Az itt megállapított módosító tényezőt is használtam továbbiakban a Hidroelectrica Rt esetében. A dolgozat készítése során nagy hangsúlyt fektettem a vállalatról nyilvánosságra hozott hírekre. Nyilvánosságra került egy olyan cikk, melyben vállalat értéke 42,4 milliárd lej és egy esetleges nyilvános részvénykibocsátás a tulajdonjog 15%-t jelentené.

Ezek tudatában a vállalat 15%-s tulajdona 5,5 és 9,4 milliárd lej közé tehető az általam felépített realista, optimista és pesszimista scenáriók alapján. Úgy vélem, hogy a munkám során felépített modell módszertanilag megfelelő és korrekt módon készült el, így a kapott értékintervallum, ha nem is egészen pontosnak, de mindenképpen relevánsnak tekinthető.

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Ezúttal köszönöm Dr. Fejér-Király Gergely egyetemi adjunktusnak, és Dr. Gál Veronika-Alexandra egyetemi docensnek, akik a dolgozatomat irányították, kutatásomat segítették, valamint hasznos tanácsokkal láttak el a munkám során. A segítségük nélkül nem valósulhatott volna meg a dolgozatom ebben a formában.

NYILATKOZAT

Alulírott Ladó Norbert, a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem, valamint a Sapientia Erdélyi Magyar Tudományegyetem Csíkszeredai Kar által meghirdetett Pénzügy közös mesterképzés nappali tagozat végzős hallgatója nyilatkozom, hogy a dolgozat saját munkám, melynek elkészítése során a felhasznált irodalmat korrekt módon, a jogi és etikai szabályok betartásával kezeltem. Hozzájárulok ahhoz, hogy Szakdolgozatom egyoldalas összefoglalója felkerüljön MATE honlapjára és hogy a digitális verzióban (pdf formátumban) leadott dolgozatom elérhető legyen a témát vezető Tanszéken/Intézetben, illetve a MATE központi nyilvántartásában, a jogi és etikai szabályok teljes körű betartása mellett. A dolgozat állam- vagy szolgálati titkot tartalmaz: igen / nem*

Kelt: 2023 év 04 hó 15 nap

Ladó

Hallgató

NYILATKOZAT A dolgozat készítőjének konzulense nyilatkozom arról, hogy a Szakdolgozatot áttekintettem, a hallgatót az irodalmi források korrekt kezelésének követelményeiről, jogi és etikai szabályairól tájékoztattam. A Szakdolgozatot záróvizsgán történő védésre javaslom / nem javaslom*. A dolgozat állam- vagy szolgálati titkot tartalmaz: igen / nem*

Kelt: Kaposvár, 2023 év május hó 02. nap

[Signature]

Belső konzulens

Ábrajegyzék:

1. ábra: Románia villamosenergia termelés 2010-2020	26
2. ábra: A villamosenergia-termelők piaci részesedése 2020-ban	27
3. ábra: Eszközösszetétel-2016-2020	31
4. ábra: Forrásösszetétel 2016-2020.....	32
5. ábra: Általános likviditás.....	32
6. ábra: Likviditási gyorsráta.....	33
7. ábra: Pénzhányad.....	34
8. ábra: ROA mutató alakulása	35
9. ábra: ROE mutató alakulása	35
10. ábra: ROS mutató alakulása	36
11. ábra: Eszközarányos bevétel alakulása	37
12. ábra: Készletek forgási sebessége (nap).....	38
13. ábra: Kereskedelmi követelések forgási sebessége (nap)	38
14. ábra: Beszállítói tartozások forgási sebessége (nap)	39
15. ábra Saját vagyon aránya.....	40
16. ábra: Eladósodottsági mutató alakulása	40
17. ábra: Eladósodottsági fok alakulása	41

Táblajegyzék:

1. Táblázat: Eladósodottsági mutatók	44
2. Táblázat: Saját tőke költségének a meghatározása	47
3. Táblázat: WACC értékének a meghatározása	47
4. Táblázat: Realista cégérték.....	48
5. Táblázat: Optimista cégérték.....	48
6. Táblázat: Pesszimista cégérték.....	49
7. Táblázat: Realista cégérték lejben-Nuclearelectrica Rt.	53
8. Táblázat: Optimista cégérték lejben-Nuclearelectrica Rt.....	53
9. Táblázat: Pesszimista cégérték lejben-Nuclearelectrica Rt.....	53

Mellékletjegyzék:

1. Melléklet: Realista szemléletű mérleg-Hidroelectrica	66
2. Melléklet: Optimista szemléletű mérleg-Hidroelectrica	70

3. Melléklet: Pesszimista szemléletű mérleg-Hidroelectrica	74
4. Melléklet: Realista szemléletű eredménykimutatás-Hidroelectrica	78
5. Melléklet: Realista szemléletű eredménykimutatás-Hidroelectrica	80
6. Melléklet: Pesszimista szemléletű eredménykimutatás-Hidroelectrica	82
7. Melléklet: Realista szemléletű Cash-Flow-Hidroelectrica	84
8. Melléklet: Optimista szemléletű Cash-Flow-Hidroelectrica	86
9. Melléklet: Pesszimista szemléletű Cash-Flow-Hidroelectrica	88
10. Melléklet: Realista Szemléletű mérleg-Nuclearelectrica	90
11. Melléklet: Optimista szemléletű mérleg-Nuclearelectrica	94
12. Melléklet: Pesszimista szemléletű mérleg-Nuclearelectrica	98
13. Melléklet: Realista eredménykimutatás-Nuclearelectrica	102
14. Melléklet: Optimista szemléletű eredménykimutatás-Nuclearelectrica	104
15. Melléklet: Pesszimista eredménykimutatás-Nuclearelectrica	106
16. Melléklet: Realista Cash-Flow Nuclearelectrica	108
17. Melléklet: Optimista Cash-Flow Nuclearelectrica	110
18. Melléklet: Pesszimista Cash-Flow Nuclearelectrica	112

Irodalomjegyzék:

1. Arif Khurshead (2019): "Initial Public Offerings" Great Britain, Harriman House Ltd, https://books.google.ro/books?id=llLuHDwAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=ipo&hl=hu&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=ipo&f=false, Letöltve: 2022 április 18.
2. Beers Brian (2022): "5 Tips for Investing in IPOs"
<https://www.investopedia.com/investing/tips-for-investing-in-ipo/>
Letöltve: 2023 április 30.
3. Brau, James C (2006): "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice"
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>, Letöltve: 2023 március 19
4. Copeland, Tom- Koller, Tim- Murrin Jack (1999): Vállalatértékelés-XXXI. Évf, 05 szám
5. Csermák Judit-Györffy Dezső-Nagy IstvánnéPintérné Csermák JolánPrintz János (1999): A költségvetési szervek gazdasági tevékenységének elemzése, Budapest, Perfekt Kiadó.
6. Damodaran, Aswath: A befektetések értékelése. Budapest: Panem Könyvkiadó, 2006. Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügyi Intézet, 2004, Vállalati pénzügyi döntések, Budapest, Tanszék Kft..
7. Draho, Jason (2004): "The IPO Decision"
https://books.google.ro/books?hl=hu&lr=&id=Uil5fLFFV13IC&oi=fnd&pg=PR6&dq=ipo+&ots=10NU3Z11E3&sig=z4cUkjsTS8zdtVc7FAFjjdWECw&redir_esc=y#v=onepage&q=ipo&f=false, Letöltve: 2022. április 18.
8. Eckbo, B. Espen (2007): Handbook of Corporate Finance. Tuck School of Business
9. Fernando, Jason (2022): Initial Public Offering (IPO): What It is and How It Works
<https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp>, Letöltve: 2023. március 18.
10. Fuhmann, Ryan (2023): "The Road to Creating an IPO"
<https://www.investopedia.com/articles/investing/080613/road-creating-ipo.asp>,
Letöltve: 2023. április 29.
11. Geday Péter (2006): "Adalékok a hagyományos és az újszerű vállalatértékelési eljárások összehasonlításához", 5. szám
<http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/3798/1/vt2006n5p37-47.pdf>, Letöltve: 2022. április 18

12. Halász Vendel - Kecskés András (2011): Társaságok a tőzsdén. Budapest: HVG-ORAC Lap és Könyvkiadó.
13. Halász Vendel - Kecskés András (2013): A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás előnyei és hátrányai, 2013
<https://jesz.ajk.elte.hu/halasz54.pdf>, Letöltve: 2023. április. 27
14. Jennergren, L. P. (2005): A Tutorial of the McKinsey Model for Valuation Companies. SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration.
<https://jainnikhil24.tripod.com/valuation/mckinsey.pdf>, Letöltve: 2022. április 18.
15. Kagal, Julia (2020):“ Underpricing”.
<https://www.investopedia.com/terms/u/underpricing.asp>, Letöltve: 2022. január 25.
16. Kecskés András (2019): A tőzsdei bevezetések árfolyammozgásai a részvényeladási tilalom időszaka alatt-A pénzügyek szubjektív aspektusai.Halász Vendel - Kecskés András: A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás előnyei és hátrányai, 2013
<https://jesz.ajk.elte.hu/halasz54.pdf>, Letöltve: 2023. április. 27
17. Koller, Tim (2020): “Valuation”, Canada, John Wiley & Sons Ltd
https://books.google.ro/books?id=Xq4CEAAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=dcf&hl=hu&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=dcf&f=false, Letöltve: 2022. április 18.
18. Laáb Ágnes (1998): Pénzügyi számvitel menedzsereknek, Budapest, Kossuth kiadó
19. Lemke, Tim (2021): “ How to Use the Discounted Cash Flow Model to Value Stock”
<https://www.thebalance.com/how-to-use-the-discounted-cash-flow-model-to-value-stock-4172618>, Letöltve:2021. december 10.
20. Meierkord, Tim (2016): “Risks during the IPO Process”,
https://books.google.ro/books?id=ZcfFDQAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=ipo&hl=hu&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=ipo&f=false, Letöltve: 2022. április 18.
21. Popescu, Liviu (2022): “Hidroelectrica și-a bugetat afaceri de 7,4 mld. lei pentru 2022 cu un profit net de 2,9 mld. lei. Compania prevede dividende de 85%, atât din profitul pe 2021 cât și pentru cel bugetat”
<https://www.zf.ro/burse-fonduri-mutuale/hidroelectrica-si-a-bugetat-afaceri-de-7-4-mld-lei-pentru-2022-cu-un-20681414>, Letöltve: 2022.03.29.
22. Ritter, Jay (1991): “The Long-Run Performance of initial Public Offerings”
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
Letöltve: 2023 április 30

23. Segal, Troy (2022): “Top 3 Pitfalls of Discounted Cash Flow Analysis”.
<https://www.investopedia.com/investing/pitfalls-of-discounted-cash-flow-analysis/>,
 Letöltve: 2022. január 22.
24. Takács András (2009): Vállalatértékelés – Magyar számviteli környezetben. Perfekt Gazdasági Tanácsadó Oktató és kiadó Zrt., Budapest
<https://docplayer.hu/23501972-Takacs-andras-vallalat-ertekeles-magyar-szmviteli-kornyezetben.html>, Letöltve: 2022. április 18.
25. Tamplin, True (2023): ”Initial Public Offerings ”
https://www.financestrategists.com/wealth-management/stocks/ipo/?gclid=Cj0KCQjwgLOiBhC7ARIsAIeetVDXMt7URdUP5Wb-KPhDjKeFosm8BhKnoL9CcOoJKHPYuykt-rTJ_w0aAjXJEALw_wcB
 Letöltve: 2023. április 29.
26. Túróczi Imre (2014): A pénzügyi - és vezetői számviteli módszerek alkalmazhatósága a vállalatértékelés gyakorlatában-Economica 2014/1
27. Ulbert József (2011): “A DCF-modellcsalád védelmében”
<http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/2616/1/vt2011n7-8p3-10.pdf>, Letöltve: 2022. április 18.
28. https://en.wikipedia.org/wiki/Initial_public_offering, Letöltve: 2021 december 27
29. [https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dcf-formula-guide/\(2022.01.22\)](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dcf-formula-guide/(2022.01.22))
30. <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/dcf-model-training-6-steps-building-dcf-model-excel/> (2022.01.22)
31. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531912000025?via%3Dihub>
32. <https://www.hidroelectrica.ro/article/7>
33. https://www.jstor.org/stable/10.1086/377032?seq=2#metadata_info_tab_contents, 2022
34. <https://www.zf.ro/burse-fonduri-mutuale/hidroelectrica-si-a-bugetat-afaceri-de-7-4-mld-lei-pentru-2022-cu-un-20681414>
35. <https://www.nuclearelectrica.ro/ir/>
36. <https://bankwatch.org/beyond-fossil-fuels/the-energy-sector-in-romania>
37. <https://project-e.ro/2021/09/22/pretul-energiei-electrice-creste-continuu-ce-este-de-facut/>

38. <https://www.zf.ro/burse-fonduri-mutuale/pregatiti-va-banii-asteptarea-a-luat-sfarsit-15-din-hidroelectrica-20463274>

Mellékletek:*1. Melléklet: Realista szemléletű mérleg-Hidroelectrica*

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	13 933 358 007	13 362 178 947	12 814 514 237	12 289 395 851	11 785 895 609	11 785 898 929
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	3 356 406	3 362 993	3 369 593	3 376 205	3 382 831	3 386 151
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	13 874 642 727	13 303 457 080	12 755 785 771	12 230 660 771	11 727 153 904	11 727 153 904
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	34 669 857	34 669 857	34 669 857	34 669 857	34 669 857	34 669 857
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	2 705 927 499	5 858 464 669	6 483 853 269	8 037 334 650	9 459 824 995	10 267 401 316
I. KÉSZLETEK	59 652 131	60 329 434	61 014 428	61 707 199	62 407 835	62 762 131
Nyers és fogyóanyag	50 362 678	50 934 507	51 512 828	52 097 716	52 689 245	52 988 367
Késztermék és áruk	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453
II. KÖVETELÉSEK	562 537 076	549 342 877	536 458 144	523 875 621	511 588 219	505 588 617
Vevők	338 561 425	332 764 686	327 067 197	321 467 258	315 963 200	313 258 290
Egyéb követelések	223 851 241	219 360 354	214 959 562	210 647 059	206 421 073	204 350 471
III. ÉRTÉKPAPÍROK	1 730 071 123	1 863 514 751	2 007 251 136	2 162 074 177	2 328 839 010	2 418 652 869
IV. PÉNZESZKÖZÖK	353 667 169	488 704 140	675 300 840	933 143 773	1 289 436 128	1 535 601 964
C. Aktív időbeli elhatárolások	2 572 885	2 749 330	2 937 875	3 139 350	3 354 642	3 469 670

ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	16 641 858 391	19 223 392 945	19 301 305 381	20 329 869 851	21 249 075 247	22 056 769 915
D. Saját tőke (I.+...+VI.)	14 481 766 336	16 933 181 332	16 862 251 323	17 720 465 423	18 444 610 413	19 140 579 002
I. JEGYZETT TŐKE	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	0	0	0	0	0	0
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	6 629 800 796	6 612 162 683	6 594 571 496	6 577 027 108	6 559 529 396	6 550 803 816
IV. TARTALÉKOK	910 019 059	1 138 485 261	1 424 309 388	1 781 891 522	2 229 246 974	2 509 080 449
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	1 706 024 672	1 535 422 205	1 381 879 984	1 243 691 986	1 119 322 787	1 063 356 648
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	1 451 575 383	3 162 636 513	2 977 015 785	3 633 380 138	4 052 036 585	4 532 863 420
E. Céltartalékok	823 504 959	947 030 703	1 089 085 308	1 252 448 105	1 440 315 320	1 548 338 969
F. Kötelezettségek (I.+II.)	1 067 464 855	1 067 468 555	1 067 472 255	1 067 475 956	1 067 479 656	1 067 481 506
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	356 908 581	356 912 281	356 915 981	356 919 682	356 923 382	356 925 232
G. Passzív időbeli elhatárolások	223 836 998	230 427 113	237 211 251	244 195 125	251 384 615	255 085 195
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	16 641 858 391	19 223 392 945	19 301 305 381	20 329 869 851	21 249 075 247	22 056 769 915

	2026	2027	2028	2029	2030
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	11 785 902 251	11 785 905 577	11 785 908 907	11 785 908 907	11 785 908 907
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	3 389 473	3 392 799	3 396 128	3 396 128	3 396 128
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	11 727 153 904	11 727 153 904	11 727 153 904	11 727 153 904	11 727 153 904
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	34 669 857	34 669 857	34 669 857	34 669 857	34 669 857
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	11 163 378 871	12 156 205 863	13 255 231 541	13 255 231 541	13 255 231 541
I. KÉSZLETEK	63 118 439	63 476 769	63 837 134	63 837 134	63 837 134
Nyers és fogyóanyag	53 289 188	53 591 716	53 895 962	53 895 962	53 895 962
Késztermék és áruk	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453
II. KÖVETELÉSEK	499 659 375	493 799 667	488 008 679	488 008 679	488 008 679
Vevők	310 576 537	307 917 742	305 281 708	305 281 708	305 281 708
Egyéb követelések	202 300 638	200 271 368	198 262 453	198 262 453	198 262 453
III. ÉRTÉKPAPÍROK	2 511 930 483	2 608 805 436	2 709 416 462	2 709 416 462	2 709 416 462
IV. PÉNZESZKÖZÖK	1 828 763 241	2 177 891 843	2 593 672 474	2 593 672 474	2 593 672 474
C. Aktív időbeli elhatárolások	3 588 642	3 711 694	3 838 966	3 838 966	3 838 966

ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK)	22 952 869 765	23 945 823 135	25 044 979 413	25 044 979 413	25 044 979 413
ÖSSZESEN					
D. Saját tőke (I.+...+VI.)	19 916 796 523	20 781 102 881	21 742 193 443	21 742 193 443	21 742 193 443
I. JEGYZETT TŐKE	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	0	0	0	0	0
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	6 542 089 842	6 533 387 460	6 524 696 654	6 524 696 654	6 524 696 654
IV. TARTALÉKOK	2 824 040 929	3 178 537 848	3 577 534 145	3 577 534 145	3 577 534 145
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	1 010 188 816	959 679 375	911 695 406	911 695 406	911 695 406
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	5 056 002 266	5 625 023 528	6 243 792 567	6 243 792 567	6 243 792 567
E. Céltartalékok	1 664 464 392	1 789 299 221	1 923 496 663	1 923 496 663	1 923 496 663
F. Kötelezettségek (I.+II.)	1 067 483 356	1 067 485 206	1 067 487 057	1 067 487 057	1 067 487 057
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	356 927 082	356 928 932	356 930 783	356 930 783	356 930 783
G. Passzív időbeli elhatárolások	258 840 251	262 650 583	266 517 007	266 517 007	266 517 007
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK)	22 952 869 765	23 945 823 135	25 044 979 413	25 044 979 413	25 044 979 413
ÖSSZESEN					

2. Melléklet: Optimista szemléletű mérleg-Hidroelectrica

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	13 933 358 007	13 935 259 320	13 937 255 699	13 939 351 897	13 941 552 904	14 636 209 464
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	3 356 406	3 524 226	3 700 438	3 885 459	4 079 732	4 161 327
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	13 874 642 727	13 874 642 727	13 874 642 727	13 874 642 727	13 874 642 727	14 568 374 863
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	34 669 857	36 403 350	38 223 517	40 134 693	42 141 428	42 984 256
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	2 705 927 499	6 061 840 088	7 232 365 510	8 667 608 315	10 425 094 818	10 981 170 410
I. KÉSZLETEK	59 652 131	63 827 780	68 295 725	73 076 426	78 191 775	80 928 487
Nyers és fogyóanyag	50 362 678	52 880 812	55 524 852	58 301 095	61 216 150	62 746 554
Késztermék és áruk	9 289 453	9 753 926	10 241 622	10 753 703	11 291 388	11 573 673
II. KÖVETELÉSEK	562 537 076	562 537 076	562 537 076	562 537 076	562 537 076	562 537 076
Vevők	338 561 425	338 561 425	338 561 425	338 561 425	338 561 425	338 561 425
Egyéb követelések	223 851 241	223 851 241	223 851 241	223 851 241	223 851 241	223 851 241
III. ÉRTÉKPAPÍROK	1 730 071 123	1 903 078 235	2 093 386 059	2 302 724 665	2 532 997 131	2 659 646 988
IV. PÉNZESZKÖZÖK	353 667 169	495 134 037	693 187 651	970 462 712	1 358 647 796	1 630 377 356
C. Aktív időbeli elhatárolások	2 572 885	2 958 818	3 402 640	3 913 036	4 499 992	4 837 491
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	16 641 858 391	20 000 058 226	21 173 023 849	22 610 873 248	24 371 147 715	25 622 217 365

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	14 481 766 336	17 675 261 479	18 650 582 212	19 851 258 482	21 326 925 935	22 442 761 411
I. JEGYZETT TŐKE	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	0	0	0	0	0	0
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796
IV. TARTALÉKOK	910 019 059	1 183 024 777	1 537 932 210	1 999 311 873	2 599 105 434	2 988 971 250
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	1 706 024 672	1 620 723 438	1 539 687 266	1 462 702 903	1 389 567 758	1 354 828 564
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	1 451 575 383	3 757 237 798	4 458 687 270	5 274 968 240	6 223 977 276	6 984 686 131
E. Céltartalékok	823 504 959	988 205 951	1 185 847 141	1 423 016 569	1 707 619 883	1 878 381 871
F. Kötelezettségek (I.+II.)	1 067 464 855	1 067 468 555	1 067 472 255	1 067 475 956	1 067 479 656	1 031 951 842
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274	675 028 460
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	356 908 581	356 912 281	356 915 981	356 919 682	356 923 382	356 923 382
G. Passzív időbeli elhatárolások	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	16 641 858 391	20 000 058 226	21 173 023 849	22 610 873 248	24 371 147 715	25 622 217 365

(Forrás: Saját szerkesztés)

	2026	2027	2028	2029	2030
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	15 365 571 119	16 131 372 569	16 935 435 239	16 935 435 239	16 935 435 239
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	4 244 554	4 329 445	4 416 034	4 416 034	4 416 034
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	15 296 793 607	16 061 633 287	16 864 714 951	16 864 714 951	16 864 714 951
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	43 843 942	44 720 820	45 615 237	45 615 237	45 615 237
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	11 661 668 696	12 483 493 445	13 420 501 758	13 420 501 758	13 420 501 758
I. KÉSZLETEK	83 760 984	86 692 619	89 726 861	89 726 861	89 726 861
Nyers és fogyóanyag	64 315 217	65 923 098	67 571 175	67 571 175	67 571 175
Késztermék és áruk	11 863 015	12 159 590	12 463 580	12 463 580	12 463 580
II. KÖVETELÉSEK	562 537 076	562 537 076	562 537 076	562 537 076	562 537 076
Vevők	338 561 425	338 561 425	338 561 425	338 561 425	338 561 425
Egyéb követelések	223 851 241	223 851 241	223 851 241	223 851 241	223 851 241
III. ÉRTÉKPAPÍROK	2 792 629 337	2 932 260 804	3 078 873 844	3 078 873 844	3 078 873 844
IV. PÉNZESZKÖZÖK	1 956 452 827	2 347 743 392	2 817 292 071	2 817 292 071	2 817 292 071
C. Aktív időbeli elhatárolások	5 200 303	5 590 326	6 009 600	6 009 600	6 009 600

ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	27 032 440 117	28 620 456 340	30 361 946 597	30 361 946 597	30 361 946 597
D. Saját tőke (I.+...+VI.)	23 698 897 399	25 112 355 467	26 702 307 420	26 702 307 420	26 702 307 420
I. JEGYZETT TŐKE	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	0	0	0	0	0
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796
IV. TARTALÉKOK	3 437 316 937	3 952 914 478	4 545 851 649	4 545 851 649	4 545 851 649
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	1 320 957 850	1 287 933 904	1 255 735 556	1 255 735 556	1 255 735 556
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	7 826 347 146	8 757 231 620	9 786 444 749	9 786 444 749	9 786 444 749
E. Céltartalékok	2 066 220 058	2 272 842 064	2 500 126 271	2 500 126 271	2 500 126 271
F. Kötelezettségek (I.+II.)	998 200 419	966 136 567	935 675 908	935 675 908	935 675 908
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	641 277 037	609 213 185	578 752 526	578 752 526	578 752 526
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	356 923 382	356 923 382	356 923 382	356 923 382	356 923 382
G. Passzív időbeli elhatárolások	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	27 032 440 117	28 620 456 340	30 361 946 597	30 361 946 597	30 361 946 597

3. Melléklet: Pessimista szemléletű mérleg-Hidroelectrica

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	13 933 358 007	13 378 372 298	12 845 586 017	12 334 111 188	11 843 095 351	11 605 674 257
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	3 356 406	3 356 406	3 356 406	3 356 406	3 356 406	3 356 406
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	13 874 642 727	13 319 657 018	12 786 870 737	12 275 395 908	11 784 380 071	11 548 692 470
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	34 669 857	34 669 857	34 669 857	34 669 857	34 669 857	32 936 364
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	2 705 927 499	5 423 172 578	5 834 924 843	6 420 432 484	6 995 526 617	7 365 000 419
I. KÉSZLETEK	59 652 131	59 652 131	59 652 131	59 652 131	59 652 131	59 652 131
Nyers és fogyóanyag	50 362 678	50 362 678	50 362 678	50 362 678	50 362 678	50 362 678
Késztermék és áruk	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453
II. KÖVETELÉSEK	562 537 076	573 787 818	585 263 574	596 968 845	608 908 222	614 997 304
Vevők	338 561 425	345 332 654	352 239 307	359 284 093	366 469 775	370 134 472
Egyéb követelések	223 851 241	228 328 266	232 894 831	237 552 728	242 303 782	244 726 820
III. ÉRTÉKPAPÍROK	1 730 071 123	1 764 672 545	1 799 965 996	1 835 965 316	1 872 684 623	1 891 411 469
IV. PÉNZESZKÖZÖK	353 667 169	424 400 603	509 280 723	611 136 868	733 364 242	806 700 666
C. Aktív időbeli elhatárolások	2 572 885	2 701 529	2 836 606	2 978 436	3 127 358	3 205 542
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	16 641 858 391	18 804 246 405	18 683 347 466	18 757 522 108	18 841 749 326	18 973 880 218

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	14 481 766 336	16 602 979 102	16 438 846 152	16 467 625 084	16 504 186 806	16 575 765 498
I. JEGYZETT TŐKE	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	0	0	0	0	0	0
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796
IV. TARTALÉKOK	910 019 059	1 046 521 918	1 203 500 206	1 384 025 236	1 591 629 022	1 711 001 198
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	1 706 024 672	1 450 120 971	1 232 602 826	1 047 712 402	890 555 541	823 763 876
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	1 451 575 383	2 992 060 747	2 888 467 655	2 921 611 980	2 907 726 777	2 926 724 958
E. Céltartalékok	823 504 959	864 680 207	907 914 217	953 309 928	1 000 975 425	1 025 999 810
F. Kötelezettségek (I.+II.)	1 067 464 855	1 067 464 855	1 067 464 855	1 067 464 855	1 067 464 855	1 102 992 669
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274	710 556 274	746 084 088
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	356 908 581	356 908 581	356 908 581	356 908 581	356 908 581	356 908 581
G. Passzív időbeli elhatárolások	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	16 641 858 391	18 804 246 405	18 683 347 466	18 757 522 108	18 841 749 326	18 973 880 218

(Forrás: Saját szerkesztés)

	2026	2027	2028	2029	2030
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	11 373 053 590	11 145 134 740	10 921 821 201	10 921 821 201	10 921 821 201
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	3 356 406	3 356 406	3 356 406	3 356 406	3 356 406
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	11 317 718 621	11 091 364 248	10 869 536 963	10 869 536 963	10 869 536 963
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	31 289 546	29 725 069	28 238 815	28 238 815	28 238 815
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	7 692 757 180	8 007 775 366	8 261 356 510	8 261 356 510	8 261 356 510
I. KÉSZLETEK	59 652 131	59 652 131	59 652 131	59 652 131	59 652 131
Nyers és fogyóanyag	50 362 678	50 362 678	50 362 678	50 362 678	50 362 678
Késztermék és áruk	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453	9 289 453
II. KÖVETELÉSEK	621 147 278	627 358 750	633 632 338	633 632 338	633 632 338
Vevők	373 835 817	377 574 175	381 349 917	381 349 917	381 349 917
Egyéb követelések	247 174 088	249 645 829	252 142 288	252 142 288	252 142 288
III. ÉRTÉKPAPÍROK	1 910 325 584	1 929 428 839	1 948 723 128	1 948 723 128	1 948 723 128
IV. PÉNZESZKÖZÖK	887 370 732	976 107 806	1 073 718 586	1 073 718 586	1 073 718 586
C. Aktív időbeli elhatárolások	3 285 680	3 367 822	3 452 018	3 452 018	3 452 018
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	19 069 096 450	19 156 277 928	19 186 629 730	19 186 629 730	19 186 629 730

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	16 608 027 531	16 629 748 349	16 637 308 982	16 637 308 982	16 637 308 982
I. JEGYZETT TŐKE	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670	4 484 474 670
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	0	0	0	0	0
III. ÁTÉRTÉKELESBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796	6 629 800 796
IV. TARTALÉKOK	1 839 326 288	1 977 275 760	2 125 571 442	2 125 571 442	2 125 571 442
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	761 981 585	704 832 966	651 970 494	651 970 494	651 970 494
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	2 892 444 191	2 833 364 157	2 745 491 580	2 745 491 580	2 745 491 580
E. Céltartalékok	1 051 649 805	1 077 941 051	1 104 889 577	1 104 889 577	1 104 889 577
F. Kötelezettségek (I.+II.)	1 140 296 873	1 179 466 288	1 220 594 173	1 220 594 173	1 220 594 173
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	783 388 292	822 557 707	863 685 592	863 685 592	863 685 592
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	356 908 581	356 908 581	356 908 581	356 908 581	356 908 581
G. Passzív időbeli elhatárolások	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998	223 836 998
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	19 069 096 450	19 156 277 928	19 186 629 730	19 186 629 730	19 186 629 730

4. Melléklet: Realista szemléletű eredménykimutatás-Hidroelectrica

A tétel megnevezése	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	3 841 442 936	6 668 125 381	7 354 942 295	8 458 183 640	9 304 002 003	10 048 322 164
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	35 326 056	39 257 537	43 626 559	48 481 813	53 877 416	56 875 459
Üzemi (üzleti) bevétel	3 876 768 992	6 707 382 918	7 398 568 854	8 506 665 453	9 357 879 419	10 105 197 622
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	339 393 640	787 068 700	1 326 420 190	1 485 590 613	1 663 861 486	1 763 693 176
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	16 933 373	42 333 433	84 666 865	94 826 889	106 206 115	112 578 482
Energia fogyasztás ráfordításai	307 076 999	706 277 098	1 164 836 985	1 304 617 423	1 461 171 514	1 548 841 805
Áruk ráfordításai	15 383 268	38 458 170	76 916 340	86 146 301	96 483 857	102 272 888
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	500 354 532	574 125 478	674 517 587	728 478 994	786 757 313	818 227 606
Értécsökkenési leírás	989 077 034	1 026 120 964	1 104 423 007	1 145 786 993	1 188 700 185	1 188 700 185
Egyéb üzemi ráfordítások	233 976 828	584 942 070	781 991 564	843 838 002	910 575 775	946 583 752
Üzemi (üzleti) ráfordítás	2 183 081 034	2 972 257 212	3 887 352 348	4 203 694 602	4 549 894 759	4 717 204 718
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	1 693 687 958	3 735 125 707	3 511 216 506	4 302 970 851	4 807 984 660	5 387 992 905
Bevételek árfolyamkülönbözetekből	0	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693
Pénzügyi műveletek ráfordításai	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	1 773 564 076	3 815 001 825	3 591 092 624	4 382 846 969	4 887 860 778	5 467 869 023
Adófizetési kötelezettség	330 397 323	652 365 312	614 076 839	749 466 832	835 824 193	935 005 603
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	1 443 166 753	3 162 636 513	2 977 015 785	3 633 380 138	4 052 036 585	4 532 863 420
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	1 443 166 753	3 162 636 513	2 977 015 785	3 633 380 138	4 052 036 585	4 532 863 420

A tétel megnevezése	2026	2027	2028	2029	2030
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	10 852 187 937	11 720 362 972	12 657 992 010	12 657 992 010	12 657 992 010
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	60 040 330	63 381 312	66 908 205	66 908 205	66 908 205
Üzemi (üzleti) bevétel	10 912 228 266	11 783 744 284	12 724 900 214	12 724 900 214	12 724 900 214
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	1 869 514 766	1 981 685 652	2 100 586 791	2 100 586 791	2 100 586 791
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	119 333 191	126 493 183	134 082 774	134 082 774	134 082 774
Energia fogyasztás ráfordításai	1 641 772 313	1 740 278 652	1 844 695 371	1 844 695 371	1 844 695 371
Áruk ráfordításai	108 409 262	114 913 817	121 808 646	121 808 646	121 808 646
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	850 956 710	884 994 979	920 394 778	920 394 778	920 394 778
Értékcsökkenési leírás	1 188 700 185	1 188 700 185	1 188 700 185	1 188 700 185	1 188 700 185
Egyéb üzemi ráfordítások	984 015 635	1 022 927 731	1 063 378 575	1 063 378 575	1 063 378 575
Üzemi (üzleti) ráfordítás	4 893 187 296	5 078 308 547	5 273 060 328	5 273 060 328	5 273 060 328
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	6 019 040 971	6 705 435 737	7 451 839 886	7 451 839 886	7 451 839 886
Bevételek árfolyamkülönbsözetekből	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693
Pénzügyi műveletek ráfordításai	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	6 098 917 089	6 785 311 855	7 531 716 004	7 531 716 004	7 531 716 004
Adófizetési kötelezettség	1 042 914 822	1 160 288 327	1 287 923 437	1 287 923 437	1 287 923 437
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	5 056 002 266	5 625 023 528	6 243 792 567	6 243 792 567	6 243 792 567
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	5 056 002 266	5 625 023 528	6 243 792 567	6 243 792 567	6 243 792 567

(Forrás: Saját szerkesztés)

5. Melléklet: Realista szemléletű eredménykimutatás-Hidroelectrica

A tétel megnevezése	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	3 841 442 936	7 298 741 578	8 393 552 815	9 652 585 737	11 100 473 598	12 210 520 958
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	35 326 056	40 624 964	46 718 709	53 726 515	61 785 493	66 419 405
Üzemi (üzleti) bevétel	3 876 768 992	7 339 366 543	8 440 271 524	9 706 312 253	11 162 259 091	12 276 940 363
Anyag jellegű ráfordítások	339 393 640	695 793 271	765 372 598	841 909 858	926 100 844	972 405 886
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	16 933 373	18 626 710	20 489 381	22 538 319	24 792 151	26 031 759
Energia fogyasztás ráfordításai	307 076 999	644 861 698	709 347 868	780 282 654	858 310 920	901 226 466
Áruk ráfordításai	15 383 268	32 304 863	35 535 349	39 088 884	42 997 772	45 147 661
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	500 354 532	651 423 321	749 136 819	861 507 342	990 733 443	1 089 806 788
Értékcsökkenési leírás	989 077 034	1 048 421 656	1 111 326 955	1 178 006 573	1 248 686 967	1 286 147 576
Egyéb üzemi ráfordítások	233 976 828	491 351 339	515 918 906	541 714 851	568 800 594	583 020 608
Üzemi (üzleti) ráfordítás	2 183 081 034	2 886 989 587	3 141 755 278	3 423 138 624	3 734 321 848	3 931 380 858
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	1 693 687 958	4 452 376 956	5 298 516 246	6 283 173 629	7 427 937 243	8 345 559 504
Bevételek árfolyamkülönbözetekből	0	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693
Pénzügyi műveletek ráfordításai	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	1 773 564 076	4 532 253 074	5 378 392 364	6 363 049 747	7 507 813 361	8 425 435 622
Adófizetési kötelezettség	330 397 323	775 015 276	919 705 094	1 088 081 507	1 283 836 085	1 440 749 491
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	1 443 166 753	3 757 237 798	4 458 687 270	5 274 968 240	6 223 977 276	6 984 686 131
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	1 443 166 753	3 757 237 798	4 458 687 270	5 274 968 240	6 223 977 276	6 984 686 131

(Forrás: Saját szerkesztés)

A tétel megnevezése	2026	2027	2028	2029	2030
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	13 431 573 054	14 774 730 359	16 252 203 395	16 252 203 395	16 252 203 395
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	71 400 860	76 755 925	82 512 619	82 512 619	82 512 619
Üzemi (üzleti) bevétel	13 502 973 914	14 851 486 284	16 334 716 014	16 334 716 014	16 334 716 014
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	1 021 026 180	1 072 077 489	1 125 681 364	1 125 681 364	1 125 681 364
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	27 333 347	28 700 014	30 135 015	30 135 015	30 135 015
Energia fogyasztás ráfordításai	946 287 789	993 602 179	1 043 282 288	1 043 282 288	1 043 282 288
Áruk ráfordításai	47 405 044	49 775 296	52 264 061	52 264 061	52 264 061
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	1 198 787 466	1 318 666 213	1 450 532 834	1 450 532 834	1 450 532 834
Értékcsökkenési leírás	1 324 732 003	1 364 473 963	1 405 408 182	1 405 408 182	1 405 408 182
Egyéb üzemi ráfordítások	597 596 124	612 536 027	627 849 427	627 849 427	627 849 427
Üzemi (üzleti) ráfordítás	4 142 141 774	4 367 753 692	4 609 471 808	4 609 471 808	4 609 471 808
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	9 360 832 140	10 483 732 591	11 725 244 206	11 725 244 206	11 725 244 206
Bevételek árfolyamkülönbözetekből	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693
Pénzügyi műveletek ráfordításai	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	9 440 708 258	10 563 608 709	11 805 120 324	11 805 120 324	11 805 120 324
Adófizetési kötelezettség	1 614 361 112	1 806 377 089	2 018 675 575	2 018 675 575	2 018 675 575
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	7 826 347 146	8 757 231 620	9 786 444 749	9 786 444 749	9 786 444 749
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	7 826 347 146	8 757 231 620	9 786 444 749	9 786 444 749	9 786 444 749

6. Melléklet: Pesszimista szemléletű eredménykimutatás-Hidroelectrica

A tétel megnevezése	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	3 841 442 936	6 530 452 991	7 052 889 230	7 617 120 369	8 226 489 998	8 637 814 498
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	35 326 056	36 385 838	37 477 413	38 601 735	39 759 787	40 356 184
Üzemi (üzleti) bevétel	3 876 768 992	6 566 838 829	7 090 366 643	7 655 722 104	8 266 249 786	8 678 170 682
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	339 393 640	848 484 100	1 252 528 249	1 565 660 312	1 957 075 390	2 201 709 813
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	16 933 373	42 333 433	52 916 791	66 145 988	82 682 485	93 017 796
Energia fogyasztás ráfordításai	307 076 999	767 692 498	1 151 538 746	1 439 423 433	1 799 279 291	2 024 189 202
Áruk ráfordításai	15 383 268	38 458 170	48 072 713	60 090 891	75 113 613	84 502 815
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	500 354 532	575 407 712	661 718 869	760 976 699	875 123 204	953 884 292
Értékcsökkenési leírás	989 077 034	1 028 640 115	1 069 785 720	1 112 577 149	1 157 080 235	1 180 221 839
Egyéb üzemi ráfordítások	233 976 828	584 942 070	701 930 484	772 123 532	849 335 886	891 802 680
Üzemi (üzleti) ráfordítás	2 183 081 034	3 037 473 997	3 685 963 322	4 211 337 692	4 838 614 714	5 227 618 625
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	1 693 687 958	3 529 364 832	3 404 403 321	3 444 384 412	3 427 635 072	3 450 552 058
Bevételek árfolyamkülönbözeteiből	0	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693
Pénzügyi műveletek ráfordításai	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	1 773 564 076	3 609 240 950	3 484 279 439	3 524 260 530	3 507 511 190	3 530 428 176
Adófizetési kötelezettség	330 397 323	617 180 202	595 811 784	602 648 551	599 784 413	603 703 218
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	1 443 166 753	2 992 060 747	2 888 467 655	2 921 611 980	2 907 726 777	2 926 724 958
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	1 443 166 753	2 992 060 747	2 888 467 655	2 921 611 980	2 907 726 777	2 926 724 958

A tétel megnevezése	2026	2027	2028	2029	2030
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	9 069 705 223	9 523 190 484	9 999 350 009	9 999 350 009	9 999 350 009
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	40 961 527	41 575 950	42 199 589	42 199 589	42 199 589
Üzemi (üzleti) bevétel	9 110 666 750	9 564 766 434	10 041 549 598	10 041 549 598	10 041 549 598
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	2 476 923 540	2 786 538 983	3 134 856 355	3 134 856 355	3 134 856 355
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	104 645 021	117 725 648	132 441 354	132 441 354	132 441 354
Energia fogyasztás ráfordításai	2 277 212 853	2 561 864 459	2 882 097 517	2 882 097 517	2 882 097 517
Áruk ráfordításai	95 065 667	106 948 875	120 317 485	120 317 485	120 317 485
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	1 039 733 878	1 133 309 927	1 235 307 821	1 235 307 821	1 235 307 821
Értékcsökkenési leírás	1 203 826 276	1 227 902 802	1 252 460 858	1 252 460 858	1 252 460 858
Egyéb üzemi ráfordítások	980 982 948	1 079 081 243	1 186 989 367	1 186 989 367	1 186 989 367
Üzemi (üzleti) ráfordítás	5 701 466 642	6 226 832 954	6 809 614 401	6 809 614 401	6 809 614 401
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	3 409 200 108	3 337 933 480	3 231 935 197	3 231 935 197	3 231 935 197
Bevételek árfolyamkülönbözeteiből	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693	82 240 693
Pénzügyi műveletek ráfordításai	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118	79 876 118
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	3 489 076 226	3 417 809 598	3 311 811 315	3 311 811 315	3 311 811 315
Adófizetési kötelezettség	596 632 035	584 445 441	566 319 735	566 319 735	566 319 735
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	2 892 444 191	2 833 364 157	2 745 491 580	2 745 491 580	2 745 491 580
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	2 892 444 191	2 833 364 157	2 745 491 580	2 745 491 580	2 745 491 580

(Forrás: Saját szerkesztés)

7. Melléklet: Realista szemléletű Cash-Flow-Hidroelectrica

	2021	2022	2023	2024	2025
Mérleg sz. Erdm.	3 162 636 513	2 977 015 785	3 633 380 138	4 052 036 585	4 532 863 420
Amortizáció	1 026 120 964	1 104 423 007	1 145 786 993	1 188 700 185	1 188 700 185
Immat .javak ÁV	-6 587	-6 600	-6 613	-6 626	-3 319
Tárgyi eszk. ÁV	571 185 647	547 671 309	525 124 999	503 506 867	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-1 026 120 964	-1 104 423 007	-1 145 786 993	-1 188 700 185	-1 188 700 185
Bef. Pü.eszk. ÁV	0	0	0	0	0
Készletek ÁV	-677 303	-684 993	-692 771	-700 637	-354 296
Követelések ÁV	13 194 199	12 884 732	12 582 523	12 287 402	5 999 602
Értékpapírok ÁV	-133 443 628	-143 736 385	-154 823 042	-166 764 833	-89 813 859
Aktív id. Elhat. ÁV	-176 445	-188 545	-201 475	-215 292	-115 028
Jegyzett tőke ÁV	0	0	0	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	0
Rövid lej. Köt. ÁV	3 700	3 700	3 700	3 700	1 850
Passzív id. Elhat. ÁV	6 590 115	6 784 138	6 983 874	7 189 490	3 700 580
Nettó Cash flow	3 619 306 212	3 399 743 141	4 022 351 334	4 407 336 657	4 452 278 950

	2026	2027	2028	2029	2030
Mérleg sz. Erdm.	5 056 002 266	5 625 023 528	6 243 792 567	6 243 792 567	6 243 792 567
Amortizáció	1 188 700 185	1 188 700 185	1 188 700 185	1 188 700 185	1 188 700 185
Immat. javak ÁV	-3 323	-3 326	-3 329	0	0
Tárgyi eszk. ÁV	0	0	0	0	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-1 188 700 185	-1 188 700 185	-1 188 700 185	-1 188 700 185	-1 188 700 185
Bef. Pü.eszk. ÁV	0	0	0	0	0
Készletek ÁV	-356 307	-358 330	-360 364	0	0
Követelések ÁV	5 929 242	5 859 708	5 790 988	0	0
Értékpapírok ÁV	-93 277 614	-96 874 953	-100 611 026	0	0
Aktív id. Elhat. ÁV	-118 972	-123 052	-127 271	0	0
Jegyzett tőke ÁV	0	0	0	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	0
Rövid lej. Köt. ÁV	1 850	1 850	1 850	0	0
Passzív id. Elhat. ÁV	3 755 056	3 810 333	3 866 424	0	0
Nettó Cash flow	4 971 932 198	5 537 335 758	6 152 349 839	6 243 792 567	6 243 792 567

(Forrás: Saját szerkesztés)

8. Melléklet: Optimista szemléletű Cash-Flow-Hidroelectrica

	2021	2022	2023	2024	2025
Mérleg sz. Erdm.	3 757 237 798	4 458 687 270	5 274 968 240	6 223 977 276	6 984 686 131
Amortizáció	1 048 421 656	1 111 326 955	1 178 006 573	1 248 686 967	1 286 147 576
Immat. javak ÁV	-167 820	-176 211	-185 022	-194 273	-81 595
Tárgyi eszk. ÁV	0	0	0	0	-693 732 136
Tárgyi eszk. ÁV écs	-1 048 421 656	-1 111 326 955	-1 178 006 573	-1 248 686 967	-1 286 147 576
Bef. Pü.eszk. ÁV	-1 733 493	-1 820 167	-1 911 176	-2 006 735	-842 829
Készletek ÁV	-4 175 649	-4 467 945	-4 780 701	-5 115 350	-2 736 712
Követelések ÁV	0	0	0	0	0
Értékpapírok ÁV	-173 007 112	-190 307 824	-209 338 606	-230 272 466	-126 649 857
Aktív id. Elhat. ÁV	-385 933	-443 823	-510 396	-586 955	-337 499
Jegyzett tőke ÁV	0	0	0	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	-35 527 814
Rövid lej. Köt. ÁV	3 700	3 700	3 700	3 700	0
Passzív id. Elhat. ÁV	0	0	0	0	0
Nettó Cash flow	3 577 771 491	4 261 475 000	5 058 246 040	5 985 805 197	6 124 777 690

	2026	2027	2028	2029	2030
Mérleg sz. Erdm.	7 826 347 146	8 757 231 620	9 786 444 749	9 786 444 749	9 786 444 749
Amortizáció	1 324 732 003	1 364 473 963	1 405 408 182	1 405 408 182	1 405 408 182
Immat. javak ÁV	-83 227	-84 891	-86 589	0	0
Tárgyi eszk. ÁV	-728 418 743	-764 839 680	-803 081 664	0	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-1 324 732 003	-1 364 473 963	-1 405 408 182	-1 405 408 182	-1 405 408 182
Bef. Pü.eszk. ÁV	-859 685	-876 879	-894 416	0	0
Készletek ÁV	-2 832 497	-2 931 634	-3 034 242	0	0
Követelések ÁV	0	0	0	0	0
Értékpapírok ÁV	-132 982 349	-139 631 467	-146 613 040	0	0
Aktív id. Elhat. ÁV	-362 812	-390 023	-419 274	0	0
Jegyzett tőke ÁV	0	0	0	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	-33 751 423	-32 063 852	-30 460 659	0	0
Rövid lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	0
Passzív id. Elhat. ÁV	0	0	-45 285 243	0	0
Nettó Cash flow	6 927 056 410	7 816 413 194	8 756 569 620	9 786 444 749	9 786 444 749

(Forrás: Saját szerkesztés)

9. Melléklet: Pesszimista szemléletű Cash-Flow-Hidroelectrica

	2021	2022	2023	2024	2025
Mérleg sz. Erdm.	2 992 060 747	2 888 467 655	2 921 611 980	2 907 726 777	2 926 724 958
Amortizáció	1 028 640 115	1 069 785 720	1 112 577 149	1 157 080 235	1 180 221 839
Immat .javak ÁV	0	0	0	0	0
Tárgyi eszk. ÁV	554 985 709	532 786 281	511 474 829	491 015 836	235 687 601
Tárgyi eszk. ÁV écs	-1 028 640 115	-1 069 785 720	-1 112 577 149	-1 157 080 235	-1 180 221 839
Bef. Pü.eszk. ÁV	0	0	0	0	1 733 493
Készletek ÁV	0	0	0	0	0
Követelések ÁV	-11 250 742	-11 475 756	-11 705 271	-11 939 377	-6 089 082
Értékpapírok ÁV	-34 601 422	-35 293 451	-35 999 320	-36 719 306	-18 726 846
Aktív id. Elhat. ÁV	-128 644	-135 076	-141 830	-148 922	-78 184
Jegyzett tőke ÁV	0	0	0	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	35 527 814
Rövid lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	0
Passzív id. Elhat. ÁV	0	0	0	0	0
Nettó Cash flow	3 501 065 648	3 374 349 652	3 385 240 387	3 349 935 008	3 174 779 753

	2026	2027	2028	2029	2030
Mérleg sz. Erdm.	2 892 444 191	2 833 364 157	2 745 491 580	2 745 491 580	2 745 491 580
Amortizáció	1 203 826 276	1 227 902 802	1 252 460 858	1 252 460 858	1 252 460 858
Immat. javak ÁV	0	0	0	0	0
Tárgyi eszk. ÁV	230 973 849	226 354 372	221 827 285	0	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-1 203 826 276	-1 227 902 802	-1 252 460 858	-1 252 460 858	-1 252 460 858
Bef. Pü.eszk. ÁV	1 646 818	1 564 477	1 486 253	0	0
Készletek ÁV	0	0	0	0	0
Követelések ÁV	-6 149 973	-6 211 473	-6 273 588	0	0
Értékpapírok ÁV	-18 914 115	-19 103 256	-19 294 288	0	0
Aktív id. Elhat. ÁV	-80 139	-82 142	-84 196	0	0
Jegyzett tőke ÁV	0	0	0	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	37 304 204	39 169 415	41 127 885	0	0
Rövid lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	0
Passzív id. Elhat. ÁV	0	0	0	0	0
Nettó Cash flow	3 137 224 837	3 075 055 550	2 984 280 932	2 745 491 580	2 745 491 580

(Forrás: Saját szerkesztés)

10. Melléklet: Realista Szemléletű mérleg-Nuclearelectrica

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	5 995 541 880	5 715 093 289	5 448 324 212	5 194 563 343	4 953 173 099	4 952 199 316
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	53 469 174	48 663 194	44 289 190	40 308 336	36 685 294	35 036 598
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	5 794 727 841	5 517 782 304	5 254 072 735	5 002 966 552	4 763 861 404	4 763 861 404
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	146 723 632	148 026 558	149 341 054	150 667 223	152 005 168	152 680 082
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	621 233	621 233	621 233	621 233	621 233	621 233
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	2 835 215 876	3 570 371 402	4 048 153 071	4 764 249 619	5 353 642 658	5 692 847 595
I. KÉSZLETEK	440 240 185	460 247 017	481 163 064	503 029 647	525 889 962	537 839 566
Nyers és fogyóanyag	361 093 866	377 503 872	394 659 636	412 595 047	431 345 538	441 146 844
Késztermék és áruk	56 581 205	65 539 541	75 916 223	87 935 816	101 858 435	109 921 908
II. KÖVETELÉSEK	227 025 851	247 146 746	269 050 921	292 896 423	318 855 310	332 985 098
Vevők	157 946 251	169 074 744	180 987 323	193 739 232	207 389 608	214 695 682
Egyéb követelések	64 447 088	73 698 851	84 278 759	96 377 476	110 213 036	118 123 904
III. ÉRTÉKPAPÍROK	2 046 940 000	2 328 969 998	2 649 858 447	3 014 959 315	3 430 364 246	3 666 684 221
IV. PÉNZESZKÖZÖK	121 009 840	122 549 077	124 107 893	125 686 538	127 285 262	128 094 792
C. Aktív időbeli elhatárolások	7 746 644	7 641 843	7 538 460	7 436 475	7 335 870	7 286 249
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	8 838 504 400	9 293 106 534	9 504 015 743	9 966 249 438	10 314 151 627	10 652 333 160

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	7 514 245 928	7 969 730 069	8 142 090 606	8 530 431 243	8 771 144 173	9 039 265 501
I. JEGYZETT TŐKE	3 016 438 940	3 016 764 188	3 017 089 471	3 017 414 788	3 017 740 141	3 017 902 835
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	236 666 546	221 528 220	207 358 214	194 094 589	181 679 369	175 868 828
IV. TARTALÉKOK	231 650 794	243 725 056	256 428 661	269 794 412	283 856 822	291 254 512
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	2 863 562 670	2 795 695 636	2 729 437 065	2 664 748 836	2 601 593 732	2 570 764 574
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	699 322 229	1 660 542 821	1 900 303 048	2 352 904 469	2 654 799 961	2 952 000 604
E. Céltartalékok	340 312 211	402 485 592	476 017 746	562 983 867	665 838 273	726 660 975
F. Kötelezettségek (I.+II.)	885 933 746	832 502 647	806 142 871	800 796 962	812 055 621	824 395 111
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	357 005 480	264 177 659	195 486 735	144 656 682	107 043 353	93 126 758
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	528 928 266	568 324 987	610 656 136	656 140 280	705 012 267	731 268 353
G. Passzív időbeli elhatárolások	92 573 194	82 948 906	74 325 198	66 598 046	59 674 240	56 572 251
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	8 838 504 400	9 293 106 534	9 504 015 743	9 966 249 438	10 314 151 627	10 652 333 160

	2026	2027	2028	2029	2030
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	4 951 302 626	4 950 479 710	4 949 727 402	4 949 727 402	4 949 727 402
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	33 461 997	31 958 161	30 521 910	30 521 910	30 521 910
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	4 763 861 404	4 763 861 404	4 763 861 404	4 763 861 404	4 763 861 404
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	153 357 992	154 038 912	154 722 855	154 722 855	154 722 855
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	621 233	621 233	621 233	621 233	621 233
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	6 063 758 027	6 468 354 261	6 908 817 428	6 908 817 428	6 908 817 428
I. KÉSZLETEK	550 060 697	562 559 524	575 342 357	575 342 357	575 342 357
Nyers és fogyóanyag	451 170 862	461 422 651	471 907 388	471 907 388	471 907 388
Késztermék és áruk	118 623 714	128 014 386	138 148 456	138 148 456	138 148 456
II. KÖVETELÉSEK	347 741 035	363 150 868	379 243 575	379 243 575	379 243 575
Vevők	222 259 139	230 089 048	238 194 794	238 194 794	238 194 794
Egyéb követelések	126 602 599	135 689 877	145 429 421	145 429 421	145 429 421
III. ÉRTÉKPAPÍROK	3 919 284 430	4 189 286 427	4 477 889 034	4 477 889 034	4 477 889 034
IV. PÉNZESZKÖZÖK	128 909 471	129 729 331	130 554 405	130 554 405	130 554 405
C. Aktív időbeli elhatárolások	7 236 962	7 188 009	7 139 388	7 139 388	7 139 388
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	11 022 297 615	11 426 021 980	11 865 684 218	11 865 684 218	11 865 684 218

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	9 330 665 387	9 647 020 479	9 990 129 666	9 990 129 666	9 990 129 666
I. JEGYZETT TŐKE	3 018 065 538	3 018 228 250	3 018 390 970	3 018 390 970	3 018 390 970
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	170 244 121	164 799 307	159 528 630	159 528 630	159 528 630
IV. TARTALÉKOK	298 844 996	306 633 298	314 624 574	314 624 574	314 624 574
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	2 540 300 745	2 510 197 916	2 480 451 808	2 480 451 808	2 480 451 808
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	3 271 735 839	3 615 687 561	3 985 659 536	3 985 659 536	3 985 659 536
E. Céltartalékok	793 039 683	865 481 924	944 541 587	944 541 587	944 541 587
F. Kötelezettségek (I.+II.)	839 521 714	857 236 622	877 372 966	877 372 966	877 372 966
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	81 019 446	70 486 192	61 322 356	61 322 356	61 322 356
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	758 502 268	786 750 430	816 050 610	816 050 610	816 050 610
G. Passzív időbeli elhatárolások	53 631 510	50 843 634	48 200 678	48 200 678	48 200 678
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	11 022 297 615	11 426 021 980	11 865 684 218	11 865 684 218	11 865 684 218

(Forrás: Saját Szerkesztés)

11. Melléklet: Optimista szemléletű mérleg-Nuclearelectrica

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	5 995 541 880	6 315 355 696	6 630 089 030	6 960 559 031	7 307 552 532	7 489 724 120
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	53 469 174	56 142 633	58 949 764	61 897 253	64 992 115	66 616 918
Imm.javak értékhelyesbítése						
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	5 794 727 841	6 084 464 233	6 388 687 445	6 708 121 817	7 043 527 908	7 219 616 105
Tárgyi eszk. Értékhelyesbítése						
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	146 723 632	154 059 814	161 762 804	169 850 944	178 343 492	182 802 079
Bef. Pénzü. Eszk. Értékhelyesbítése						
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	621 233	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	2 835 215 876	3 444 472 856	3 768 697 238	4 201 370 305	4 753 760 840	5 197 852 112
I. KÉSZLETEK	440 240 185	475 459 400	513 496 152	554 575 844	598 941 911	622 899 588
Nyers és fogyóanyag	361 093 866	379 148 559	398 105 987	418 011 287	438 911 851	449 884 647
Késztermék és áruk	56 581 205	67 897 446	81 476 935	97 772 322	117 326 787	129 059 465
II. KÖVETELÉSEK	227 025 851	247 146 746	269 050 921	292 896 423	318 855 310	332 985 098
Vevők	157 946 251	169 074 744	180 987 323	193 739 232	207 389 608	214 695 682
Egyéb követelések	64 447 088	73 698 851	84 278 759	96 377 476	110 213 036	118 123 904
III. ÉRTÉKPAPÍROK	2 046 940 000	2 415 389 200	2 850 159 256	3 363 187 922	3 968 561 748	4 325 732 305
IV. PÉNZESZKÖZÖK	121 009 840	128 270 430	135 966 656	144 124 656	152 772 135	157 355 299
C. Aktív időbeli elhatárolások	7 746 644	8 056 510	8 378 770	8 713 921	9 062 478	9 243 727
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	8 838 504 400	9 767 885 062	10 407 165 038	11 170 643 257	12 070 375 849	12 696 819 959

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	7 514 245 928	8 389 149 325	8 973 114 146	9 643 928 358	10 414 790 391	10 958 327 870
I. JEGYZETT TŐKE	3 016 438 940	3 046 603 329	3 077 069 363	3 107 840 056	3 138 918 457	3 154 613 049
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148
III. ÁTÉRTÉKELESBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	236 666 546	236 666 546	236 666 546	236 666 546	236 666 546	236 666 546
IV. TARTALÉKOK	231 650 794	254 815 873	280 297 461	308 327 207	339 159 927	356 117 924
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	2 863 562 670	2 863 562 670	2 863 562 670	2 863 562 670	2 863 562 670	2 863 562 670
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	699 322 229	1 956 026 759	2 484 043 959	3 096 057 731	3 805 008 643	4 315 893 533
E. Céltartalékok	340 312 211	408 374 653	490 049 584	588 059 501	705 671 401	776 238 541
F. Kötelezettségek (I.+II.)	885 933 746	832 502 647	806 142 871	800 796 962	812 055 621	824 395 111
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	357 005 480	264 177 659	195 486 735	144 656 682	107 043 353	93 126 758
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	528 928 266	568 324 987	610 656 136	656 140 280	705 012 267	731 268 353
G. Passzív időbeli elhatárolások	92 573 194	92 573 194	92 573 194	92 573 194	92 573 194	92 573 194
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	8 838 504 400	9 767 885 062	10 407 165 038	11 170 643 257	12 070 375 849	12 696 819 959

	2026	2027	2028	2029	2030
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	7 676 449 997	7 867 844 022	8 064 022 897	8 064 022 897	8 064 022 897
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	68 282 341	69 989 400	71 739 135	71 739 135	71 739 135
Imm.javak értékhelyesbítése				0	0
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	7 400 106 508	7 585 109 171	7 774 736 900	7 774 736 900	7 774 736 900
Tárgyi eszk. Értékhelyesbítése				0	0
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	187 372 131	192 056 434	196 857 845	196 857 845	196 857 845
Bef. Pénzü. Eszk. Értékhelyesbítése				0	0
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	5 700 287 861	6 266 752 203	6 858 270 762	6 858 270 762	6 858 270 762
I. KÉSZLETEK	647 815 571	673 728 194	700 677 322	700 677 322	700 677 322
Nyers és fogyóanyag	461 131 763	472 660 057	484 476 559	484 476 559	484 476 559
Késztermék és áruk	141 965 412	156 161 953	171 778 148	171 778 148	171 778 148
II. KÖVETELÉSEK	347 741 035	363 150 868	379 243 575	379 243 575	379 243 575
Vevők	222 259 139	230 089 048	238 194 794	238 194 794	238 194 794
Egyéb követelések	126 602 599	135 689 877	145 429 421	145 429 421	145 429 421
III. ÉRTÉKPAPÍROK	4 715 048 213	5 139 402 552	5 601 948 782	5 601 948 782	5 601 948 782
IV. PÉNZESZKÖZÖK	162 075 958	166 938 237	171 946 384	171 946 384	171 946 384
C. Aktív időbeli elhatárolások	9 428 602	9 617 174	9 809 517	9 809 517	9 809 517
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	13 386 166 460	14 144 213 399	14 932 103 176	14 932 103 176	14 932 103 176

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	11 554 923 915	12 209 869 705	12 928 983 518	12 928 983 518	12 928 983 518
I. JEGYZETT TŐKE	3 170 386 114	3 186 238 045	3 202 169 235	3 202 169 235	3 202 169 235
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	236 666 546	236 666 546	236 666 546	236 666 546	236 666 546
IV. TARTALÉKOK	373 923 820	392 620 011	412 251 012	412 251 012	412 251 012
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	2 863 562 670	2 863 562 670	2 863 562 670	2 863 562 670	2 863 562 670
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	4 878 910 616	5 499 308 285	6 182 859 907	6 182 859 907	6 182 859 907
E. Céltartalékok	853 862 395	939 248 634	1 033 173 498	1 033 173 498	1 033 173 498
F. Kötelezettségek (I.+II.)	839 521 714	857 236 622	877 372 966	877 372 966	877 372 966
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	81 019 446	70 486 192	61 322 356	61 322 356	61 322 356
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	758 502 268	786 750 430	816 050 610	816 050 610	816 050 610
G. Passzív időbeli elhatárolások	92 573 194	92 573 194	92 573 194	92 573 194	92 573 194
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	13 386 166 460	14 144 213 399	14 932 103 176	14 932 103 176	14 932 103 176

(Forrás: Saját Szerkesztés)

12. Melléklet: Pesszimista szemléletű mérleg-Nuclearelectrica

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	5 995 541 880	5 875 385 368	5 738 580 951	5 605 112 500	5 474 898 208	5 403 579 365
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	53 469 174	51 066 184	48 771 188	46 579 333	44 485 983	43 486 347
Imm.javak érték helyesbítése						
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	5 794 727 841	5 656 255 073	5 521 091 296	5 389 157 439	5 260 376 318	5 197 524 455
Tárgyi eszk. Érték helyesbítése						
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	146 723 632	147 375 095	148 029 450	148 686 711	149 346 890	141 879 546
Bef. Pénzü. Eszk. Érték helyesbítése						
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	621 233	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	2 835 215 876	3 502 157 760	3 825 955 835	4 171 583 640	4 539 887 051	4 787 379 688
I. KÉSZLETEK	440 240 185	456 735 328	473 848 520	491 602 917	510 022 545	510 022 545
Nyers és fogyóanyag	361 093 866	369 298 869	377 690 311	386 272 430	395 049 556	399 537 839
Késztermék és áruk	56 581 205	61 060 373	65 894 127	71 110 539	76 739 900	79 777 401
II. KÖVETELÉSEK	227 025 851	237 086 299	247 592 566	258 564 410	270 022 460	276 005 362
Vevők	157 946 251	163 510 498	169 270 766	175 233 961	181 407 232	184 602 605
Egyéb követelések	64 447 088	69 072 969	74 030 887	79 344 674	85 039 874	88 091 869
III. ÉRTÉKPAPÍROK	2 046 940 000	2 187 954 999	2 338 684 611	2 499 798 081	2 672 010 761	2 764 049 022
IV. PÉNZESZKÖZÖK	121 009 840	121 779 459	122 553 972	123 333 411	124 117 808	124 512 500
C. Aktív időbeli elhatárolások	7 746 644	7 694 244	7 642 197	7 590 503	7 539 159	7 513 661
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	8 838 504 400	9 385 237 372	9 572 178 984	9 784 286 643	10 022 324 418	10 198 472 714

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	7 514 245 928	8 021 573 981	8 199 098 927	8 392 443 037	8 602 753 785	8 737 169 765
I. JEGYZETT TŐKE	3 016 438 940	3 016 601 564	3 016 764 196	3 016 926 838	3 017 089 488	3 017 170 818
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148
III. ÁTÉRTÉKELESBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	236 666 546	229 097 383	221 770 300	214 677 554	207 811 652	204 488 495
IV. TARTALÉKOK	231 650 794	237 687 925	243 882 392	250 238 295	256 759 841	260 105 594
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	2 863 562 670	2 829 629 153	2 796 097 752	2 762 963 701	2 730 222 293	2 714 045 583
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	699 322 229	1 677 083 808	1 889 110 140	2 116 162 501	2 359 396 363	2 509 885 128
E. Céltartalékok	340 312 211	371 398 901	405 325 285	442 350 762	482 758 425	504 807 827
F. Kötelezettségek (I.+II.)	885 933 746	859 218 196	839 270 478	825 333 408	816 752 814	838 379 183
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	357 005 480	310 591 570	270 211 884	235 081 918	204 519 163	214 745 121
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	528 928 266	548 626 627	569 058 594	590 251 489	612 233 651	623 634 062
G. Passzív időbeli elhatárolások	92 573 194	87 761 050	83 199 051	78 874 194	74 774 152	72 830 695
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	8 838 504 400	9 385 237 372	9 572 178 984	9 784 286 643	10 022 324 418	10 198 472 714

	2026	2027	2028	2029	2030
A. Befektetett eszközök (I.+II.+III.)	5 333 407 318	5 264 353 918	5 196 392 074	5 196 392 074	5 196 392 074
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	42 509 174	41 553 959	40 620 208	40 620 208	40 620 208
Imm.javak értékhelyesbítése				0	0
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	5 135 423 558	5 074 064 652	5 013 438 873	5 013 438 873	5 013 438 873
Tárgyi eszk. Értékhelyesbítése				0	0
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGY ESZKÖZÖK	134 785 569	128 046 290	121 643 976	121 643 976	121 643 976
Bef. Pénzü. Eszk. Értékhelyesbítése				0	0
AZ ÁTVETT ESZKÖZÖK HASZNÁLATÁRA VONATKOZÓ JOGOK	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017	20 689 017
B. Forgóeszközök (I.+II.+III.+IV.)	5 030 581 306	5 280 045 917	5 490 687 591	5 490 687 591	5 490 687 591
I. KÉSZLETEK	510 022 545	510 022 545	510 022 545	510 022 545	510 022 545
Nyers és fogyóanyag	404 077 114	408 667 962	413 310 968	413 310 968	413 310 968
Késztermék és áruk	82 935 131	86 217 850	89 630 505	89 630 505	89 630 505
II. KÖVETELÉSEK	282 120 828	288 371 794	294 761 263	294 761 263	294 761 263
Vevők	187 854 263	191 163 197	194 530 416	194 530 416	194 530 416
Egyéb követelések	91 253 397	94 528 389	97 920 917	97 920 917	97 920 917
III. ÉRTÉKPAPÍROK	2 859 257 570	2 957 745 606	3 059 626 094	3 059 626 094	3 059 626 094
IV. PÉNZESZKÖZÖK	124 908 448	125 305 655	125 704 125	125 704 125	125 704 125
C. Aktív időbeli elhatárolások	7 488 248	7 462 922	7 437 681	7 437 681	7 437 681
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	10 371 476 872	10 551 862 758	10 694 517 347	10 694 517 347	10 694 517 347

D. Saját tőke (I.+...+VI.)	8 878 273 130	9 025 119 083	9 177 806 181	9 177 806 181	9 177 806 181
I. JEGYZETT TŐKE	3 017 252 149	3 017 333 483	3 017 414 819	3 017 414 819	3 017 414 819
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0
II. TŐKETARTALÉK	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148	31 474 148
III. ÁTÉRTÉKELÉSBŐL SZÁRMAZÓ TARTALÉK	201 218 479	198 000 754	194 834 485	194 834 485	194 834 485
IV. TARTALÉKOK	263 494 945	266 928 461	270 406 718	270 406 718	270 406 718
V. ELŐZŐ ÉVEK ÁTHOZOTT EREDMÉNYE	2 697 964 721	2 681 979 139	2 666 088 272	2 666 088 272	2 666 088 272
VI. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	2 666 868 688	2 829 403 098	2 997 587 739	2 997 587 739	2 997 587 739
E. Céltartalékok	527 864 309	551 973 868	577 184 601	577 184 601	577 184 601
F. Kötelezettségek (I.+II.)	849 116 439	860 390 558	872 228 383	872 228 383	872 228 383
I. HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	225 482 377	236 756 496	248 594 321	248 594 321	248 594 321
II. RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	623 634 062	623 634 062	623 634 062	623 634 062	623 634 062
G. Passzív időbeli elhatárolások	70 937 751	69 094 006	67 298 182	67 298 182	67 298 182
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	10 371 476 872	10 551 862 758	10 694 517 347	10 694 517 347	10 694 517 347

(Forrás: Saját Szerkesztés)

13. Melléklet: Realista eredménykimutatás-Nuclearelectrica

A tétel megnevezése	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	2 448 712 083	4 211 784 783	4 632 963 261	5 327 907 750	5 860 698 525	6 329 554 407
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	17 810 291	20 031 233	22 529 126	25 338 506	28 498 215	30 275 078
Üzemi (üzleti) bevétel	2 480 103 912	4 231 816 016	4 655 492 387	5 353 246 256	5 889 196 741	6 359 829 485
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	166 963 799	416 395 443	473 407 474	540 315 559	619 047 003	665 484 488
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	31 263 009	78 157 523	92 403 715	109 246 637	129 159 610	140 930 918
Energia fogyasztás ráfordításai	80 009 660	200 024 150	212 878 614	226 559 163	241 118 888	248 866 587
Áruk ráfordításai	55 285 508	138 213 770	168 125 146	204 509 758	248 768 506	275 686 982
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	442 588 581	564 315 215	624 620 701	691 370 726	765 253 986	834 126 845
Értécsökkenési leírás	544 752 112	567 364 275	590 915 049	615 443 394	640 989 888	640 989 888
Egyéb üzemi ráfordítások	382 055 771	764 111 542	758 994 729	753 912 180	748 863 666	746 356 313
Üzemi (üzleti) ráfordítás	1 708 711 993	2 312 186 475	2 447 937 953	2 601 041 859	2 774 154 543	2 886 957 533
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	771 391 919	1 919 629 541	2 207 554 434	2 752 204 397	3 115 042 197	3 472 871 952
Bevételek árfolyamkülönbözetekből	0	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	84 530 211	85 802 369	87 093 674	88 404 412	89 734 876	90 410 120
Pénzügyi műveletek ráfordításai	40 513 515	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	44 016 696	83 437 794	84 729 099	86 039 837	87 370 301	88 045 545
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	815 408 615	2 003 067 335	2 292 283 532	2 838 244 233	3 202 412 498	3 560 917 496
Adófizetési kötelezettség	116 086 386	342 524 514	391 980 484	485 339 764	547 612 537	608 916 892
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	699 322 229	1 660 542 821	1 900 303 048	2 352 904 469	2 654 799 961	2 952 000 604
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	699 322 229	1 660 542 821	1 900 303 048	2 352 904 469	2 654 799 961	2 952 000 604

A tétel megnevezése	2026	2027	2028	2029	2030
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	6 835 918 760	7 382 792 261	7 973 415 641	7 973 415 641	7 973 415 641
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	32 162 728	34 168 072	36 298 450	36 298 450	36 298 450
Üzemi (üzleti) bevétel	6 868 081 487	7 416 960 333	8 009 714 092	8 009 714 092	8 009 714 092
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	716 156 499	771 483 992	831 931 193	831 931 193	831 931 193
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	153 775 037	167 789 739	183 081 708	183 081 708	183 081 708
Energia fogyasztás ráfordításai	256 863 238	265 116 839	273 635 647	273 635 647	273 635 647
Áruk ráfordításai	305 518 225	338 577 415	375 213 838	375 213 838	375 213 838
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	909 198 261	991 026 104	1 080 218 454	1 080 218 454	1 080 218 454
Értékcsökkenési leírás	640 989 888	640 989 888	640 989 888	640 989 888	640 989 888
Egyéb üzemi ráfordítások	743 857 355	741 366 763	738 884 511	738 884 511	738 884 511
Üzemi (üzleti) ráfordítás	3 010 202 003	3 144 866 748	3 292 024 046	3 292 024 046	3 292 024 046
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	3 857 879 485	4 272 093 585	4 717 690 046	4 717 690 046	4 717 690 046
Bevételek árfolyamkülönbözeteiből	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	91 090 444	91 775 889	92 466 491	92 466 491	92 466 491
Pénzügyi műveletek ráfordításai	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575	2 364 575
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	88 725 869	89 411 314	90 101 916	90 101 916	90 101 916
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	3 946 605 354	4 361 504 899	4 807 791 962	4 807 791 962	4 807 791 962
Adófizetési kötelezettség	674 869 516	745 817 338	822 132 425	822 132 425	822 132 425
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	3 271 735 839	3 615 687 561	3 985 659 536	3 985 659 536	3 985 659 536
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	3 271 735 839	3 615 687 561	3 985 659 536	3 985 659 536	3 985 659 536

(Forrás: Saját Szerkesztés)

14. Melléklet: Optimista szemléletű eredménykimutatás-Nuclearelectrica

A tétel megnevezése	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	2 448 712 083	4 652 552 958	5 350 435 901	6 153 001 287	7 075 951 480	7 783 546 627
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	17 810 291	19 947 526	22 341 229	25 022 177	28 024 838	29 706 328
Üzemi (üzleti) bevétel	2 480 103 912	4 672 500 484	5 372 777 130	6 178 023 463	7 103 976 317	7 813 252 955
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	166 963 799	349 772 172	360 539 969	371 778 948	383 511 995	389 637 566
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	31 263 009	65 652 319	68 934 935	72 381 682	76 000 766	77 900 785
Energia fogyasztás ráfordításai	80 009 660	168 020 286	169 700 489	171 397 494	173 111 469	173 977 026
Áruk ráfordításai	55 285 508	116 099 567	121 904 545	127 999 772	134 399 761	137 759 755
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	442 588 581	641 214 515	673 275 241	706 939 003	742 285 953	816 514 548
Értékcsökkenési leírás	544 752 112	571 989 718	600 589 203	630 618 664	662 149 597	678 703 337
Egyéb üzemi ráfordítások	382 055 771	802 317 119	802 317 119	802 317 119	802 317 119	802 317 119
Üzemi (üzleti) ráfordítás	1 708 711 993	2 365 293 523	2 436 721 532	2 511 653 733	2 590 264 664	2 687 172 570
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	771 391 919	2 307 206 960	2 936 055 598	3 666 369 730	4 513 711 653	5 126 080 385
Bevételek árfolyamkülönbözetekből	0	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	84 530 211	88 756 722	93 194 558	97 854 286	102 747 000	105 315 675
Pénzügyi műveletek ráfordításai	40 513 515	36 462 164	32 815 947	29 534 352	26 580 917	25 251 871
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	44 016 696	52 294 558	60 378 610	68 319 933	76 166 083	80 063 803
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	815 408 615	2 359 501 518	2 996 434 209	3 734 689 663	4 589 877 736	5 206 144 189
Adófizetési kötelezettség	116 086 386	403 474 760	512 390 250	638 631 932	784 869 093	890 250 656
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	699 322 229	1 956 026 759	2 484 043 959	3 096 057 731	3 805 008 643	4 315 893 533
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	699 322 229	1 956 026 759	2 484 043 959	3 096 057 731	3 805 008 643	4 315 893 533

A tétel megnevezése	2026	2027	2028	2029	2030
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	8 561 901 290	9 418 091 419	10 359 900 561	10 359 900 561	10 359 900 561
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	31 488 708	33 378 030	35 380 712	35 380 712	35 380 712
Üzemi (üzleti) bevétel	8 593 389 998	9 451 469 449	10 395 281 273	10 395 281 273	10 395 281 273
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	395 898 965	402 299 500	408 842 565	408 842 565	408 842 565
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	79 848 304	81 844 512	83 890 625	83 890 625	83 890 625
Energia fogyasztás ráfordításai	174 846 911	175 721 146	176 599 751	176 599 751	176 599 751
Áruk ráfordításai	141 203 749	144 733 843	148 352 189	148 352 189	148 352 189
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	898 166 003	987 982 603	1 086 780 864	1 086 780 864	1 086 780 864
Értécsökkenési leírás	695 670 920	713 062 693	730 889 261	730 889 261	730 889 261
Egyéb üzemi ráfordítások	802 317 119	802 317 119	802 317 119	802 317 119	802 317 119
Üzemi (üzleti) ráfordítás	2 792 053 007	2 905 661 916	3 028 829 808	3 028 829 808	3 028 829 808
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	5 801 336 991	6 545 807 533	7 366 451 465	7 366 451 465	7 366 451 465
Bevételek árfolyamkülönbözetekből	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	107 948 567	110 647 281	113 413 463	113 413 463	113 413 463
Pénzügyi műveletek ráfordításai	23 989 278	22 789 814	21 650 323	21 650 323	21 650 323
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	83 959 289	87 857 467	91 763 140	91 763 140	91 763 140
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	5 885 296 280	6 633 665 000	7 458 214 604	7 458 214 604	7 458 214 604
Adófizetési kötelezettség	1 006 385 664	1 134 356 715	1 275 354 697	1 275 354 697	1 275 354 697
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	4 878 910 616	5 499 308 285	6 182 859 907	6 182 859 907	6 182 859 907
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	4 878 910 616	5 499 308 285	6 182 859 907	6 182 859 907	6 182 859 907

(Forrás: Saját Szerkesztés)

15. Melléklet: Pesszimista eredménykimutatás-Nuclearelectrica

A tétel megnevezése	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	2 448 712 083	4 162 810 541	4 495 835 384	4 855 502 215	5 243 942 392	5 506 139 512
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	17 810 291	18 920 762	20 100 471	21 353 734	22 685 138	23 392 347
Üzemi (üzleti) bevétel	2 480 103 912	4 181 731 303	4 515 935 855	4 876 855 949	5 266 627 531	5 529 531 859
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	166 963 799	416 395 443	458 476 642	504 825 574	555 876 541	583 992 364
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	31 263 009	78 157 523	85 280 619	93 052 897	101 533 524	106 160 289
Energia fogyasztás ráfordításai	80 009 660	200 024 150	220 026 565	242 029 222	266 232 144	279 543 751
Áruk ráfordításai	55 285 508	138 213 770	153 169 458	169 743 455	188 110 874	198 288 324
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	442 588 581	482 421 553	525 839 493	573 165 047	624 749 902	680 977 393
Értécsökkenési leírás	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112
Egyéb üzemi ráfordítások	382 055 771	764 111 542	761 553 135	759 003 295	756 461 992	755 195 595
Üzemi (üzleti) ráfordítás	1 708 711 993	2 207 680 650	2 290 621 382	2 381 746 028	2 481 840 547	2 564 917 463
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	771 391 919	1 974 050 653	2 225 314 473	2 495 109 921	2 784 786 984	2 964 614 396
Bevételek árfolyamkülönbözetekből	0	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	84 530 211	85 166 290	85 807 156	86 452 844	87 103 391	87 431 112
Pénzügyi műveletek ráfordításai	40 513 515	36 196 668	32 339 796	28 893 885	25 815 148	24 439 804
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	44 016 696	48 969 622	53 467 360	57 558 959	61 288 243	62 991 308
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	815 408 615	2 023 020 275	2 278 781 833	2 552 668 879	2 846 075 227	3 027 605 704
Adófizetési kötelezettség	116 086 386	345 936 467	389 671 693	436 506 378	486 678 864	517 720 575
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	699 322 229	1 677 083 808	1 889 110 140	2 116 162 501	2 359 396 363	2 509 885 128
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	699 322 229	1 677 083 808	1 889 110 140	2 116 162 501	2 359 396 363	2 509 885 128

A tétel megnevezése	2026	2027	2028	2029	2030
Értékesítés nettó árbevételének éves növekedési üteme	5 781 446 488	6 070 518 812	6 374 044 753	6 374 044 753	6 374 044 753
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	0	0	0	0
Egyéb bevételek	24 121 603	24 873 594	25 649 027	25 649 027	25 649 027
Üzemi (üzleti) bevétel	5 805 568 091	6 095 392 406	6 399 693 780	6 399 693 780	6 399 693 780
Anyag jellegű ráfordítások növekedési üteme	613 535 239	644 577 843	677 196 570	677 196 570	677 196 570
Nyers- és fogyóanyagok ráfordításai	110 997 891	116 055 937	121 344 472	121 344 472	121 344 472
Energia fogyasztás ráfordításai	293 520 938	308 196 985	323 606 835	323 606 835	323 606 835
Áruk ráfordításai	209 016 409	220 324 922	232 245 264	232 245 264	232 245 264
Személyi jellegű ráfordítások növekedési üteme	742 265 358	809 069 240	881 885 472	881 885 472	881 885 472
Értécsökkenési leírás	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112
Egyéb üzemi ráfordítások	752 667 041	750 146 953	747 635 303	747 635 303	747 635 303
Üzemi (üzleti) ráfordítás	2 653 219 750	2 748 546 149	2 851 469 457	2 851 469 457	2 851 469 457
ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I.-II.)	3 152 348 341	3 346 846 257	3 548 224 323	3 548 224 323	3 548 224 323
Bevételek árfolyamkülönbözeteiből	0	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek bevételei	87 760 066	88 090 258	88 421 692	88 421 692	88 421 692
Pénzügyi műveletek ráfordításai	23 137 734	21 905 033	20 738 007	20 738 007	20 738 007
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (III.-IV.)	64 622 332	66 185 224	67 683 685	67 683 685	67 683 685
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (A.+B.)	3 216 970 673	3 413 031 481	3 615 908 008	3 615 908 008	3 615 908 008
Adófizetési kötelezettség	550 101 985	583 628 383	618 320 269	618 320 269	618 320 269
ADÓZOTT EREDMÉNY (C.-V.)	2 666 868 688	2 829 403 098	2 997 587 739	2 997 587 739	2 997 587 739
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	2 666 868 688	2 829 403 098	2 997 587 739	2 997 587 739	2 997 587 739

(Forrás: Saját Szerkesztés)

16. Melléklet: Realista Cash-Flow Nuclearelectrica

	2021	2022	2023	2024	2025
Mérleg sz. Erdm.	1 660 542 821	1 900 303 048	2 352 904 469	2 654 799 961	2 952 000 604
Amortizáció	567 364 275	590 915 049	615 443 394	640 989 888	640 989 888
Immat. javak ÁV	4 805 980	4 374 004	3 980 854	3 623 042	1 648 696
Tárgyi eszk. ÁV	276 945 537	263 709 569	251 106 184	239 105 148	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-567 364 275	-590 915 049	-615 443 394	-640 989 888	-640 989 888
Bef. Pü.eszk. ÁV	-1 302 926	-1 314 496	-1 326 169	-1 337 945	-674 913
Készletek ÁV	-20 006 832	-20 916 047	-21 866 583	-22 860 315	-11 949 604
Követelések ÁV	-20 120 895	-21 904 174	-23 845 502	-25 958 887	-14 129 788
Értékpapírok ÁV	-282 029 998	-320 888 449	-365 100 868	-415 404 930	-236 319 975
Aktív id. Elhat. ÁV	104 801	103 383	101 985	100 605	49 622
Jegyzett tőke ÁV	325 248	325 283	325 318	325 353	162 694
Hosszú lej. Köt. ÁV	-92 827 821	-68 690 924	-50 830 053	-37 613 329	-13 916 595
Rövid lej. Köt. ÁV	39 396 721	42 331 149	45 484 144	48 871 988	26 256 086
Passzív id. Elhat. ÁV	-9 624 288	-8 623 708	-7 727 152	-6 923 806	-3 101 989
Nettó Cash flow	1 556 208 348	1 768 808 636	2 183 206 626	2 436 726 884	2 700 024 837

	2026	2027	2028	2029	2030
Mérleg sz. Erdm.	3 271 735 839	3 615 687 561	3 985 659 536	3 985 659 536	3 985 659 536
Amortizáció	640 989 888	640 989 888	640 989 888	640 989 888	640 989 888
Immat .javak ÁV	1 574 601	1 503 836	1 436 251	0	0
Tárgyi eszk. ÁV	0	0	0	0	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-640 989 888	-640 989 888	-640 989 888	-640 989 888	-640 989 888
Bef. Pü.eszk. ÁV	-677 910	-680 920	-683 943	0	0
Készletek ÁV	-12 221 131	-12 498 827	-12 782 833	0	0
Követelések ÁV	-14 755 937	-15 409 833	-16 092 706	0	0
Értékpapírok ÁV	-252 600 209	-270 001 998	-288 602 607	0	0
Aktív id. Elhat. ÁV	49 286	48 953	48 622	0	0
Jegyzett tőke ÁV	162 703	162 712	162 720	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	-12 107 313	-10 533 254	-9 163 836	0	0
Rövid lej. Köt. ÁV	27 233 915	28 248 162	29 300 180	0	0
Passzív id. Elhat. ÁV	-2 940 741	-2 787 876	-2 642 956	0	0
Nettó Cash flow	3 005 453 103	3 333 738 516	3 686 638 427	3 985 659 536	3 985 659 536

(Forrás: Saját Szerkesztés)

17. Melléklet: Optimista Cash-Flow Nuclearelectrica

	2021	2022	2023	2024	2025
Mérleg sz. Erdm.	1 956 026 759	2 484 043 959	3 096 057 731	3 805 008 643	4 315 893 533
Amortizáció	571 989 718	600 589 203	630 618 664	662 149 597	678 703 337
Immat. javak ÁV	-2 673 459	-2 807 132	-2 947 488	-3 094 863	-1 624 803
Tárgyi eszk. ÁV	-289 736 392	-304 223 212	-319 434 372	-335 406 091	-176 088 198
Tárgyi eszk. ÁV écs	-571 989 718	-600 589 203	-630 618 664	-662 149 597	-678 703 337
Bef. Pü.eszk. ÁV	-7 336 182	-7 702 991	-8 088 140	-8 492 547	-4 458 587
Készletek ÁV	-35 219 215	-38 036 752	-41 079 692	-44 366 068	-23 957 676
Követelések ÁV	-20 120 895	-21 904 174	-23 845 502	-25 958 887	-14 129 788
Értékpapírok ÁV	-368 449 200	-434 770 056	-513 028 666	-605 373 826	-357 170 557
Aktív id. Elhat. ÁV	-309 866	-322 260	-335 151	-348 557	-181 250
Jegyzett tőke ÁV	30 164 389	30 466 033	30 770 694	31 078 401	15 694 592
Hosszú lej. Köt. ÁV	-92 827 821	-68 690 924	-50 830 053	-37 613 329	-13 916 595
Rövid lej. Köt. ÁV	39 396 721	42 331 149	45 484 144	48 871 988	26 256 086
Passzív id. Elhat. ÁV	39 845 922	0	0	0	0
Nettó Cash flow	1 248 760 762	1 678 383 640	2 212 723 503	2 824 304 864	3 766 316 756

	2026	2027	2028	2029	2030
Mérleg sz. Erdm.	4 878 910 616	5 499 308 285	6 182 859 907	6 182 859 907	6 182 859 907
Amortizáció	695 670 920	713 062 693	730 889 261	730 889 261	730 889 261
Immat. javak ÁV	-1 665 423	-1 707 059	-1 749 735	0	0
Tárgyi eszk. ÁV	-180 490 403	-185 002 663	-189 627 729	0	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-695 670 920	-713 062 693	-730 889 261	-730 889 261	-730 889 261
Bef. Pü.eszk. ÁV	-4 570 052	-4 684 303	-4 801 411	0	0
Készletek ÁV	-24 915 984	-25 912 623	-26 949 128	0	0
Követelések ÁV	-14 755 937	-15 409 833	-16 092 706	0	0
Értékpapírok ÁV	-389 315 907	-424 354 339	-462 546 230	0	0
Aktív id. Elhat. ÁV	-184 875	-188 572	-192 343	0	0
Jegyzett tőke ÁV	15 773 065	15 851 931	15 931 190	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	-12 107 313	-10 533 254	-9 163 836	0	0
Rövid lej. Köt. ÁV	27 233 915	28 248 162	29 300 180	0	0
Passzív id. Elhat. ÁV	0	0	-45 285 243	0	0
Nettó Cash flow	4 293 911 704	4 875 615 732	5 471 682 916	6 182 859 907	6 182 859 907

(Forrás: Saját Szerkesztés)

18. Melléklet: Pessimista Cash-Flow Nuclearelectrica

	2021	2022	2023	2024	2025
Mérleg sz. Erdm.	1 677 083 808	1 889 110 140	2 116 162 501	2 359 396 363	2 509 885 128
Amortizáció	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112
Immat. javak ÁV	2 402 990	2 294 996	2 191 855	2 093 350	999 636
Tárgyi eszk. ÁV	138 472 768	135 163 776	131 933 857	128 781 121	62 851 862
Tárgyi eszk. ÁV écs	-544 752 112	-544 752 112	-544 752 112	-544 752 112	-544 752 112
Bef. Pü.eszk. ÁV	-651 463	-654 355	-657 261	-660 179	7 467 345
Készletek ÁV	-16 495 143	-17 113 192	-17 754 397	-18 419 628	0
Követelések ÁV	-10 060 448	-10 506 267	-10 971 843	-11 458 051	-5 982 902
Értékpapírok ÁV	-141 014 999	-150 729 612	-161 113 471	-172 212 680	-92 038 261
Aktív id. Elhat. ÁV	52 400	52 046	51 694	51 344	25 499
Jegyzett tőke ÁV	162 624	162 633	162 641	162 650	81 329
Hosszú lej. Köt. ÁV	-46 413 910	-40 379 686	-35 129 965	-30 562 755	10 225 958
Rövid lej. Köt. ÁV	19 698 361	20 431 967	21 192 895	21 982 162	11 400 411
Passzív id. Elhat. ÁV	-4 812 144	-4 561 999	-4 324 857	-4 100 042	-1 943 457
Nettó Cash flow	1 618 424 845	1 823 270 447	2 041 743 650	2 275 053 655	2 502 972 548

	2026	2027	2028	2029	2030
Mérleg sz. Erdm.	2 666 868 688	2 829 403 098	2 997 587 739	2 997 587 739	2 997 587 739
Amortizáció	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112	544 752 112
Immat. javak ÁV	977 173	955 215	933 751	0	0
Tárgyi eszk. ÁV	62 100 898	61 358 906	60 625 779	0	0
Tárgyi eszk. ÁV écs	-544 752 112	-544 752 112	-544 752 112	-544 752 112	-544 752 112
Bef. Pü.eszk. ÁV	7 093 977	6 739 278	6 402 315	0	0
Készletek ÁV	0	0	0	0	0
Követelések ÁV	-6 115 466	-6 250 966	-6 389 469	0	0
Értékpapírok ÁV	-95 208 548	-98 488 036	-101 880 488	0	0
Aktív id. Elhat. ÁV	25 412	25 326	25 241	0	0
Jegyzett tőke ÁV	81 332	81 334	81 336	0	0
Hosszú lej. Köt. ÁV	10 737 256	11 274 119	11 837 825	0	0
Rövid lej. Köt. ÁV	0	0	0	0	0
Passzív id. Elhat. ÁV	-1 892 944	-1 843 745	-1 795 824	0	0
Nettó Cash flow	2 644 667 778	2 803 254 529	2 967 428 203	2 997 587 739	2 997 587 739

(Forrás: Saját Szerkesztés)