

TŐZSDEI CÉGEK ÉRTÉKELÉSE

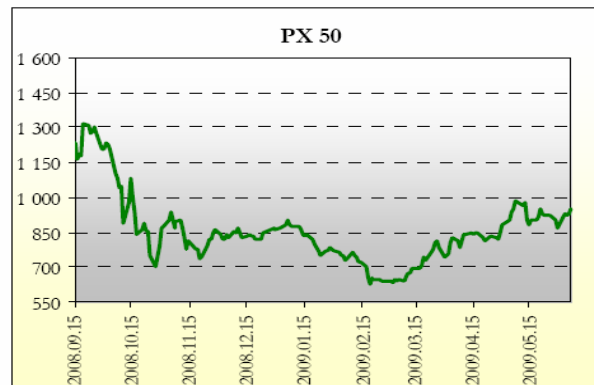
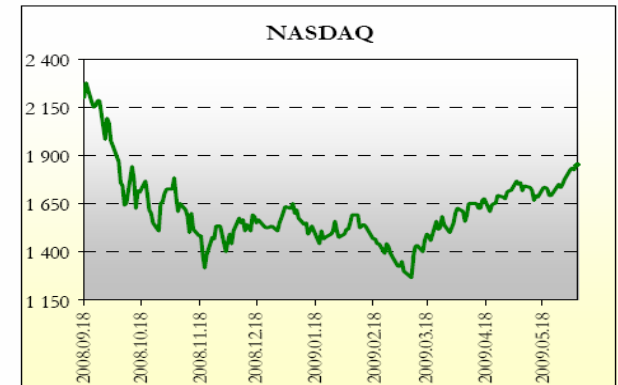
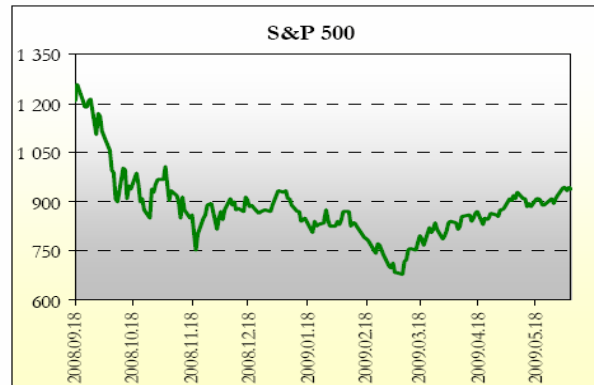
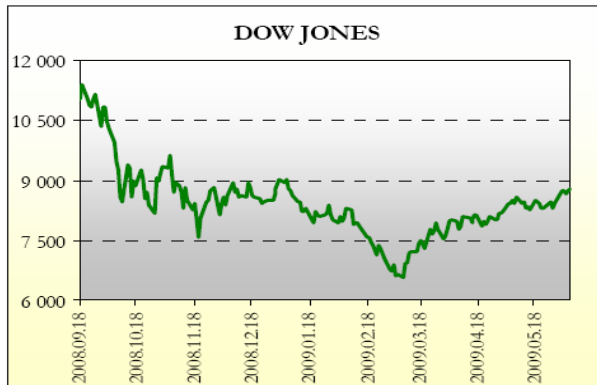
**Mi is az ÉRTÉK a tőzsdei befektetők számára, hogyan értékelnek,
és miként tükröződik mindez a részvényárban?**

Martin Hajdu György

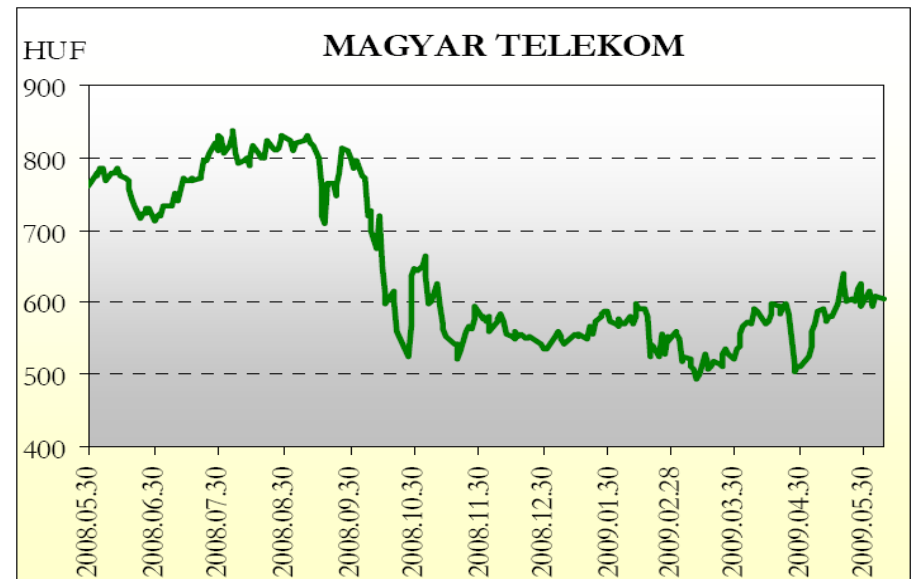
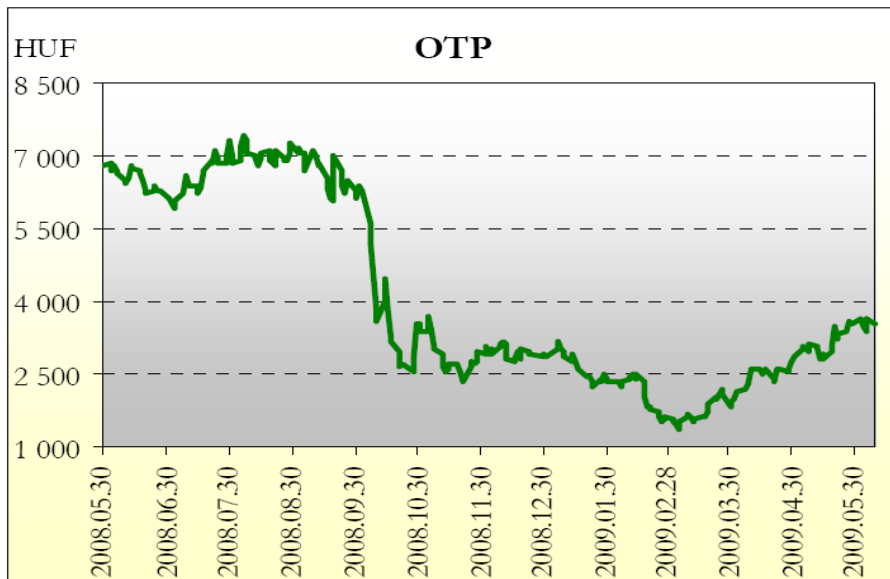
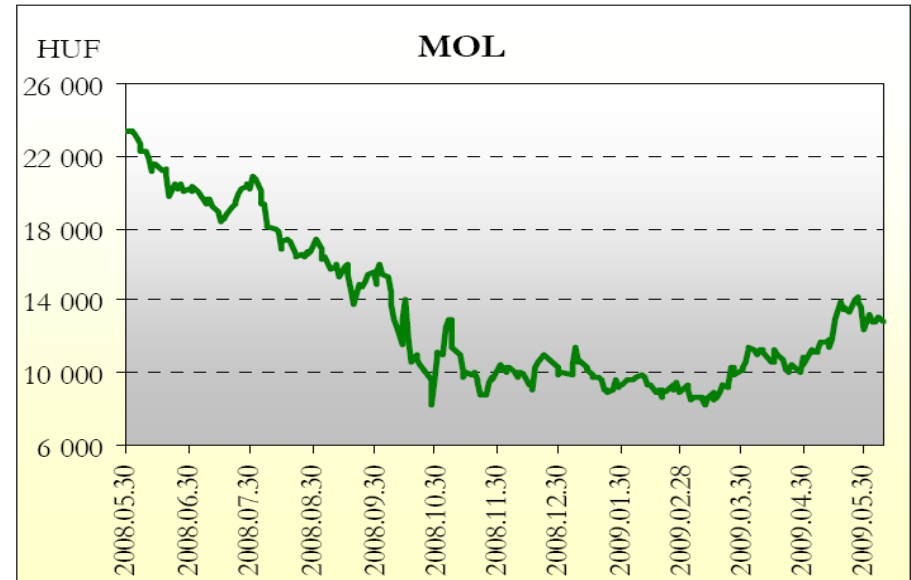
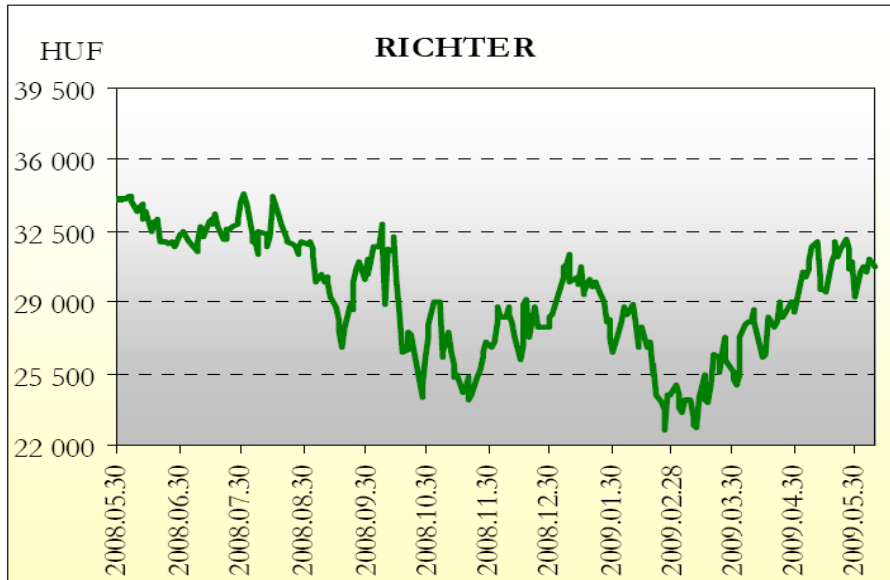
Tisztán Tőzsde Konferencia

2009. június 9.

RÉSZVÉNYPIACI INDEXEK ALAKULÁSA



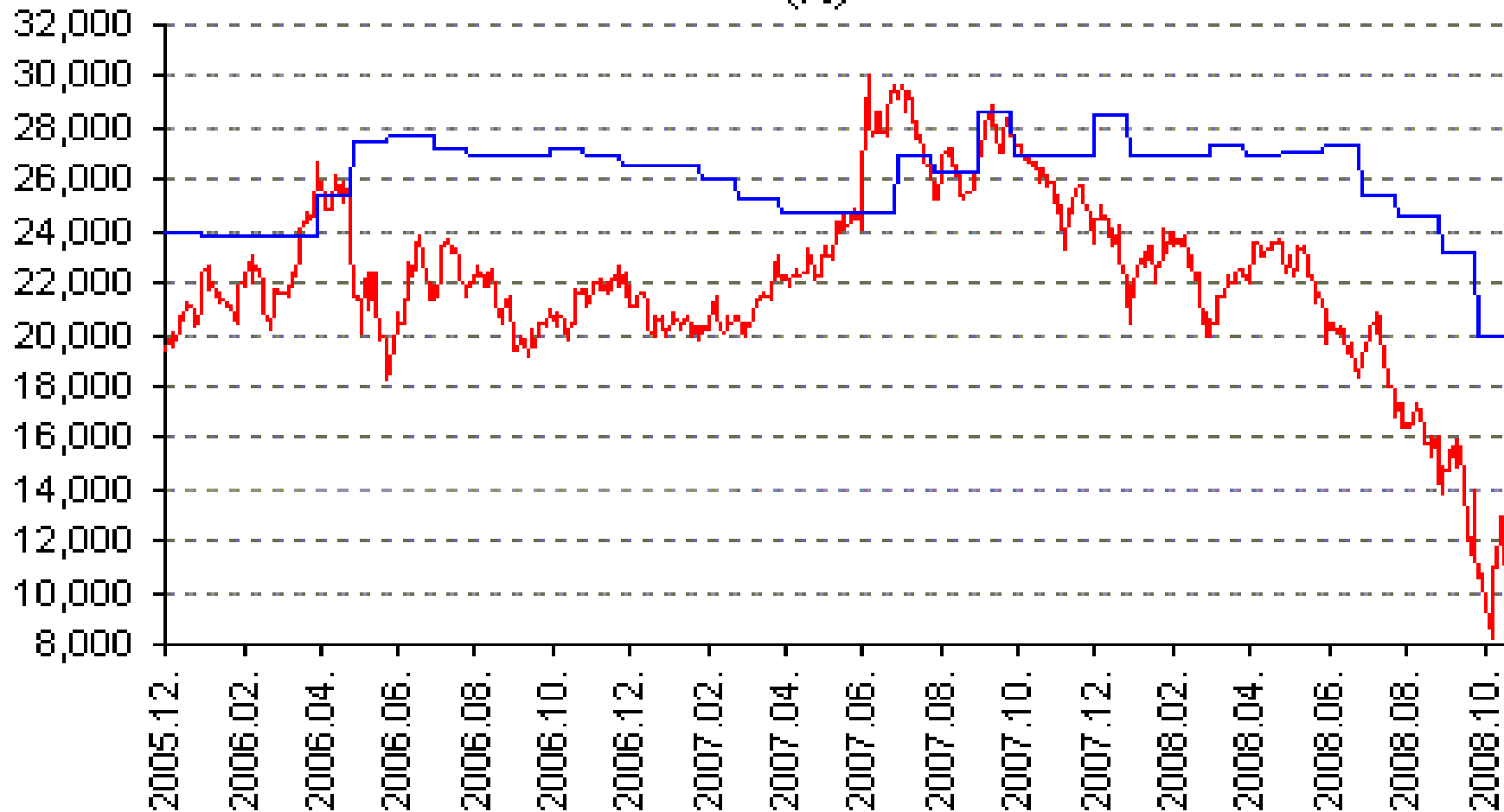
BLUE CHIP RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK ALAKULÁSA



RÉSZVÉNYÉRTÉKELÉSEK ÉS ÁRFOLYAMOK

A MOL medián célárának és árfolyamának alakulása

(Ft)



Forrás: Datastream, portfolio.hu

MI IS AZ ÉRTÉK?

**TULAJDONSÁG, AMELYNEK MEGLÉTE MIATT AZ ADOTT
DOLOGÉRT HAJLANDÓAK VAGYUNK FIZETNI.**

Szubjektív korlátozó feltételek:

- a háttérben szükséglet kielégítése (használati érték)
- korlátozott elérhetőség /alternatíva-költség
- pénz, mint általános érték kifejező (vagyon érték)

„A szépség a szemlélő szemében van!” (Oscar Wilde)

Az érték is a szemlélő szemében van!

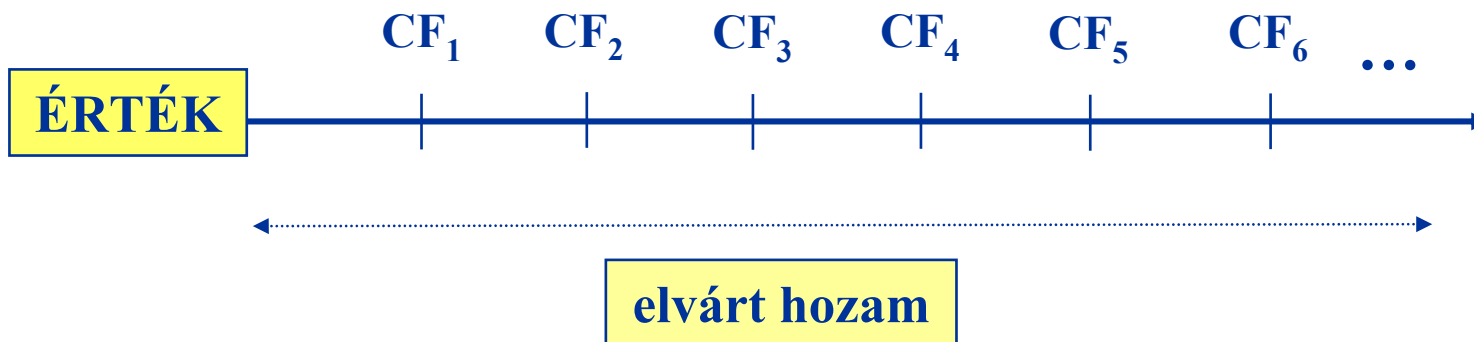
MIÉRT VAN A RÉSZVÉNYEKNEK ÉRTÉKE?

Szigorúan pénzügyi követelések (**részvények, kötvények és egyéb vagyontárgyak**) esetében csökkennek a szubjektív elemek.

Tiszta befektetői racionalitást feltételezve:

ÉRTÉK = f (jövőbeli pénzáramok, elvárt hozam)

Mögöttes motivációk: gyarapodás, függetlenség, biztonság ...



SZABAD PÉNZÁRAM ÉS NYERESÉG KÜLÖNBSÉGE

Nyereség (ami megképződik):

- számviteli elvektől függ
- kozmetikázható
- nem mérhető össze a befektetők pénzbefektetésével
- nem veszi figyelembe a működés tőkeigényét
- nem diszkontálható

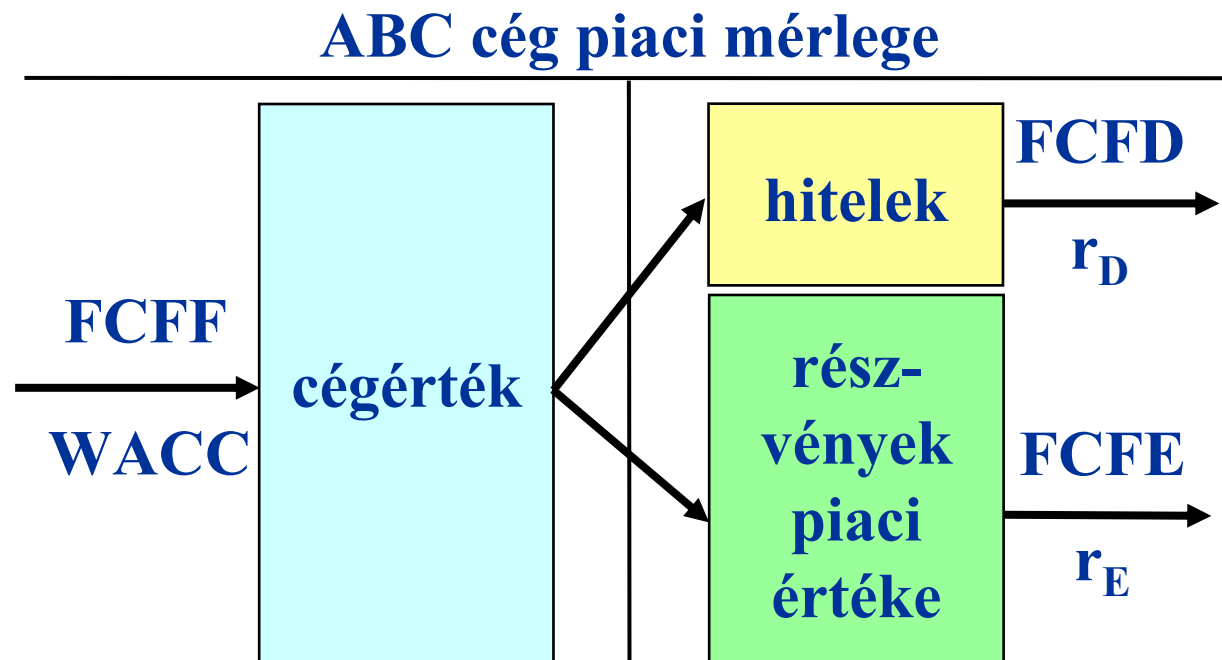


Szabad pénzáram (ami kivehető):

- adott időszak alatt pontosan meghatározható
- menedzselhető, de utólag nehezen manipulálható
- almát almával, körtét körtével vet össze
- figyelembe veszi a működés tőkeigényét
- jelenértékre számítható

MIÉRT ÍGÉRNEK PÉNZÁRAMOT A RÉSZVÉNYEK?

- A megvalósított üzleti modell hozza létre a részvényekre kifizethető pénzáramokat (pl. osztalék).
- Az érték a cég működéséhez kötődik, ezért értékelünk a cég szintjén.
- Valójában végső soron mindig a részvények értékére vagyunk kíváncsiak (tranzakciós szempont).



MIKÉNT SZÁMOLHATÓ A CÉGÉRTÉK? I.

Alapítok egy céget 1.000 egységnyi forrás egyszeri betételével. Az éves pénzáram várhatóan 200 egység, amit teljes egészében ki is kívánok venni a vállalkozásból.

	1	2	3	4	5
IC	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0
IC növekedési üteme		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NOPLAT	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
<i>g (NOPLAT növekedési üteme)</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ΔIC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
ROIC	20%	20%	20%	20%	20%

Mekkora a vállalkozás értéke számomra szigorúan pénzügyi szempontból?

MIKÉNT SZÁMOLHATÓ A CÉGÉRTÉK? II.

	1	2	3	4	5
IC	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0
IC növekedési üteme		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NOPLAT	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
<i>g (NOPLAT növekedési üteme)</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Δ IC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
ROIC	20%	20%	20%	20%	20%

$$V = \text{FCFF} / \text{WACC} = \text{IC} * \boxed{\text{ROIC} / \text{WACC}}$$

- Ha az elvárásaim teljesülnek (20%), akkor éppen **1.000** (200/0,2).
 - Ha kevesebbel is beérném (10%), akkor **2.000** (200/0,1).
 - Ha csak magasabb hozammal elégednék meg (25%), akkor **800** (200/0,25).
- (Ha ezt előre tudom, nem alapítom meg!)

Megjegyzés: A befektetett forráson ténylegesen realizált hozamom csak utólag számolható ki. Az értéket a várható hozam mozgatja, hiszen a mögöttes szükséglet a jövőről szól, a várható jövőkép alapján értékelem a befektetést.

A NÖVEKEDÉS HATÁSA A CÉGÉRTÉKRE

Az üzleti volument növelhetem, ha a jövőbeli pénzáramból évente visszaforgatok (K=25%). Akkor éri ez meg, ha várhatóan legalább annyit keresek az újonnan betett pénzen, mint amekkora hozamot elvárok.

	1	2	3	4	5
IC	1 000,0	1 050,0	1 102,5	1 157,6	1 215,5
IC növekedési üteme		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
NOPLAT	200,0	210,0	220,5	231,5	243,1
g (NOPLAT növekedési üteme)		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Δ IC	50,0	52,5	55,1	57,9	60,8
FCFF	150,0	157,5	165,4	173,6	182,3
ROIC=RONIC	20%	20%	20%	20%	20%
WACC	10%	10%	10%	10%	10%
ROIC-WACC	10%	10%	10%	10%	10%

Mi a vállalkozásom értéke most szigorúan pénzügyi szempontból?

$$V = \text{FCFF} / (\text{WACC} - g) = \text{NOPLAT} * (1 - K) / (\text{WACC} - g)$$

A növekedés hatása:

- Ha WACC=20%, akkor **1.000** [150/(0,2-0,05)] \Rightarrow *értéksemleges*
- Ha WACC=10%, akkor **3.000** [150/(0,1-0,05)] \Rightarrow *értékteremtő*
- Ha WACC=25%, akkor **750** [150/(0,25-0,05)] \Rightarrow *értékromboló*

A CÉGÉRTÉK „ZEN” KÉPLETE

Növekvő örökjáradékos esetben:

$$V = \frac{\text{FCFF}}{\text{WACC} - g}, \text{ ahol: ROIC, RONIC, } g, \text{ WACC} = \text{konstans}$$

$$V = \frac{\text{NOPLAT} * (1 - g / \text{RONIC})}{\text{WACC} - g}$$

az
értékteremtés
egyik
mutatója

$$\frac{V}{IC} = \frac{\text{ROIC} * (1 - g / \text{RONIC})}{\text{WACC} - g}$$

A CÉGÉRTÉK TELJES KÉPLETE

$$V_{op} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_t * ROIC_t * (1 - g_{t+1} / RONIC_{t+1})}{\prod_{t=1}^{\infty} (1 + WACC_t)}$$

A várható ROIC és RONIC (jövedelmezőség), WACC (tőkeköltség), g (növekedés) és IC (működtetett források) mögött meghúzódó erők:

- stratégiai pozíció
- üzleti modell
- versenyelőnyök
- finanszírozási struktúra
- szervezeti kultúra
- stb.

HOGYAN GYARAPÍTHATÓ AZ ÉRTÉK?



1. Minél nagyobb összeggel játszik, annál nagyobb nyereség: $IC * (ROIC - WACC)$.
2. Minél több pénzt forgat vissza az üzletbe, annál jobban nő az IC, így a nyereség is.

A kereskedő analógia alapján CSAK olyan vállalati döntések értékteremtők, amelyek:

1. megnövelik a cash flow termelő képességet (ROIC a meglévő, RONIC az új beruházások tekintetében),
2. megemelik a nyereség, illetve szabad pénzáram növekedési ütemét (g),
3. megnyújtják a magas növekedési időszak hosszát (t - explicit periódus),
4. csökkentik a működésbe bevont források átlagos tőke költségét (WACC).

A CÉGÉRTÉK MEGHATÁROZÓI TÉNYEZŐI



Forrás: Damodaran online

ÉRTÉKTEREMTŐ LEHETŐSÉGEK I.

A meglévő eszközök cash-flow termelő képességének növelése

- Működési hatékonyság javítása (árpolitika, disztribúció, költség-hatékonyság, stb.)
- Adóteher csökkentése (transzfer árazás, elhatárolás, adókedvezmények, stb.)
- Eszközök leállítása, eladása (lekötött tőke csökkentése, veszteség mérséklés, stb.)
- Meglévő tőkeeszközök kiadásainak csökkentése (pl. pótlás ütemezése)
- Hatékonyabb forgótőke menedzsment (számlázás-behajtási rend, készletezés, stb.)

Nagyobb várható növekedés

- Visszaforgatási ráta növelése új projektek kutatásával (WACC fölötti megtérülés)
- Piac-, ügyfél-, cégakvizíciók (ha többet hoznak, mint megszerzésük költsége)

ÉRTÉKTEREMTŐ LEHETŐSÉGEK II.

Hosszabb növekedési periódus

- Márkanév felépítése (megkülönböztetés értéktöbblete)
- Szabadalmak, licenszek, egyéb jogi védelmek megszerzése (új monopol termékek)
- Termékhűség erősítése (pl. fogyasztói átváltási költségek növelése)

Tőkeköltség csökkentése

- Működési kockázat mérséklése (pl. diszkrécionális jelleg csökkentése)
- Működési tőkeáttétel csökkentése (kiszervezés, jutalékos bérezés, stb.)
- Finanszírozás típusának és feltételeinek módosítása (pl. cash-flow matching)
- Finanszírozási szerkezet megváltoztatása (pl. tőkeáttétel módosítása)

MAGAS ROIC ÉRTÉK BIZTOSÍTÁSA

$$\text{ROIC} = (1 - T) * \frac{(\text{egységár} - \text{egységköltség}) * \text{mennyiség}}{\text{befektetett működési tőke}}$$

Forrás: McKinsey

Magas jövőbeli ROIC értékek forrása legalább egy versenyelőny:

- **Árazási prémium** (Coca-Cola) – differenciálás (ármeghatározó és nem árelfogadó)
- **Költségelőny** (Wal-Mart) – beszállítókkal szembeni erő, technológiai fejlesztés, készletezés, stb.
- **Tőkehatékony** (Southwest Airlines) – többet értékesít adott befektetett tőkére vetítve (stratégiai különbség lehet)

Versenyelőnyök hosszú távú fenntartása – csak akkor lehetséges, ha akadályt állít a másolás (meglévő versenytársak) ellen, vagy az iparágba belépés (új versenyzők) ellen.

HOGYAN JUTUNK EL A RÉSZVÉNYEK ÉRTÉKÉHEZ?

Működési cégérték	ROIC, RONIC, g, WACC
+ nem működési eszközök értéke	értékpapírok, részesedések, ingatlanok, stb. piaci értéke
Teljes cégérték	transzparencia, személyi függés, peres ügyek
- adósság piaci értéke	tőkeszerkezet, kezességek
Részvénytőke piaci értéke	
/ részvények darabszáma	warrantok, treasury részvények
Egy részvény elméleti értéke	
± prémiumok / diszkontok	tulajdonosi szerkezet, likviditás
Egy részvény valós értéke	

Minden szint meghatározásánál eltérőek az egyes befektetők várakozásai, preferenciái, értékítéletei.

LÉTEZIK A RÉSZVÉNYEKNEK BELSŐ ÉRTÉKE? I.

Elemző	időpont	célár	aktuális árfolyam	ajánlás
Deutsche Bank Várkonyi Gergely	2009.04.08	17.500	11.000	vétel
UBS Anish Kapadia	2009.04.06	12.500	11.500	vétel
ING Pletser Tamás	2009.04.15	9.600	10.650	eladás
KBC Tordai Péter	2009.05.07	14.565	11.150	vétel
BoA Merrill Lynch Hootan Yazhari	2009.05.20	9.500	13.450	alulteljesítő
Concorde Vágó Attila	2009.05.26	14.130	11.900	alulsúlyozás

LÉTEZIK A RÉSZVÉNYEKNEK BELSŐ ÉRTÉKE? II.

Elemző	időpont	célár	Aktuális árfolyam	ajánlás
UBS Daniele Brupbacher	2009.02.17	2.000	2.341	eladás
BoA Merrill Lynch Cristina Marzea	2009.02.25	2.318-1.222	1.635	alulteljesítő
KBC Mark MacRae	2009.02.20	4.452	1.810	vétel
Deutsche Bank Marcin Jablczynski	2009.02.25	3.700	1.515	vétel
Nomura Maciej Szczesny	2009.02.25	4.600	1.700	vétel

Igen, de ahány befektető/elemző, annyi belső érték!

AKKOR A RÉSZVÉNYÁRFOLYAM MIT TÜKRÖZ?

- Ha **nincs egy „objektív”, belső érték**, akkor az sem lehet igaz, hogy a részvényár hosszú távon a részvény belső értékét tükrözi vissza.
- Az árfolyam az **egyéni értékelések aggregát kifejezése**, a kereslet-kínálat mechanizmusán keresztül. A piaci árban aktuális várakozások, értékítéletek és preferenciák átlagolódnak ki.
- Tanulmányok igazolják fejlett tőzsdei piacokon, hogy az árfolyamban előbb-utóbb **tükröződnek a fundamentumok** (értékvezérlő tényezők alakulása), attól piaci turbulenciák, irracionális befektetői magatartás, csorda-hatás, stb. téríthetik el.
- Minél kiegyensúlyozottabb a piaci helyzet, a befektetők minél jobban értik és becslik az adott cég működését, annál szorosabb lehet már rövid távon is a tőzsdei árfolyam és a részvényérték kapcsolata.

AZ ÉRTÉKMENEDZSMENTET TÁMOGATÓ ÉRVEK

Érdemes-e értékteremtésre törekedni? Valóban értéket fizet-e a piac? DCF árazást alkalmaznak-e a befektetők? Visszaigazolja-e a javuló kilátásokat a piac a vételárban?

Más kérdésként: **Számítanak az értékfundamentumok például a tőzsdei árak alakulásában?**

- A magasabb ROIC és g értékű cégek piaci kapitalizációja magasabb.
- A piaci értékelése a hosszabb távú összefüggéseket tükrözi.
- A tőzsdei árak tükrözik a számviteli információk mögötti gazdasági fundamentumokat.
- A tőzsdei árak alakulása jól tükrözi a mögöttes gazdasági fundamentumok változását.
- A szisztematikus piaci túl- és alulárázások rövid életűek, és rendszerint néhány év alatt korrigálódnak.

MI KÖVETKEZIK MINDEBBŐL?

- Ha a fundamentumokat a pillanatnyi részvényárfolyam nem is tükrözi jól, tendencia van arra, hogy **a piac idővel korigálja magát.**
- Érdeemes befektetőként **alul-/felülárzott részvényeket keresni,** amihez viszont értékelés szükséges, azaz annak megállapítása, hogy mekkora lenne (lesz várhatóan) a reális piaci árfolyam.
- Ha a megállapított érték jelentősen meghaladja (Graham „margin of safety” koncepciója) az aktuális részvényárat, **érdeemes vásárolni a piaci korrekció reményében,** és fordítva. Lényegében ezt a célt szolgálja az elemzők célár megjelölése.

De hogyan értékeljük a tőzsdei befektetők átlagos szemével?

RÉSZVÉNYELEMZŐI AJÁNLÁS

J.P.Morgan

OTP Bank

Undervalued given NAV and NPL risk receding;
upgrading to OW and raising TP to HF6,200 -
Corrected Note supersedes previous versions

- **OTP has had a consistently profitable franchise ('05-08 avg. ROE 26%) without a single rights issue since its IPO in 1995.** The stock now appears substantially undervalued vs. the sector; trading at P/E's of 3.5x '11E, 5.0x '10E (vs. sector 9-12 x) and 7.0x '09E (vs. sector 10-13 x); 2.2x operating pre-provisioning cash flow (10E); and 1x 10E NAV. We expect ROE of 19% by 2011, supported by Tier 1 of 11.5% YE09E. We upgrade OTP to Overweight from Neutral and add the stock to our CEEMEA Analyst Focus List.
- **Share remains undervalued**, in our view, because the market appears to remain focused on two lagging indicators — asset quality and NAV risk — and not earnings. While NPLs will keep deteriorating (we expect Group NPL's to peak by Q4'09 at 9.7% vs. our previous forecast of 9.9% by Q4'10; Q1'09 was at 5.7%), we see deterioration '09 front-loaded' with recovery in 10-11E increasingly likely, which is different from the scenario expected in January.- (see ['OTP - Between a rock and a hard place: downgrading to Neutral'](#) when both i) the risk of systemic meltdown was very high, ii) the visibility of a solution (IMF, EU) poor, and iii) oil/commodity prices were low, negatively affecting OTP's core markets (and currencies) Hungary, Russia, the Ukraine, CEE.
- **NAV risk decline is supported by 09-10E pre-provision profits of €2.8bn covering over 10% of gross loans (€26bn) which seems**

CEEMEA Equity Research
05 June 2009

▲ Overweight

Previous: Neutral

OTPB.BU, OTP HB

Price: Ft3,502.00

Price Target: Ft6,200.00



CEEMEA Banks

Paul Formanko^{AC}

(44-20) 7325-6028

paul.formanko@jpmorgan.com

J.P. Morgan Securities Ltd.

For Specialist Sales Advise please contact

Oliver Doeltl

(44-20) 7779-2187

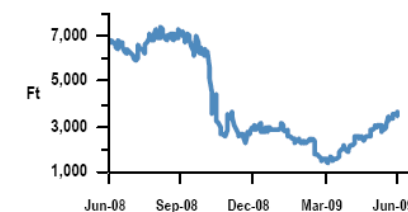
oliver.doeltl@jpmorgan.com

Nick Gough

(44-20) 7325-9459

nick.c.gough@jpmorgan.com

Price Performance



PIACI ÉRTÉKELÉSI MÓDSZEREK

SZEMPONTOK	DCF	PIACI MUTATÓK
üzleti kilátások	stratégiai terv – szabad pénzáram	üzleti terv – pénzügyi adatok
piaci értékítélet	diszkontráta – tőkeköltség	piaci mutatók – P/E, EV/EBDIT, P/BV
tulajdonosi szerkezet	prémiumok / diszkontok	
likviditás		

DCF előfeltevés: diverzifikált intézményi befektetők hasonló elvárt hozammal, akiknek a várakozásaik hasonlóak lesznek.

Piaci mutató előfeltevés: a piac átlagban nem téved, és a befektetők előbb-utóbb ugyanazt a szorzót fizetik hasonló cégek részvényeiért.

MOL DCF ÉRTÉKELÉSE

MOL: Two-stage FCFF valuation

HUF m, unless stated otherwise	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	Term.
EBIT	215.3	297.4	383.5	471.4	477.3	476.2	476.1	
Tax on EBIT	47.8	66.0	85.1	104.7	106.0	105.7	105.7	
NOPLAT	167.5	231.4	298.4	366.7	371.3	370.5	370.4	
Depreciation	173.1	209.2	220.4	229.9	238.5	238.5	246.5	
Gross cash flow	340.6	440.6	518.8	596.7	609.8	609.0	616.9	
Change in working capital	-183.6	40.8	-21.9	-78.0	-27.4	-27.4	-28.2	
Capital expenditure	-420.2	-443.4	-445.6	-383.0	-342.7	-342.7	-246.5	
Free cash flow	-263.3	37.9	51.2	135.6	239.7	238.9	342.2	4,489.8
NPV of free cash flow	213.7							
PV of terminal value	2,096.2							
Net debt	-689.4							
Minorities	-118.4							
Provisions	-223.6							
Equity value	1,278.5							
Per share value (HUF)	14,565							

Source: KBC Securities estimates

MOL: DCF assumptions

WACC calculation	For 2009–15	Term. value	Terminal value calculation		HUF bn
Risk-free rate	8.33%	5.00%	FCFF/(WACC-g)	LT WACC is 8.99%, LT growth is 1%	4,727
Beta	1.00	1.00	EV/EBITDA based value	Fair EV/EBITDA is 6.0x	4,335
Equity premium	4.50%	4.50%	Expected average P/E	Fair P/E is 10.0x	4,369
Cost of equity	12.83%	9.50%	Expected average P/BV	Fair P/BV is 1.9x	4,527
Debt premium	100bp	70bp	Average	It is a future value (2015)	4,490
Cost of debt	9.33%	5.70%	<i>PV of terminal value</i>	<i>Using WACC of 10.43% to discount</i>	2,096
<i>Effective tax rate</i>	<i>22.20%</i>	<i>22.20%</i>			
<i>WACC</i>	<i>10.43%</i>	<i>8.99%</i>			

Source: KBC Securities estimates

OTP DCF ÉRTÉKELÉSE

OTP Bank (Overweight; Price Target Ft 6200.00)

Valuation Methodology

New price target is HUF 6,200. Given the stabilization in the macro environment, we have revised our methodology from a rounded average of the Gordon Growth valuation, PE multiple valuation, P/NAV multiple valuation and Sum of the Parts valuation used previously to an exclusively Gordon Growth based valuation, as we believe the market is likely to look for recurring earnings power. Thus, to better capture future earnings potential, our new June 2010 target price is based on the Gordon growth model, factoring in a long term growth rate of 4%, cost of equity 15% and normalized ROE of 19%. OTP has achieved an average ROE of 26% (2005-08); we are conservatively assuming 19% as a more realistic level in the current market conditions. Our LT growth rate of 4% reflects more normalized (potential GDP) growth levels in the region. Our COE of 15% (we use 12-13% for Euro-based financials) factors in an additional premium of 200-300 bps to reflect the more risky geographical composition of the franchise. This yields a price target of HUF 6,200.

Table 8: OTP Bank -12m Gordon Growth Price target at HUF 6,200

	2010E
Long term growth rate (normal GDP growth in the CEE region)	4%
Hurdle rate (reflection of geographical risks)	15%
Normal ROE (historically 26%), adjusted for more challenging environment)	19%
Fair price to book	1.4
Fair value, HUF	6,200
Upside from current levels	76%
Market capitalization at fair value, HUF billion	1,736
2010 PE at fair value	8.9
2010 P/NAV at fair value	1.7

Source: J.P. Morgan estimates.

A TŐZSDEI INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK HASONLÓSÁGA

Befektető típus	Kockázati típusok	Kompenzáció	Kockázat mértéke	Tőkeköltség	Cégérték
Magáncég: a tulajdonos minden vagyonát az üzletben tartja	projekt kockázat versenykockázat szektor kockázat nemzetközi kockázat piaci kockázat	teljes kockázat	szórás	40%	$100/0,4 = \mathbf{250}$
Kockázati tőke: vagyona kevés szektor néhány vállalatában fekszik	szektor kockázat nemzetközi kockázat piaci kockázat	a szektor portfólióhoz adódó kockázat	szektorbéta	25%	$100/0,25 = \mathbf{400}$
Elsődleges nyilvános kibocsátás vagy nyilvános cég, ahol a befektetők a hazai piacon diverzifikáltak	nemzetközi kockázat piaci kockázat	a hazai portfólióhoz adódó kockázat	hazai index béta	15%	$100/0,15 = \mathbf{667}$
Elsődleges nyilvános kibocsátás vagy nyilvános cég, ahol a befektetők a nemzetközi piacon diverzifikáltak	piaci kockázat	a globális portfólióhoz adódó kockázat	globális index béta	10%	$100/0,1 = \mathbf{1.000}$

100 egységnyi örökjáradékot produkáló cég vagy projekt értékelése (forrás: Damodaran online)

JELENÉRTÉKEN ALAPULÓ ÉRTÉKELÉSI MÓDSZEREK

Közvetlen részvénytőke értékelés (E)

osztalékáram

szabad részvényesi
pénzáram

alapú modellek

$$\sum \frac{DIV_t}{(1+r_E)^t}$$

$$\sum \frac{FCFE_t}{(1+r_E)^t}$$

Teljes vállalat értékelés (V)

$$ahol E = V_{op} + NOA - D$$

szabad vállalati
működési pénzáram (FCFF)

EVA alapon

$$IC_0 + \sum \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Miller-Modigliani

$$\sum \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

APV (Myers)

$$\sum \frac{FCFF_t}{(1+r_A)^t} + PV(TS)$$

MOL PIACI MUTATÓ ALAPÚ ÉRTÉKELÉSE

COMPARATIVE VALUATION

	Price (local currency)	2008	P/E 2009F	2010F	P/BV 2009F	EV/EBITDA 2009F	2010F	Div. yield 2009F
OMV	26.4	5.9	11.6	7.5	1.0	3.7	3.1	2.9
MOL	14,130	10.1	15.7	8.1	0.8	6.3	5.3	0.0
PKN Orlen	26.9	n.a.	18.1	11.0	0.6	6.5	5.8	1.0
Neste Oil	10.97	n.a.	12.7	9.9	1.2	6.7	5.7	4.7
Grupa Lotos	16.8	n.a.	n.a.	5.8	0.4	8.8	5.8	n.a.
Tupras	17.6	12.3	6.8	5.2	1.5	4.0	3.6	14.5
Hellenic Petroleum	7.97	n.a.	12.8	11.5	1.0	7.6	7.1	5.1
ERG	10.74	2.5	n.a.	16.3	0.8	9.7	6.5	3.8
Peer group's average		7.4	11.9	9.9	0.9	7.2	5.7	5.8

Source: Bloomberg and Concorde's estimates (OMV, MOL)

A PIACI MUTATÓK UNIVERZUMA

- **P/E** = részvényárfolyam (P) / egy részvényre jutó adózott nyereség (EPS)
= részvénykapitalizáció (P*n) / vállalati adózott eredmény (PAT)
- **EV/EBIT** = (P*n + nettó hitel) / (váll. adózott eredmény + kamatok + adó)
- **P/OCF** = P*n / (adózott eredmény + amortizáció - működő tőke növekedés)
- **EV/EBITDA** = (P*n + nettó hitel) / (adózott eredm. + amort.+ kamatok + adó)
- **osztalék hozam** = egy részvényre jutó osztalék (DPS) / P
- **P/BV** = P / egy részvényre jutó könyvszerinti érték (BVPS)
- **EV/IC** = (P*n + nettó hitel) / befektetett működési tőke (IC)
- **EV/S** = (P*n + nettó hitel) / vállalati árbevétel
- **PEG** = (P/E) / (EPS növekedés x 100)
- **relatív P/ E** = (cég P/E) / (piaci vagy szektor P/E)
- ...

A BEFEKTETŐI KOMMUNIKÁCIÓ FONTOSSÁGA

Befektetői cél: minél nagyobb hozam elérése, azaz a befektetés és az eladási ár közötti rés maximalizálása. De az ár piaci kategória, amit a piac állapota is befolyásol!

A cégvezetésnek meg kell tanulnia értékteremtésben gondolkodni (shareholder value creation), azaz a V/IC magasan tartásában, azaz a befektetett tőke megtérülése (ROIC) legyen magasabb, mint a tőkeköltség (WACC).



A tőzsdei cégek értékét továbbra is a működési folyamatok határozzák meg, de a részvényeik piaci árfolyamát a befektetői elvárások és a működési eredmények viszonya mozgatja (TRS).



A befektetői várakozásokat is menedzselni kell (se túl alacsonyak, se túl magasak ne legyenek), azaz **tudatos és következetes befektetői kommunikációra és információ-szolgáltatásra** van szükség.

ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

- **Értéket a befektetett tőke - tőkeköltséget meghaladó – megtérülése teremt.** Minél több forrást és minél hosszabb ideig képes a cég befektetni a tőke költsége feletti megtérülésen, annál nagyobb érték teremthető.
- A cégérték a **várható teljesítmény** abszolút szintjétől, míg a részvények tőzsdei árfolyam és hozama elsősorban a várható teljesítményre vonatkozó **várakozások** alakulásától függ.
- Vállalatot nem lehet a tőzsdei árak rövid távú alakulása alapján menedzselni. A vállalatvezetésnek az értékteremtésre kell koncentrálnia, ami **jövőorientált, stratégiai, hosszabb távú szemléletet** igényel, miközben figyelnie kell a befektetői várakozások menedzselésére is.
- Mindig lesznek olyan piaci hatások, amelyek a részvényár és az érték alakulását eltérítik egymástól.