

Dr. Sági-Duduk Ildikó¹

Vállalatértékelési módszerek alkalmazása a magyar tőzsdei kibocsátók példáin keresztül

ÖSSZEFOGLALÁS

A tanulmány fókuszában a vállalatok piaci érték meghatározásának módszerei és azok gyakorlati alkalmazásának bemutatása áll. A vizsgálat tudományos kutatásirodalom vizsgálatán és vállalatok adatainak elemzésén keresztül, pénzügyi mutatószámokkal szemlélteti a piaci szorzószámok értékelési lehetőségeit. A cikk hozzájárul ahhoz, hogy Magyar Tőzsdei Kibocsátók nyilvánosan elérhető példáin keresztül, az érintett felek, mint például befektetők, pénzügyi elemzők, egyetemi hallgatók, vállalkozók számára hasznos információk és tudásanyag álljon rendelkezésre, amely támogatja a hatékony és eredményes pénzügyi döntéshozatalt.

Kulcsszavak: vállalatértékelési módszerek, üzleti teljesítmény, látható vagyon, láthatatlan vagyon

Jel-kódok: M21, G11, G32, G41

BEVEZETÉS

A vállalatértékelés során az érintettek különböző módszerek alkalmazásával meghatározzák a vizsgált vállalat pénzügyi értékét. A vállalatvezetők szempontjából a legfontosabb kérdések, hogy melyek azok az információk, amelyeken keresztül megérthetik, értékelhetik a vállalatot, milyen módszerek segíthetik a stratégiai tervezést és mi szükséges a versenyképesség fenntartásához, vagy további versenyelőnyök megszerzéséhez. A befektetők szemszögéből olyan vállalatértékelési eljárásokra van szükség, amelyek birtokában mélyebb betekintés nyerhető a potenciális befektetési lehetőségekbe. A téma aktualitását a globalizációnak köszönhető gazdasági fejlődés, és az egyre erősödő vállalati verseny igazolja. Az üzleti világban a legfontosabb cél az eredményes működés, az üzleti teljesítmények és a vállalati versenyképesség fokozása. A vállalati érték maximalizálásának céljából nagyon fontos, hogy az érintettek megfelelő információkkal, vállalatértékelési módszerekkel, befektetési stratégiai ismeretekkel rendelkezzenek. A tanulmány fő kérdése, hogy az üzleti szereplők milyen adatokból tudnak megbízható módon tájékozódni, milyen mutatószámok képezhetők ezekből az információkból, és hogy milyen elemzési lehetőségeket kínálnak ezek az adatok. A tanulmány vizsgálja, hogy milyen főbb nézetek, eljárások jöttek létre a vállalatértékelési módszertanban, amelyek legalkalmasabbak a magyar vállalatok relatív, piaci értékének megállapításában.

A tanulmány célja, hogy megvizsgálja és bemutassa, hogy a vállalatok értéke hogyan közelíthető meg nyilvános adatokon keresztül, kiemelten a vállalatok látható vagyonának és nem

látható vagyonának megismerési lehetőségeinek vizsgálatával. A vizsgálat fókuszában a Magyar Tőzsdei Kibocsátók nyilvánosan elérhető példái állnak, melyeken keresztül az olyan érintett felek, mint például befektetők, pénzügyi elemzők, egyetemi hallgatók, vállalkozók számára hasznos információk és tudásanyag áll rendelkezésre. A vizsgálat a tudományos kutatásirodalom elemzésének és a szerző saját üzleti és oktatói gyakorlatának eredményeképpen a kutatási információk összesítésének módszerével történik, amelynek keretében bemutatásra kerülnek olyan pénzügyi mutatószámok, amelyek támogatják a vállalati érték meghatározását a látható vagyon és a nemlátható vagyon tekintetében. További szekunder kutatás alkalmazásával a Magyar Tőzsdei Kibocsátók 2022 évi IFRS, nemzetközi szabványosított pénzügyi beszámoló adatai kerülnek legyűjtésre, amelyek megbízható és valós képet mutatnak a vállalatok gazdálkodásáról. Primer kutatás keretében a 2022. december 31-i időpontra vonatkozóan kerülnek a relatív, piaci vállalati értéket meghatározó pénzügyi mutatószámok kiszámításra, csoportosításra és elemzésre. A vizsgálat arra a kérdésre keresi a választ, hogy hazánkban a tőzsdei kibocsátók körében milyen relatív, piaci mutatószámokkal vizsgálható a látható vagyon és a nemlátható vagyon és hogy mely szektorokban állítható elő az átlagosnál magasabb vállalatérték.

Kutatási hipotézisek:

H1: A relatív szorzószámok, piaci vállalatértékelésben a látható vagyon és működési hatékonyság vizsgálata, ezen belül a Jövedelem alapú mutatók (EBIT margin, EBITDA margin) és Cash Flow margin mutatók változása között szoros kapcsolat áll fenn, és ezek együttesen utalnak a vállalatok értékteremtő képességére.

H2: A vállalatok könyvszerinti értéke és piaci értéke között jelentős eltérés mutatkozik, ezért a Piaci érték alapú mutatók utalhatnak olyan nemlátható vagyonra, amely a könyvszerinti értékhez képest hozzáadott értéket teremtenek.

VÁLLALATÉRTÉKELÉSI MÓDSZEREK ÉS STRATÉGIÁK

A vállalatok alapvető érdeke, hogy a befektetett tőkével gazdasági előnyökre, nyereségre, pótlólagos hozamokra, versenyelőnyre, vállalati érték növelésre tegyenek szert, egyedi kockázatvállalás mellett. Az elmúlt évtizedekben ezek a tényezők folyamatosan fejlesztették és napjainkban is fejlesztik a vállalatértékelési módszereket és stratégiákat. A vállalatértékelés a gazdálkodási elmélet és gyakorlat kombinációja, amelyet a rohamosan fejlődő információ kommunikációs eszközök támogatnak. A vállalatértékelés célja, hogy becslést adjon egy meghatározott időpontra vonatkozóan a vállalat gazdasági ér-

¹ Adjunktus, Eszterházy Károly Katolikus Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar

tékéről különböző tényezők alapján, így például a pénzügyi teljesítményről, a piaci pozícióról, növekedési potenciálról, iparági trendekről és egyéb releváns tényezőkről. A múltbéli teljesítmény elemzését a vállalatok által elkészített pénzügyi beszámolók segítik. A számviteli és pénzügyi információknak azonban vannak sajátosságai. Az egyes nemzeti számviteli, de még a nemzetközi számviteli szabályozásokban is vannak különbségek és ennek következtében eltérő tartalmú pénzügyi beszámolók kerülnek nyilvánosságra hozva. A számviteli információkkal kapcsolatosan elmondható, hogy gyakran nem tükrözik a vállalat tényleges piaci értékét. Ezért szükség van piaci érték és jövőbeni vállalatérték meghatározási módszerekre. Ezek a módszerek segítik az érdekelt feleknek döntéseket hozni a tranzakciókkal, befektetésekkel és stratégiai kezdeményezésekkel kapcsolatban. A vállalatértékelés egy átfogó folyamat, amelynek során figyelembe veszik a vállalat pénzügyi teljesítményét, az iparágban való pozícióját, a jövőbeni növekedési lehetőségeket, a piaci környezetet, a vállalkozás versenyképességét. Ennek érdekében megvizsgálják a vállalat látható vagyonát és nem látható vagyonát, tehát vizsgálatra kerülnek a vállalat gazdasági és kompetitív jellemzői és még az esetleges kockázatok és bizonytalanságok is (Becker, 2005; Copeland, 1999; Arnold, 2010; Cunningham, 2013; Chikan, 2021; Takács, 2021).

A vállalat értékének meghatározása egy meghatározott időpontra vonatkozik, amely során az érintettek azt a kérdést teszik fel, hogy mennyit ér a vállalat most, illetve mennyit érhet egy jövőbeni időpontban. A kérdés megválaszolásához alkalmazhatjuk a múltbéli adatok megismerésének lehetőségét, de a jelenre és a jövőre vonatkozóan szükséges megfelelő vizsgálati módszerek megtalálása. Egy vállalat piaci értéke időről időre változhat, egy újabb információ befolyásolhatja ezt a becsült értéket. Ennek során többféle értékelési módszer, eljárás lehetőséget ad a racionális döntések meghozatalára a végső értéket illetően. Az üzleti életben számos olyan szituáció adódhat, amikor a vállalatértékelés célja határozza meg az értékelés módját, módszerét és stratégiáját. A leggyakrabban előforduló gazdasági események a tőkeemelés, részvényvásárlás, kötvénykibocsátás, biztosítási szerződés megkötése, örökösödési eljárás, hitelfelvétel. A különböző értékelési helyzetekben más-más módszerek és értékelési elvek alkalmazására van szükség (Damodoran, 2010; Takács, 2021). A vállalati érték az az összeg, amelyen a vállalat, vagy értékpapírjai pénzügyi tranzakció keretében cserélhetővé válik, és ha a tranzakció piaci feltételek mellett meg is történik. Az értékbecslés tényeknek való megfelelését előzi meg a vállalatértékelési eljárás, amelyben az adatok időszerűsége, átláthatósága, megbízhatósága kiemelt fontossággal bír (Copeland, 2010; Bélyácz, 2013). A vállalatértékelési folyamat során az elemzők megvizsgálják a cégek látható és nemlátható vagyonát, mert ezek együttesen adják a vállalati értéket. A látható vagyoni elemek azok az eszközök és erőforrások, amelyek könnyen azonosítható és megjelennek a pénzügyi kimutatásokban, mint például az ingatlanok, gépek, készletek, értékpapírok. Ezeknek a látható vagyoni elemeknek van könyvszerű értékek, és meghatározható a piaci értékük, értékheylesítés alkalmazásával (Sveiby 2010; Váradi-Hamad, 2024).

Számos befektető és közgazdász járult hozzá a mai, modern vállalatértékelési módszerek és stratégiák kialakulásához. Harry Markowitz, William F. Sharpe és Merton Miller hozzájárultak a pénzügyi döntések és a befektetések területén ahhoz járult hozzá, hogy mélyebb megértést biztosítottak a kockázat,

hozam és tőkearázás összefüggéseiről. Harry Markowitz 1952-ben publikálta a portfólióelméletét, amelyben azt részletezi, hogy a befektetők hogyan tudják optimalizálni a kockázat és hozam közötti egyensúlyt azáltal, hogy különböző eszközöket kombinálnak egy portfólióban. Sharpe kidolgozta a CAPM modellt és a Sharpe-arányt, amely a befektetési döntések során egy megbízható módszertannak tűnt a befektetők számára. A CAPM modellt lehetővé teszi a befektetők számára, hogy megértsék és megbecsüljék a vállalati kockázatot és a várható hozamokat és a jövőbeni vállalati értéket. Miller azon elméletek kidolgozásáért kapta meg a Nobel-díjat, amelyek megmagyarázzák a vállalatok értékét, bemutatta, hogy a részvények tőkeköltsége független attól, hogy hogyan finanszírozzák őket és a pénzügyi struktúrájának befolyását, de hozzájárult a Modigliani-Miller vállalati pénzügyek elméletéhez is. Miller nagy hatással volt a pénzügyi gondolkodásra és az üzleti élet gyakorlatára, kutatásai alapvető fontosságúak voltak a vállalati pénzügyek és a tőkepiacok területén. Az említett három pénzügyi szakember kialakítottak egy olyan pénzügyi elmélet és gyakorlatot, amellyel a vállalati szereplők, befektetők nagyobb biztonsággal tudták a befektetési döntéseiket meghozni, ez pedig olyan jelentőséggel bírt, hogy 1990-ben közgazdasági Nobel-díjat kaptak (Bekker, 2005).

A vállalatértékelés módszertana kialakulásában nagy szerepet kap a vállalat teljes vagyonának vizsgálata. Rappaport (1997, 2002) egyike volt azoknak, akik hangsúlyozták a részvényérték alapú vállalati értékelés fontosságát, amely magában foglalja a rejtett vagyont, a nemlátható vagyont is. Brealey-Myers (2011) összefoglalták a modern vállalati pénzügyek főbb kérdéseit, melyben kiemelték a nem látható vagyon fontosságát, különösen a pénzügyi döntések és értékelések kontextusában. A nemlátható vagyoni elemek nem testesülnek meg fizikai formában, és két különböző módon közelíthetjük meg vizsgálatukat. A nemlátható vagyoni elemek egy része, az immateriális javak, mint például szoftverek, vagyoni értékű jogok szintén megjelennek a pénzügyi kimutatásokban. A nemlátható vagyoni elemek egy másik csoportja azonban nem jelenik meg a könyvelésben, vagy nehezen mérhető, mégis jelentős értéket képviselhetnek a vállalat számára. Ilyenek lehetnek például a márkanév, szabadalmak, szerzői jogok, ügyfélkapcsolatok, szakértelem és know-how, valamint a humán tőke vagy vezetői képességek. Ezeknek a nemlátható vagyoni elemeknek a számszerűsítése, értékük megállapítása nagy kihívás elé állítja a befektetőket, üzleti szakértőket, mert ezeket a tényezőket nehéz mérni és számszerűsíteni (Damodoran, 2009; Sveiby, 2010; Fenyves, 2018; Takács, 2021; Váradi 2024). A legismertebb befektetők közül meg kell említeni Benjamin Graham fundamentális befektetőt, aki későbbi munkáiban felismerte és bemutatta a nemlátható eszközök értékének jelentőségét. Warren Buffett az értékbefektetési megközelítéséről ismert üzletember, aki követte Graham befektetői filozófiáját, de Buffett még nagyobb hangsúlyt fektetett a kulcsfontosságú nemlátható vagyonyra, így a vállalat hírnevére és vezetői hozzáértésére, a szellemi tőkére, a vállalati kultúra és a márkaértékre a vállalat valódi értékének felmérésében. Nagy hangsúlyt helyez a vállalatok teljeskörű vizsgálatára. Philip Fisher hangsúlyozza a vállalat vezetési minőségének, kutatási és fejlesztési képességeinek, valamint egyéb nemlátható vagyoni tényezők értékelésének fontosságát. Peter Lynch hangsúlyozta a vállalat üzleti modelljének, versenyelőnyeinek és iparági pozíciójának megérté-

sének fontosságát, amelyek mindegyike immateriális javakhoz kötődik (Lynch 2008, 2012; Fischer, 2012; Cunningham, 2013; Graham, 2018).

A vállalatértékelési eljárás során különböző vállalatértékelési stratégiák kerülnek alkalmazásra. Amennyiben a vállalatértékelés a vállalatvezetés szemszögéből történik, akkor ez menedzsment-orientált vállalatértékelés. Ez azt jelenti, hogy a kiválasztott vállalatértékelési módszereknek a szervezet stratégiai céljaihoz és működési célkitűzéseikhez kell igazodnia, pontos és releváns információkat kell biztosítania, hogy segítse a vállalati célok elérését, és támogassa a vezetői döntéshozatalt. Befektetési szemszögéből számos vállalatértékelési stratégiák alakultak ki az elmúlt évtizedekben. A franchise vásárlók olyan vállalkozásokra koncentrálnak, akiket jól ismernek a nyilvános cégadatokból, és akik jó márkanevvel rendelkeznek, és ezeket próbálják alulértékelt áron megvásárolni. Az információs kereskedők megpróbálnak még a kibocsátások, vagy rögtön a pénzügyi piacon való megjelenéskor új információkhoz jutni, hogy gyors döntést hozhassanak a vásárlás, vagy a tovább értékesítés folyamatában. A piaci időzítők egy olyan stratégiát alkalmaznak a befektetési piacokon, ahol a befektetők megpróbálják megjósolni a pénzügyi piacok jövőbeli mozgásait, és ezen előrejelzések alapján vételi, vagy eladási döntéseket hoznak. A marginális befektetők filozófiája a befektetési portfóliójuk optimalizálásának koncepciója körül forog a további befektetések határhasznának, kockázatának és várható megtérülésének gondos értékelésével. A technikai befektetők legfontosabb filozófiája, hogy az árak kiszámítható minták szerint mozognak, a piacot inkább az érzelmek, mint a racionális elemzések vezérik. Megközelítésük elsősorban azon a meggyőződésen alapul, hogy a történelmi árfolyamok és trendek hajlamosak megismétlődni, és különféle technikai mutatókat és diagrammintákat használnak befektetési döntéseik megalapozására. A fundamentális elemzés legfontosabb szempontja, hogy a cég valódi értéke kapcsolatba hozható a cég pénzügyi jellemzőivel, a növekedési kilátásaival, és tervezett pénzáramlásaival. Ettől való bármilyen eltérés a valódi érték annak a jele, hogy egy részvény alul- vagy túlértékelt. Egyes elemzők diszkontált cash flow modellt alkalmaznak a cégek értékelésére, míg mások olyan többszöröseket használnak, mint például az ár-nyereség és az ár-könyv szerinti érték arányok. Mivel a fundamentális befektetők nagyszámú alulértékelt részvényt tartanak portfólióikban, reményük szerint ezek a portfóliók átlagosan jobban teljesítenek, mint a piac (Damodoran 2010; 2018).

Damodoran (2010) szerint mára már az értékelési eljárások és módszerek sokfélesége áll rendelkezésre, de csak két kulcsszemlélet módot lehet meghatározni, a fundamentális értékelést és a relatív értékelést. A fundamentális értékelés a részvények és más pénzügyi eszközök belső értékének meghatározására összpontosít a vállalatok pénzügyi kimutatásaiból származó információk birtokában. A fundamentális elemzés magába foglalja a számviteli profit alapú, a gazdasági profit alapú, szabad cash flow alapú modelleket, és az EVA modellt. A fundamentális elemzők a cash flow alapú elemzéssel először egy jövőbeni vállalatértéket határoznak meg, majd ezekhez egy megfelelő diszkontrátát rendelnek és diszkontálással kiszámítják a pénzáramok jelenértékét. Az FCFF (Free Cash Flow to Firm) modellel az egész vállalat pénzáramlását diszkontálják, ezzel a módszerrel tudják eldönteni, hogy mennyit ér most a vállalat, mennyiért érdemes megvásárolni. Az FCFE (Free Ca-

sh Flow to Equity) modellel pedig a részvényeseknek járó pénzáramlást diszkontálják. A Cash Flow kimutatások használói a fundamentális elemzés során gyakran számos nehézséggel és kihívással szembesülnek. A fundamentális elemzés mellett a legszélesebb körben használt módszer a relatív értékelés, a piaci szorzószám elemzési eljárás, mert viszonylag könnyen kiszámíthatók és értelmezhetőek ezek a mutatószámok. Ezek az arányok gyors összehasonlítást tesznek lehetővé vállalatok, iparágak és időszakok között (Copeland-Koller-Murrin, 1999; Damodoran 2010; 2018, Takács, 2012).

RELATÍV SZORZÓSZÁMOS, PIACI VÁLLALATÉRTÉKELÉS JELLEMZÉSE PÉNZÜGYI MUTATÓSZÁMOKON KERESZTÜL

A relatív értékelés során az elemzők különböző aránymutatókat használnak, hogy meghatározzák, hogy az adott eszköz hogyan viszonyul a piaci átlaghoz, vagy a versenytársakhoz képest. A szorzók kiszámításához szükséges összetevők nyilvános pénzügyi adatokból elérhetőek, ezért hatékony eszközökké válnak a befektetők és elemzők számára, akik pénzügyi elemzéseket végeznek és befektetési döntéseket hoznak (Fernandez, 2007; Narkunienė-Ulbinaitė, 2007; Damodoran, 2015; Takács, 2015; Takács, 2021). A relatív, piaci szorzószám mutatók rendszerezése és csoportosítása az elemzési célt kell szolgálnia, ezért ezt többféleképpen is meg lehet közelíteni. Ilyen megközelítés lehet a mutató jellege szerinti csoportosítás, melyben a kvantitatív mutatók számszerű adatokat szolgálhatnak, míg a kvalitatív mutatók minőségi megítélést takarnak. Az időkeret szerinti csoportosításban szerepelhetnek rövidtávú, általában egy éves teljesítményt tükröző mutatók, és hosszútávú, egy évnél hosszabb teljesítményt tükröző mutatók. Vannak üzleti eredményt és pénzügyi eredményt tükröző teljesítmény mutatók, kockázat és megtérülés mutatók, iparág-specifikus és még számos csoportosítás lehetséges. A vállalatértékeléshez kapcsolódó mutatók csoportosítása lehetséges az érintettek nyilvános információhoz való hozzáférése alapján is. Az információk hozzáférhetősége azt jelenti, hogy olyan mutatószámok kerülnek alkalmazásra, melyek minden üzleti szereplő számára könnyen elérhetőek, megbízhatóak és valóságosak, melyek támogatják a vállalatértékelés folyamatát. Ilyen információk elérhetőek a pénzügyi kimutatásokból, mert a mérleg bemutatja a vállalat vagyonának értékét és annak forrását, az eredménykimutatás levezeti az adózott eredményre ható tényezőket, a Cash Flow jelentés pedig levezeti a pénzáramlást. Az európai tőzsdén jegyzett vállalatoknak IFRS, nemzetközi standard alapján kell készíteniük a pénzügyi beszámolóikat, és negyedévente ezeket nyilvánosságra kell hozniuk a tőzsde oldalán. Egy vállalat piaci kapitalizációja egyenlő a részvényei számának és azok aktuális árfolyamának szorzatával, ez az információ is elérhető a tőzsdéi nyilvános kereskedési adatokból. A nyilvános információk hozzáférése alapján három klaszter, pénzügyi mutatószám csoport került létrehozásra, melyet az 1. számú táblázat szemléltet.

A Jövedelem alapú mutatók azt mérik, hogy a vállalat mennyire képes nyereséget termelni a bevételéhez, vagy eszközeihez viszonyítva. Az EBIDTA margin a működési eredményt a bevétel százalékában méri. Megmutatja, hogy mennyire képes a vállalat hatékonyan nyereséget előállítani az alaptevékenységéből. A vállalati gazdálkodásban egy növekedő EBITDA margin a jövedelmezőség növekedését mutatja, más iparágakkal, vállalatokkal való összehasonlításban a magasabb érték mutatja

1. táblázat: Pénzügyi mutatószámok a relatív, piaci szorzószámos vállalatértékelés szolgálatában

Mutató	Mutató elnevezése	Mutató kiszámítása
Jövedelem alapú		
EBITDA margin %	EBITDA arány	(EBITDA/Árbevétel)*100
EBIT margin %	EBIT arány	(EBIT/Árbevétel)*100
ROA %	Adózás előtti eszköz arányos nyereség	(EBIT/Összes eszköz)*100
Cash Flow alapú		
CF margin	Cash Flow/Operating Revenue	(Cash Flow/Árbevétel)*100
Részvénytőzsi értékelés alapú		
EV/EBITDA	Enterprise value/EBITDA	Vállalatérték/EBITDA
P/CF	Market Cap/Cash Flow	Piaci kapitalizáció/Cash Flow
P/BV	Market Cap/Book value	Piaci kapitalizáció/Könyvszerinti érték

Forrás: Brealey-Myers (2011), Fernandez (2007), Zéman-Béhm (2017), Takács (2021) alapján saját szerkesztés

a jövedelmezőbb gazdálkodást. Az EBIT a főtevékenység eredménye, ezért az EBIT margin az Üzemi- Üzleti Eredmény és az Árbevétel hányadosa, a működési eredményt a bevétel százalékában méri. A ROA (Return on Assets) a nettó bevételt a teljes eszközállomány százalékában azt mutatja, hogy egy vállalat milyen hatékonyan használja fel eszközeit az adózás előtti eredmény termelésére. Versenyképességi elemzéseknél az adózás előtti eredménnyel való számítások kiszűrrik a vállalatok által felhasznált adókedvezményeket, ezért jobb vetítési alapul szolgálhat (Brealey-Myers, 2011; Zéman-Béhm, 2017; Tóth, 2021. Váradí-Hamad (2024) rámutatnak a ROA mutató fontosságára a nemlátható vagyon becslésére vonatkozóan, mert iparági megközelítésben a magas eszközarányos megtérülés (ROA) utalhat nemlátható vagyoni elemekre is. Ugyanis az átlag fölötti ROA mutatója utalhat arra, hogy a számviteli nyilvántartáson felüli nemlátható vagyoni elemek, mint például márkanév, szellemi tőke járul hozzá egy magasabb értékű eszközhasználati hatékonysághoz.

A Cash Flow alapú mutató a Cash Flow Margin, amely a működési Cash Flow-t viszonyítja a Nettó árbevételhez. Aswath Damodaran (2010, 2018) felhívja a figyelmet arra, hogy a cash flow margin hasznos a különböző iparágakban működő vállalatok összehasonlítására. A magasabb cash flow-hányad azt jelzi, hogy lehetőség van a további növekedésre. Az alacsonyabb százalékarány arra utal, hogy a működés külső finanszírozást igényel.

A Részvénytőzsi értékelés alapú mutatók fő jellemzője, hogy míg a Jövedelem alapú mutatók, és a Cash Flow alapú mutatók a pénzügyi beszámolókból, és így múltbéli adatokból származnak, addig ezen mutatókban szerepel a piaci kapitalizáció. A piaci kapitalizáció a vállalat értékének egy jelzőszáma, amelyet úgy számítanak ki, hogy a vállalat aktuális részvényárát megszorozzák a forgalomban lévő részvények számával. A vállalatok piaci kapitalizációjának értékéről az adott tőzsde oldalán lehet tájékozódni. Az egyik ilyen Részvénytőzsi értékelés alapú mutatószám az EV/EBITDA, amely a vállalat értékét viszonyítja a működési eredményhez. A vállalat értéke (Enterprise Value) a piaci kapitalizációból és a számviteli információkból kiszámítható. Az EV/EBITDA átlagos arány fölötti értéke azt jel-

entheti, hogy a vállalat piaci értéke jóval magasabb, mint amit a mérleg szerinti eszközök indokolnának. Ez arra utalhat, hogy a vállalat jelentős nemlátható eszközökkel rendelkezik, amelyek hozzájárulnak a magasabb piaci értékhez. A P/CF (Price to Cash Flow) a piaci kapitalizációhoz viszonyítja a pénztermelőképeséget. Az alacsonyabb P/CF mutató általában azt jelenti, hogy a vállalat alulértékelt lehet, míg a magasabb mutató arra utalhat, hogy a vállalat felülértékelt. P/BV (Price to Book Ratio) a vállalat kapitalizációját viszonyítja a könyv szerinti értékéhez, a mérleg szerinti nettó eszköz értékéhez. Ha a P/B arány jelentősen meghaladja az 1-et, akkor azt jelenti, hogy a vállalat rendelkezik nemlátható vagyonnal, amelyet a könyv szerinti érték nem tükröz. P (Price) a részvény aktuális piaci ára, amelyet a tőzsdei adatokból lehet megismerni. BV (Book Value) a könyvszerinti érték, amelyet a mérlegből lehet kiszámolni úgy, hogy a vállalat eszközértékéből kivonjuk a kötelezettségeket.

Ha a részvény ára alacsonyabb, mint a könyv szerinti érték, a részvény alulértékelt, ha magasabb, akkor túlárzott, vagy a vállalatban növekedési potenciál van (Brealey-Myers, 2011; Zéman-Béhm, 2017; Tóth, 2021; Takács, 2021).

RELATÍV SZORZÓSZÁMOS, PIACI VÁLLALATÉRTÉKELÉS ALKALMAZÁSA A MAGYAR TŐZSDEI KIBOCSÁTÓK PÉLDÁIN KERESZTÜL

Valós életbeli példák és esettanulmányok bemutatása segítenek megérteni a vállalatértékelési kihívásokat és megoldásokat. Ezért az elemzés arra törekszik, hogy olyan vizsgálatot mutasson be, amely pénzügyi mutatószámok segítségével, nyilvános adatokból állapít meg következtetéseket a vállalatértékelés vonatkozásában. A Budapesti Értéktőzsde Nyrt nyilvántartásában, 2024 júliusában 154 vállalat szerepel tőzsdei kibocsátóként, és ebből 28 vállalat rendelkezett nyilvánosan elérhető pénzügyi információkkal 2022. december 31-i fordulónappal, amelyekből a kiválasztott pénzügyi mutatószámok kiszámíthatóak voltak. A 28 vállalat 14 különböző szektorban tevékenykedik: Árufuvarozás és logisztika, Egyéb ipari szolgáltatások, Egyéb ipari termékek, Egyéb pénzügyi szolgáltatás, Élelmiszer- és dohányipar, Építőipar, Gépjármű- és gépjárműalkatrész gyártás, Gyógyszeripar, Ingatlan, Kőolaj- és földgázipar, Mezőgazdaság, Szoftver és IT szolgáltatások, Telekommunikáció, Villamos-energiaszolgáltatás. Annál a szektornál, ahol több vállalat adata is szerepel, ott a mutatók átlagos értéket mutatnak. Ugyanis a vizsgálat fő kérdése az volt, hogy a magyar tőzsdei kibocsátók körében melyik szektor állítja elő a legmagasabb vállalati értéket. Az elemzés során kiszámításra kerültek a Jövedelem alapú, a Cash Flow alapú és a Részvénytőzsi alapú mutatószámok és meghatározásra kerültek ezek átlagos értékei a mintába tartozó vállalatok vonatkozásában, melyet a 2. számú táblázat szemléltet.

Az átlagos teljesítményhez viszonyított értékelés fontos a vállalatértékelésben, mert adott iparágon belül a vállalatok között, vagy iparági szinten az átlagok összehasonlítása egy kontextust biztosít. Segít felmérni, hogy a vállalat túl- vagy alulértékelt társaihoz képest. Annak megértése, hogy a piac hogyan értékeli a hasonló vállalatokat, felfedheti a befektetői hangulatot és az

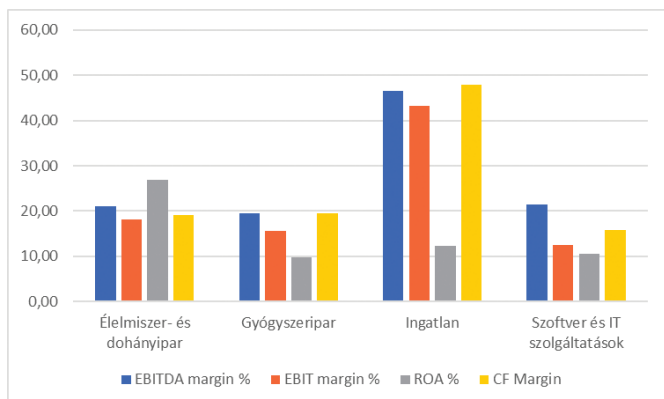
2. táblázat: A magyar tőzsdei kibocsátók relatív, piaci szorzószámos pénzügyi mutatóinak átlagos értékei

Mutató	Átlagos értékek
EBITDA margin %	20,55
EBIT margin %	14,18
ROA %	9,48
CF Margin %	19,04
EV/EBITDA	7,17
P/CF	4,49
P/BV	2,44

Forrás: Saját szerkesztés a 2022. december 31-i nyilvános pénzügyi adatok alapján (bet.hu; e-beszamoló.hu)

iparágon belüli kockázattűrési szintet. Az átlaghoz közeli vagy azt meghaladó teljesítményt nyújtó vállalat kevésbé tekinthető kockázatosnak, mint egy jelentősen a referenciaérték alatti vállalat. Az átlagos teljesítmény értékek rávilágítanak az iparág egészére kiterjedő trendekre, segítve az érdekelt feleket az értékelést befolyásoló szélesebb körű gazdasági vagy technológiai változások megértésében. Megfontoltabb döntéseket tesz lehetővé azáltal, hogy olyan összehasonlító lencsét kínál, amelyen keresztül az egyes vállalati mutatók az iparág és a piac tágabb kontextusában tekinthetők meg.

A relatív szorzószám, piaci értékelés vizsgálati eredményeként megállapítható, hogy a négy legértékesebb vállalat az Élelmiszer- és dohányipar, Gyógyszeripar, Ingatlan és Szoftver és IT szolgáltatások szektorokban működnek. A Jövedelem alapú és Cash Flow alapú mutatók a látható eszközök, a pénzügyi beszámolókból kimutatott vagyoni elemek és a működési hatékonyság közötti kapcsolatot mutatja be (1. számú ábra). A hatékony eszközhasználat magasabb jövedelmezőséget, jobb növekedési kilátásokat és alacsonyabb működési kockázatokat eredményez, amelyek mindegyike hozzájárul a magasabb vállalati értékhez. Az EBIT Margin és CF Margin közötti kapcsolat abban rejlik, hogy mindkettő mutató a működési hatékonyságot vizsgálja, de az EBIT nem veszi figyelembe a nem működési kiadásokat, így az értéksökkenést. Éppen ezért az EBITDA Margin és a Cash Flow Margin kapcsolata szorosabb,

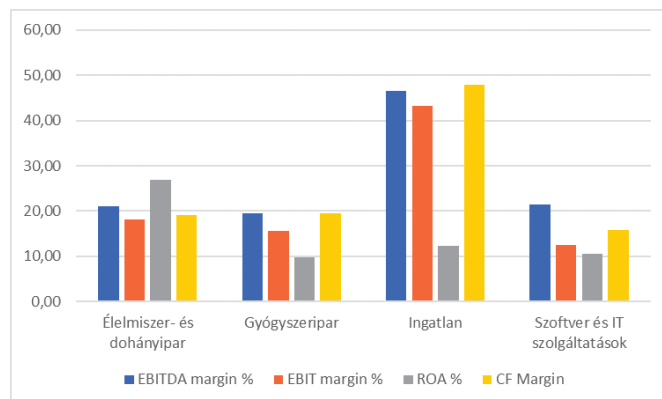


1. ábra: Legértékesebb magyar tőzsdei kibocsátók a Jövedelem alapú és Cash Flow Margin mutatók alapján

Forrás: Saját szerkesztés a 2022. december 31-i nyilvános pénzügyi adatok alapján (bet.hu; e-beszamoló.hu)

mivel az értéksökkenést visszaadja a számítás során, és egymást kiegészítő mutatók. Az EBITDA Margin a nyereségtermelő képességre, a Cash Flow Margin a pénztermelőképeségre utal. A vizsgálat bemutatja és igazolja, hogy mind a négy szektorban a magas működési hatékonyság, magas Cash Flow Margint eredményez, amely hozzájárul a vállalati érték növeléséhez. A ROA és a Cash Flow margin közötti kapcsolat az eszközök használati hatékonyságára vonatkozik. Bár a ROA nyereséget mér, a Cash Flow margin a készpénz áramlást mutatja. Egy magas ROA gyakran magas Cash Flow margint is jelenthet, mivel a hatékony eszközhasználat nagyobb készpénztermelést eredményezhet. Egy jól teljesítő vállalat esetében általában mindegyik mutató magas értéket mutat. Damodaran (2010) arra is felhívja a figyelmet, hogy bár a Cash Flow margin egy fontos mutató, nem szabad önmagában használni. Kombinálni kell más pénzügyi mutatókkal és elemzésekkel, hogy átfogó képet kapjunk egy vállalat pénzügyi egészségéről. Az első négy kimagasló teljesítményű tőzsdei kibocsátó nyilvánosan elérhető adatai megmutatják, hogy a relatív szorzószám, piaci vállalatértékelésben a látható vagyon és működési hatékonyság vizsgálata során alkalmazott Jövedelem alapú mutatók (EBIT margin, EBITDA margin, ROA) és Cash Flow margin mutatók változása között szoros kapcsolat áll fenn, és ezek együttesen utalnak a vállalatok értékteremtő képességére.

A nemlátható vagyon értékének megállapítása nehézséget jelent, mert ezek az értékek a nyilvános pénzügyi beszámolókból nem érhetőek el. A vállalatok nemlátható vagyonára utalnak a Részvényérték alapú pénzügyi mutatószámok, amelyek segítségével válasz adható arra, hogy az adott vállalat részvényeinek értéke, a piaci kapitalizációja hogyan viszonyul a jövedelemtermeléshez, a pénzteremtéshez, és a könyv szerinti értékhez. Az átlagos értékek kiszámítása során jól látható a 2. számú ábrában, hogy a vizsgálatba bevont tőzsdei kibocsátók közül a legjobb átlagos eredményeket elérők esetében az EV/EBITDA mutató átlagos 7,17 százalékos értékét jelentősen meghaladja a Szoftver és IT szolgáltatások, Gyógyszeripar, Ingatlan, és Élelmiszer- és dohányipar szektorban tevékenykedő tőzsdei kibocsátók. EV/EBITDA mutató átfogó jellege miatt a legfontosabb mutatószám a teljes piaci érték értékeléséhez, mert arra utal, hogy a befektetők többet hajlandóak fizetni a vállalatért, mint amennyi a könyvszerinti értéke. Az átlagon felüli EV/EBITDA azt mutatja, hogy a vállalat rendelkezik olyan nemlátható vagyoni elemekkel, amelyek



2. ábra: Legértékesebb magyar tőzsdei kibocsátók a Részvénypiac érték alapú mutatószámok alapján

Forrás: Saját szerkesztés a 2022. december 31-i nyilvános pénzügyi adatok alapján (bet.hu; e-beszamoló.hu)

jelentősen növelik a vállalat értékét és amelyek hozzájárulnak a jövőbeni potenciális növekedéshez. P/BV mutató egy vállalat piaci értékét méri a könyv szerinti értékéhez képest. Gyakran használják a potenciálisan alul- vagy túlértékelt vállalatok nettó eszközértékük alapján történő azonosítására. A nemlátható vagyoni elemek egy része nem jelenik meg a könyv szerinti értékben, vagy csak alulértékelt vannak nyilvántartva. Ezért a P/BV mutató jelezheti a nemlátható vagyon meglétét és jelentőségét. Ha a P/BV mutató meghaladja az egyet, akkor az azt jelentheti, hogy a piac a vállalat eszközeinek könyv szerinti értékénél magasabb értéket tulajdonít a vállalat számára. A P/CF mutató egy vállalat piaci értékét méri a pénzáramláshoz viszonyítva, megmutatja a befektetők számára, hogy a pénzügyi kimutatásokban szereplő vagyoni elemeken túl a vállalat nemlátható vagyona hogyan befolyásolja a pénzáramlásokat. Ezek a nemlátható vagyoni elemek ilyen módon tükröződnek a vállalati értékben. Egy vállalat, amely jelentős nemlátható vagyonnal rendelkezik vonzóbb lehet, mert hosszútávú potenciális fejlődési lehetőséget hordoz magában.

KÖVETKEZTETÉSEK

A vállalati érték megállapítása a felgyorsult gazdasági versenyben egyre kiemeltebb figyelmet kap. Az elemzések során a vállalati érték meghatározása történhet egy lezárt időszakra vonatkozóan, könyvszerinti adatokra alapozva, statikus elemzési módszerekkel. Egy vállalat jelenlegi, vagy jövőbeni piaci értékének meghatározása azonban komoly kihívások elé állítja az üzleti szereplőket. A tanulmány rámutat a nyilvánosan elérhető, megbízható és valós információkon alapuló elemzések fontosságára, és bemutatja a Relatív szorzószám, piaci értékelés gyakorlati megközelítését néhány pénzügyi mutatószámra keresztül. A vállalati érték a látható vagyoni elemekből és a nemlátható vagyoni elemekből együttesen határozható meg. A vizsgálat fő kérdése az, hogy a magyar tőzsdei kibocsátók körében melyik szektor állítja elő a legmagasabb vállalati értéket. A látható vagyoni elemek a pénzügyi beszámolókból kimutathatóak, de a nemlátható vagyoni elemek csak egyrésze kimutatható, sok vállalat esetében ezeket a piac árazza be, ezért ennek értéke nehezen meghatározható. A tanulmány szekunder kutatás keretében ismerteti a releváns szakirodalmi eredményeket, majd a magyar tőzsdei kibocsátók valós, életbeli példájával bemutatja az értékelés gyakorlati lépéseit. A 154 vállalat közül, 28 vállalat pénzügyi információjának felhasználásával, 2022. december 31-re vonatkozóan, 14 szektor tekintetében kerülnek bemutatásra az átlagos értékeket jelentősen meghaladó szektorok. Az Ingatlan, Élelmiszer- és dohányipar, Gyógyszeripar és a Szoftver és IT területén tevékenykedő vállalatok működési hatékonysága és Cash Flow termelő képessége járul a legnagyobb mértékben a vizsgálatba bevont vállalatoknál a vállalati érték növeléséhez. A jövedelem alapú és Cash Flow Margin mutatók alapján megállapítható, hogy az első négy kimagasló teljesítményű tőzsdei kibocsátó nyilvánosan elérhető adatai megmutatják, hogy a relatív szorzószám, piaci vállalatértékelésben a látható vagyon és működési hatékonyság vizsgálata során alkalmazott Jövedelem alapú mutatók (EBIT margin, EBITDA margin, ROA) és Cash Flow margin mutatók változása között szoros kapcsolat áll fenn, és ezek együttesen utalnak a vállalatok értékteremtő képességére, ezért az 1. számú hipotézis elfogadható.

EV/EBITDA és a P/BV mutató átlag feletti magas értéke mutató segíthet abban, hogy a befektetők azonosítsák a nem-

látható vagyon jelenlétét és fontosságát egy vállalat értékelésében. A vizsgált vállalatok esetében 2,44 volt az átlagos érték, amelyet a négy kiemelt tőzsdei kibocsátó jelentősen meghaladta. A P/CF mutató a vállalat értékelésének egyik fontos eszköze, amikor az átlag feletti jelentősen magas mutatóval találkozunk, akkor megállapítható, hogy a vállalat rendelkezik jelentős nemlátható vagyonnal, amely hozzájárul a stabil és növekvő pénzáramláshoz. A vizsgálat bemutatja, hogy a legmagasabb a nemlátható vagyoni elem a Szoftver és IT szolgáltató vállalatoknál jelentkezik, amelyek az általuk kifejlesztett szoftverek szabadalma, alkalmazottak szakértelme, rendelkezésre álló know-how, márkanev, ügyfélkapcsolatok révén jelentkezhet. A második legnagyobb nemlátható vagyoni elem az Élelmiszer- és Dohányiparban mutatkozik, amelyet márkanev, szabadalmak és védjegyek, ügyfélkapcsolatok, marketing és forgalmazási gyakorlatok és munkavállalói szakértelem tesz lehetővé. A harmadik legnagyobb nemlátható vagyon a Gyógyszeriparban található, amely a szabadalmakból, alkalmazott és levedett technológiákból és gyártási jogokból, kutatási tevékenységből, márkanevből, alkalmazottak tudásából, és egészségügyi eredményekből áll. A negyedik legnagyobb nemlátható vagyon a vizsgált vállalatoknál az Ingatlan üzemeltetési szektorban látható, amely áll az ingatlanokkal kapcsolatos jogokból, bérleti bevételi garanciákból, vevők és bérlők kapcsolati hálójából, energiahatékonyságból, fenntartható gyakorlatokból, környezet minőségéből, közlekedési feltételekből, hírnévből.

A tanulmány bemutatja, hogy a Részvénytőzsdén alapú mutatószámok, a piaci kapitalizáció ismeretében alkalmasak arra, hogy megmutassák azokat a vállalatokat, amelyeknél jelentős a vállalatok könyvszerinti értéke és piaci értéke közötti különbség, ezért a 2. számú hipotézis is elfogadható. A cikk hozzájárul ahhoz, hogy a Magyar Tőzsdei Kibocsátók nyilvánosan elérhető példái keresztül, az érintett felek, mint például befektetők, pénzügyi elemzők, egyetemi hallgatók, vállalkozók számára hasznos információk és tudásanyag álljon rendelkezésre, amely támogatja a hatékony és eredményes elemzési tevékenységet és pénzügyi döntéshozatalt.

IRODALMI FELDOLGOZÁS

- ARNOLD, G. (2010): The great investors. Lessons on investing from master traders. Pearson Education Limited. Financial Times Series. London. p. 640. ISBN 10: 0273743252 / ISBN 13: 9780273743255
- BECKER, PÁL – TURNER, ANNA – VARSÁNYI, JUDIT – VIRÁG, MIKLÓS (2005): Értékalapú stratégiák. A pénzügyi teljesítmény értékvezérelt menedzsmentje. Akadémia Kiadó. Budapest. p. 224 ISBN 9630582783
- BECSKY-NAGY, P. (2016): The Special Aspects of Venture Capital's Value Creating Mechanisms in Hungary. Journal of entrepreneurship management and innovation 12: 3 pp. 31-55. DOI:10.7341/20161232
- BEKKER, ZSUZSA (2005): Közgazdasági Nobel-díjasok 1969-2004. KJK-Kerszöv. Budapest. p. 928. ISBN: 9799632248409
- BÉLYÁCS, IVÁN (2013): A befektetések és a tőkepiac. Akadémia Kiadó, Budapest. p. 152 ISBN 9789630593618.
- BODA, GYÖRGY – SZLÁVIK, PÉTER (2005): Kontrolling rendszerek. KJK Kerszöv, Budapest. p. 500 ISBN 9632248422
- BODIE, Z. – KANE, A. – MARCUS, A. (2005): Befektetések. Aula Kiadó, Budapest. p. 1133 ISBN 9635031459

- BODIE, Z. – MERTON, R. C. – CLEETON, D. L. (2011): A pénzügyek közgazdaságtana. Osiris Kiadó, Budapest. p. 628. ISBN 9789632761824
- BREALEY – MYERS (2011): Modern Vállalati Pénzügyek. Panem Kiadó. Budapest. p. 1176 ISBN 9789635455287
- CHIKAN, ATTILA (2021): Vállalatgazdaságtan. Akadémia Kiadó, Budapest. p. 674 ISBN 9789634546269
- COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J. (1999): Vállalatértékelés, értékmérés és értékmaximáló vállalatvezetés. Panem. Budapest. p. 552 ISBN 963545192X
- CSÁTH, MAGDOLNA (2023): A szellemi tőkeberuházások és vagyon szerepe a versenyképesség javításában. Hitelintézeti Szemle, 22(2), pp. 126-144. DOI:10.25201/HSZ.22.2.126.
- CUNNINGHAM, A. L. (2013): Warren Buffett jelenti. Leckék befektetőknek és vállalatvezetőknek. T.bálint Könyvkiadó, Törökbálint. p. 286. ISBN 9789638966537
- DAMODARAN, A. (2010): A befektetések értékelése. Panem Kiadó, Budapest, p. 1065 ISBN 9789635454556
- EDWARDS, D. R. – MAGEE, J. – BASSETTI, W.H.C (1948): Technical Analysis of Stock Trends. CRC Press Taylor & Francis Group. Abingdon, p. 686. ISBN 9781032241821
- FISHER, P A (2012): Közönséges részvények – rendkívüli profitorok. T. Bálint Kiadó. Törökbálint. p. 296 ISBN 9789638902498
- Graham, B. (2011): Az intelligens befektető. T.Bálint Kiadó, Törökbálint. p. 517. ISBN 9789638902443
- GRAHAM, B. – DOOD, D. (2018): Securities Analysis. McGraw-Hill, New York. pp. 46-112 ISBN-10. 0070132372; ISBN-13. 978-0070132375
- HARANGOZÓ, TAMÁS: (2007): Az intellektuális tőke mérése és ennek lehetséges magatartási vonatkozásai, Vezetéstudomány, 38. évf. 12. szám
- LYNCH, P. (2008): Sikerrel a tőzsdén. Alinea Kiadó. Budapest. p. 352. ISBN 9789639659148
- RAPPAPORT, A. (1997): Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. Free Press. p. 224. ISBN 13: 9780684844107
- RAPPAPORT, A. (2003): „A tulajdonosi érték”, Alinea Kiadó, Budapest p. 228. ISBN 9638630604
- SINKOVICS, ALFRÉD (2007): Költség és pénzügyi kontrolling. Complex. Budapest. p. 290. ISBN 9789632249193
- SVEIBY, KARL ERIK (2001): a szervezetek új gazdagsága, a menedzselt tudás, KJK KERSZÖV Kiadó. Budapest. p. 292. ISBN 9632245997
- TAKÁCS, ANDRÁS (2015): Vállalatértékelés a magyar számveteli környezetben. Perfekt Kiadó. Budapest. 200 p. ISBN 9789633947678
- TAKÁCS, ANDRÁS (2021): Modern vállalatértékelés. Akadémia Kiadó. Budapest. p. 156 ISBN 9789634546641
- TÓTH, TAMÁS (2021): Vállalati pénzügyi elemzések. Akadémiai Kiadó. Budapest. pp. 47-120. ISBN 978 963 454 617 7
- TIER, M. (2008): A gazdaggá válás útja. Buffet, Icahn és Soros, avagy a világ legsikeresebb befektetőinek vagyongyarapítási titkai. Alexandra. Pécs. p. 360 oldal ISBN 9789633705537
- ZÉMAN, ZOLTÁN – BÉHM, IMRE (2017): A pénzügyi menedzsment kontroll elemzési eszköztára. Akadémia Kiadó. Budapest. p. 396. ISBN: 978 963 454 013 7

Internetes források:

- ASWHAT DAMODARAN (2009): Valuing companies with intangible assets. <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>
- ASWHAT DAMODARAN (2018): Investment valuation. <https://suhaplanner.files.wordpress.com/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>
- BAUMOL, W. (1959): Business Behavior, Value, and Growth. New York, Macmillan. <https://www.scirp.org/reference/ReferencesPapers?ReferenceID=1448>
- FENYVES, VERONIKA – BÁCS, ZOLTÁN – DROJ, LÁSZLÓ – TARNÓCZI, TAMÁS (2018): “Significance and possibilities of measuring intellectual capital based on accounting statements” <http://eworkcapital.com/significance-and-possibilities-of-measuring-intellectual-capital-based-on-accounting-statements/>
- FERNANDEZ, P. (2007): Company valuation methods. The most common errors in valuation. <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>
- NARKUNIEN, J. – Ulbinait, A. (2018): Comparative analysis of company performance evaluation methods. Entrepreneurship and Sustainability Issues, 2018, 6 (1), pp.125-138. [ff10.9770/jesi.2018.6.1\(10\)ff. ffhal-02121048f. https://hal.science/hal-02121048/document](https://hal.science/hal-02121048/document)
- SVEIBY, K. E. (2005): Measuring Models for Intangible Assets and Intellectual Capital. <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm>
- SVEIBY, K.E (2010): Methods for Measuring Intangible Assets. <https://www.sveiby.com/files/pdf/intangiblemethods.pdf>
- VÁRADI, L. – HAMAD, M. (2024): Az intellektuális tőke mérési lehetőségei egy vállalati példán keresztül. Economica, 15(1-2), 1-13. <https://ojs.lib.unideb.hu/economica/article/view/13485>
- Tőzsdei kibocsátók pénzügyi adatai: <https://www.bet.hu/oldalak/kibocsatok>