

**PANNON EGYETEM
GAZDÁLKODÁSI KAR ZALAEGERSZEG**

Az MBH Bank Nyrt. relatív és diszkontált pénzáramlás alapú értékelése

Témavezető: Dr. Joó István Phd

Külső konzulens: Tölgyes Judit

**Kővári Regina
alapképzés
nappali tagozat
pénzügy- és számvitel
pénzügy szakirány**

2024

**PANNON EGYETEM
GAZDÁLKODÁSI KAR ZALAEGERSZEG**

SZERZŐI NYILATKOZAT A DOLGOZAT BENYÚJTÁSÁHOZ

Hallgató neve:	Kővári Regina		
Képzési szint:	alapképzés		
Szak:	pénzügy-és számvitel		
Szakirány (ha van):	pénzügy szakirány		
Neptun kód:	C03PZC	Védés éve:	2024.
Dolgozat címe:	Az MBH Bank Nyrt. relatív és diszkontált pénzáramlás alapú értékelése		
Egyetemi témavezető:	Dr. Joó István PhD		
Gyakorlóhelyi konzulens:	Tölgyes Judit		
Öt kulcsszó a dolgozatról:	vállalatértékelés, relatív értékelés, DCF, bank, bankok értékelése		

Kérjük a szerzői döntésnek megfelelő opciót aláhúzni:

Hozzájárulok / **nem járulok hozzá**, hogy szakdolgozatomat / záródolgozatomat / diplomadolgozatomat az Egyetem az interneten a nyilvánosság számára repozitóriumában közzétegye.

A hozzájárulás szerzői feltételei:

- a dolgozat magáncélra letölthető, a forrás megjelölésével szabadon idézhető, de az idézés szokásos terjedelmét meghaladó felhasználás (átvétel) tilos,
- hozzájárulásom időtartamra nem korlátozott és bármikor visszavonható.

(Hozzájárulás hiányában a dolgozat csak az Egyetem arra kijelölt számítógépein, képernyős megtekintéssel kutatható. Egyéb hozzáférés, többszörözés nem engedélyezett.)

Büntetőjogi felelősségem tudatában nyilatkozom az alábbiakról:

- dolgozatom mindenben eleget tesz a vonatkozó és hatályos intézményi előírásoknak,
- a dolgozatban foglalt tények és adatok a valóságnak megfelelnek, a leírtak saját, önálló munkám eredményei,
- a dolgozatban felhasznált adatokat, forrásokat a szerzői jog figyelembevételével alkalmaztam,
- a dolgozat nem került felhasználásra korábban oktatási intézmény más képzésén felsőoktatási szakképzés, diplomaszerezés vagy szakirányú továbbképzés során.

Tudomásul veszem az alábbiakat:

- a dolgozat szerzői jogtisztaságának ellenőrzésére az Egyetem szoftveres ellenőrzést (plágiumszűrést) végezhet és eredményét a dolgozat értékelésében felhasználhatja,
- a dolgozat elektronikus formában, az Egyetem repozitóriumában kerül elhelyezésre és a hatályos jogszabályok, intézményi szabályzatok szerint, valamint fentebbi szerzői rendelkezéseimnek megfelelően biztosítható a kutatási célú hozzáférése,
- a dolgozat metaadatai és szerzői összefoglalója online nyilvánosak.

Zalaegerszeg, 2023. 12. 18.

Kővári Regina s.k.

hallgató aláírása

Tartalomjegyzék

1.	Bevezetés.....	5
2.	Vállalatértékelés	6
2.1.	Diszkontált pénzáramlás alapú értékelés	6
2.1.1.	Az osztalékdiskont modell	7
2.1.2.	Saját tőkére jutó szabad pénzáramlás (FCFE).....	8
2.1.3.	Vállalati szabad pénzáramlás (FCFF)	9
2.2.	Relatív értékelés	13
2.2.1.	Szorószámok.....	13
3.	Magyar bankszektor helyzete	15
3.1.	Magyar gazdaság helyzete.....	15
3.2.	A magyar bankszektor helyzete	22
3.2.1.	Fontosabb rendelkezések az elmúlt évekből	24
4.	Bankok értékelése	27
4.1.	Bankok sajátosságai.....	28
4.2.	Diszkontált pénzáramlás alapú értékelés	30
4.2.1.	Osztalékdiskont modell	30
4.3.	Relatív értékelés	32
4.3.1.	Árfolyam/nyereség hányados (P/E).....	32
4.3.2.	Piaci érték/könyv szerinti érték hányados (P/BV)	33
5.	A bankok speciális kockázata.....	34
6.	MBH Bank Nyrt. értékelése	36
6.1.	MBH Bank Nyrt. bemutatása	36
6.2.	A bank relatív értékelése.....	37
6.2.1.	P/E mutatóval kapott eredmény	37
6.2.2.	P/BV mutatóval kapott eredmény	38
6.2.3.	Az eredmények értelmezése	38
6.3.	A bank diszkontált pénzáramlás alapú értékelése (az egész fejezet új).....	39
6.3.1.	Reál és Nominál WACC	39
6.3.2.	Vállalati szabad cash flow (FCFF).....	42
6.3.3.	Maradványérték.....	43
6.4.	Az értékelés eredményének értelmezése	44
7.	Összefoglalás.....	45
8.	Irodalomjegyzék.....	46

9.	Ábrajegyzék	50
10.	Táblázatjegyzék.....	50

1. Bevezetés

Dolgozatom témájának a vállalatértékelést, azon belül is a bankok értékelését választottam a diszkontált pénzáramlás alapú és a relatív értékelés alkalmazásával. A bankok értékelése nagyban hasonlít a vállalkozások értékeléséhez, azonban a bankok működéséből és sajátosságaiból adódóan egyes esetekben módosításokat kell tenni. A banki értékelés folyamatát az MBH Bank Nyrt. példáján keresztül szeretném bemutatni.

Az értékelés témaköre mindig aktuális lesz a mindennapokban, hiszen elengedhetetlen a reális ár meghatározása során. Egy vállalat értékelése bármely üzleti szituációban szükségessé válhat, mint például egy adás-vételi ügylet, vagy egy részvény értékelése. A kapott eredmények nagyban befolyásolhatják a végső döntés meghozatalát, ezért rendkívül fontos a legmegfelelőbb értékelési módszer alkalmazása.

A témaválasztásom indoka a kíváncsiságomból fakad, ugyanis a korábbi pár évet, illetve a jelenlegi gazdasági helyzetet tekintve érdekes lehet egy vállalat/bank értékelése, hogy a kialakult körülményekhez viszonyítva mennyire tudta megőrizni a helyet a piaci versenyben. Az MBH Bank esetében ez kimondottan érdekes, ugyanis a Budapest Bank, az MKB Bank, illetve Takarékbank fúziójának eredményeképpen létrejött Magyarország egyik legnagyobb bankcsoportja az OTP Bank mellett, emiatt figyelemre méltó lehet a bank értékelésének a meghatározása. Arra is próbálok keresni a választ, hogy az egyesülésnek köszönhetően vajon nagyobb piaci részesedéssel rendelkezik a bankszektorban.

Kezdetben sor kerül az alapvető vállalatértékelési módszerek, illetve a feljebb említett két választott értékelési módszer részletes bemutatására, amelyek szekunder kutatással fognak megvalósulni. A tényleges értékelés megkezdése előtt szükséges a jelenlegi gazdasági helyzet elemzése, amely azért is fontos, mivel az elmúlt időszakban számos problémával kellett szembenézni, mint például: koronavírus-járvány, orosz-ukrán háború kirobbanása, magas infláció, stb. Az előbb említett problémák kezelésére a Magyar Kormány és a Magyar Nemzeti Bank számos intézkedést hozott, amelyek a gazdasági helyzetre, illetve a társadalmi jólétre pozitív hatást gyakoroltak. Ezen intézkedések részletes ismertetésére, illetve a magyar bankszektor bemutatására is sor kerül. A konkrét értékelés a relatív, illetve diszkontált pénzáramlás alapú értékelés segítségével fog megvalósulni, amelyekhez elsősorban a bank éves beszámolóit és üzleti jelentéseit használtam fel. Fontos megjegyezni, hogy a tavalyi, 2022. december 31-én érvényes konszolidált pénzügyi kimutatás nem tartalmazza a Takarékbank adatait, mivel csak 2023 áprilisában csatlakozott az MBH Bankhoz, éppen ezért a Takarékbank adatai nem kerültek felhasználásra az értékelés során.

2. Vállalatértékelés

Egy vállalat életciklusa során számos olyan szituáció adódhat, amely szükségessé teszi a vállalat értékének a meghatározását. Ilyen lehet például egy adásvételi ügylet, értékpapír kibocsátása, a vállalat tőzsdére való bevezetése vagy idegen tőke bevonása.

Az eltérő szituációkban más és más értékelési módszert használunk. Az értékeléshez alapvetően bizonytalanság társulhat, amelyet a kiválasztott értékelési is modell fokozhat, ezért fontos, hogy az adott körülményekhez legjobban illő módszert válasszunk.

Az értékelésnek a szakirodalomban több csoportosítási módja létezik, amelyek közül Aswath Damodaran megközelítését szeretném kiemelni. Ez alapján megkülönböztetünk:

1. Diszkontált pénzáramlásra alapú értékelést
2. Relatív értékelést
3. Opció értékelést, amely abból a feltételezésből indul ki, hogy a diszkontált pénzáramlásra alapú modellek alulértékelik az eszközöket.
4. Eszköz alapú értékelés, amely a vállalati értéket a vállalat eszközeinek értéke alapján próbálja meghatározni.

A fent említett módszerek közül az első kettőre szeretnék részletesebben kitérni.

2.1. Diszkontált pénzáramlás alapú értékelés

Ez az értékelés az eszközök értékét az elvárt jövőbeli pénzáramlások jelenértékéhez köti. A módszer előnye, hogy lehetővé teszi a jövőbeni szabad pénzáramlások értékelését, ezáltal a vállalat valódi értékének a meghatározását. Általában ez az alap, amire a többi értékelési megközelítés épül. Mivel a várható jövőbeli pénzáramlásokon és a diszkontrátán alapszik, ezért akkor érdemes alkalmazni, amikor a szükséges információk rendelkezésre állnak, illetve, ha a vállalat jelenlegi pénzáramlása pozitív, és ha ez a jövőbeli pénzáramlásokra is feltételezhető. Ez azért szükséges, mivel egy problémákkal küzdő vállalkozás esetén nehezebb a jövőbeni pénzáramlásokat megbecsülni, hiszen fennállhat a csőd veszélye is. A vállalat a folytonosság elvén alapszik, vagyis, hogy évről évre folyamatos pénzáramlást termel a befektetői számára, de ha a pénzáramlás negatív, akkor jelenértékén számítva negatív vállalati értéket kapunk. Probléma lehet még a tőzsdére be nem vezetett cégek ilyen módszerrel történő értékelése, mivel az értékpapírjaikat nem nyilvánosan értékesítik, emiatt a kereskedési adatok sem elérhetők. (Damodaran 2006)

A diszkontált pénzáramlás alapú értékelésnek számos modellje létezik, amelyeket alkalmazhatunk az elemzéseink során. A legnépszerűbbek az osztalékdiszkont-modell, a saját tőkére jutó szabad pénzáramlás (FCFE) és a vállalati szabad pénzáramlás (FCFF). A továbbiakban ezek bemutatására szeretnék kitérni.

2.1.1. Az osztalékdiszkont modell

Ha részvénytársaságot szeretnénk értékelni, akkor erre a legegyszerűbb megoldás az osztalékdiszkont modell, amely azt mondja ki, hogy a legszigorúbb értelmezésben az egyetlen pénzáramlás, amit a nyilvános forgalomban lévő vállalat részvényinek megvásárlása után kapunk az az osztalék. A modell alapján a befektető kétféle pénzáramlásra számíthat: a részvény tartási időszakában osztalékra, eladáskor pedig várható árfolyamra. *A várható árfolyamot a jövőbeli osztalékok határozzák meg, ezért a részvények jelenértéke egyenlő a végtelen időig esedékes osztalékok jelenértékével*¹ Ez alapján az egy részvényre jutó sajáttőke értékét a következőképpen tudjuk kiszámolni:

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

Ahol: DPS_t egy részvényre jutó várható osztalékot, a k_e a tőke költséget jelenti.

A modell alkalmazásához a saját tőke költsége és a várható osztalék ismerete szükséges. A várható osztalékok előrejelzése során a nyereségek várható növekedési üteméről és az osztalékfizetési hányadról kell feltételezéseket tennünk, amelyeknek több változata is ismert. A növekedési ütem esetén a legalapvetőbb, amit használunk az a Gordon-féle növekedési modell. Ezeket azon vállalatok értékelése során alkalmazzuk, amelyeknek a helyzete stabil, vagyis az osztalékuk a végtelenségig fenntartható ütemben növekszik. Ezek alapján a modell a következő képlet szerint számolja a részvényértéket:

$$\text{Részvényérték} = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

Ahol a DPS_1 jelenti a következő évi várható osztalékot, a k_e jelenti a saját tőke költségét, míg a g a növekedési ütemet, amely a végtelenségig érvényes. A részvényértéket a következő évi várható osztalék, valamint a saját tőke költségének és a növekedési ütem különbségének a hányadosa adja meg.

¹ Aswath Damodaran: A befektetések értékelése, Budapest: Panem kiadó, 2006 p. 335

Felmerülhet az a kérdés, hogy mi tekinthető stabil növekedési ütemnek. Általános szabály, hogy a vállalat növekedési üteme nem lehet nagyobb azon gazdaság növekedési üteménél, amelyben a cég működik, de kisebb azonban lehet.

A Gordon-féle növekedési modell olyan vállalatok értékelésénél a legalkalmasabb, amely megalapozott osztalékpolitikával rendelkezik, és ezt a jövőben is szándékozik követni, illetve, amelynek növekedési üteme nem haladja meg a gazdaság növekedési ütemét. A modell hátránya, hogy nagy mértékben érzékeny a növekedési ütem nagyságára, ezért helytelen alkalmazása akár félrevezető, képtelen eredményekhez is vezethet. (Damodaran 2006)

2.1.2. Saját tőkére jutó szabad pénzáramlás (FCFE)

A saját tőkére jutó szabad pénzáramlás a diszkontált pénzáramlás alapú értékelés másik népszerű típusa. Ennél a pénzáramlásnál a vállalat saját tőkéjének az értékét tudjuk meghatározni. Kiinduló feltételezés, hogy a saját tőkére jutó szabad pénzáramlást fizetik ki osztalékként és a megmaradó nyereséget pedig kizárólag csak a működési eszközökbe fektetik be.

A pénzáramlás meghatározásánál a kiindulási pont a nettó jövedelem, és ebből kell levonni a vállalat újrabefektetési szükségleteit. Először azokat a tőkeberuházásokat kell kivonni, amelyek beletartoznak a beszerzések és a felvásárlások körébe, hiszen ezek pénzáramlásokhoz vezetnek, illetve az értékcsökkenéssel, amortizációval is csökkenteni kell a nettó eredményt, mivel ezek ráfordításként jellenek meg. A következő szempont, amelyet figyelembe kell venni az a működőtőke változása. Ennek növekedése a vállalat pénzáramlásainak csökkenésével jár, ellenben a csökkenése a pénzáramlások növekedéséhez vezet. A számolás során csak a pénzáramlásra gyakorolt hatásnak van jelentősége, ezért csak a készpénz nélküli működőtőke-változást vesszük figyelembe. Meghatározása után szintén csökkenteni kell ezzel az összeggel a nettó eredményt a tőkeberuházásokhoz és az értékcsökkenéshez hasonlóan. Ezek után figyelemmel kell kísérni a pénzügyi tőkeáttétel módosulásait is. A meglévő hitelállomány tőkekötelezettségeinek kifizetése a vállalat számára pénzáramlást jelent, viszont ezek finanszírozhatók új idegentőke-kötelezettségekből is, amelyek pénzbeáramlással járnak. A korábban felsoroltak figyelembevételével a következő módon számoljuk a saját tőkére jutó szabad pénzáramlást:

$$FCFE = \text{Nettó eredmény} - (\text{Tőkeberuházás} - \text{Értékcsökkenés}) - (\text{Készpénz nélküli működőtőke változása}) + (\text{Új idegentőke-kötelezettségek-Hiteltörlesztések})$$

Lehetőség van a saját tőkére jutó szabad pénzáramlás alapján értékelni a vállalatot. Hasonló az osztalékdiszkont modellhez. Eltérés abban mutatkozik, hogy a modellben az osztalékot a saját tőkére jutó szabad pénzáramlással helyettesítjük. A modell hasonlóan az osztalékdiszkont modellhez olyan vállalatok értékelésénél a legalkalmasabb, amelyek a gazdasághoz hasonló, vagy alacsonyabb ütemben növekednek. (Damodaran 2006)

2.1.3. Vállalati szabad pénzáramlás (FCFF)

A vállalati szabad pénzáramlásba beletartozik minden olyan pénzáramlás, amely a vállalat érdekeltjei pl.: részvényesek, hitelezők számára megjelenik. Fontos megjegyezni, hogy ebben a pénzáramlásban nem szerepelnek a hitelkiadások, ezért tőkeáttétel nélküli vállalati pénzáramlásnak is nevezik, illetve nem tartalmaz kamatfizetésből származó adózási előnyöket sem. Ennek oka, hogy a hitelek adómegetkarító hatását a tőkeköltségnél vesszük figyelembe, ezért a pénzáramlásnál történő beszámítása duplikációhoz vezetne. Ezek alapján a következőképpen tudjuk kiszámolni a vállalati szabad pénzáramlást:

$$FCFF = EBIT \times (1 - Adókulcs) + Amortizáció - Beruházások - Működő tőke változása$$

A vállalati szabad pénzáramlás kiszámítása után is szintén tudunk számolni vállalati értéket. Az FCFF modell a vállalat értékét a vállalati várható szabad pénzáramlások jelenértékeként írható fel, amelyet a következő képlet is mutat:

$$Vállalat \text{ értéke} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

$FCFF_t$ = a vállalati szabad pénzáramlás t-edik évben várható értéke

WACC = súlyozott átlagos tőkeköltség

A képlet alapján először megbecsüljük a vállalati szabad pénzáramlást (FCFF), majd kiszámoljuk a súlyozott átlagos tőkeköltséget. A gyakorlatban azonban feltételezhető, hogy a vállalat néhány év után rááll majd egy stabil növekedési ütemre (g). Ez alapján a képlet a következő módon fog módosulni:

$$Vállalat \text{ értéke} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{[(FCFF_{n+1}/(WACC_n - g)]}{(1 + WACC_{n+1})^n}$$

A módosított képlet szerint az n -edik évben kiszámítjuk a tőkeköltséggel diszkontálni kívánt vállalati szabad pénzáramlást, majd az $n+1$ -edik évben egy stabil növekedési ütemmel számított örökjáradék formulával határozzuk meg a végtelen idejű pénzáramlások tőkeköltséggel

diszkontált értékét. A kettő együtt adja majd meg a vállalat értékét. A pénzáramlás kiszámítása után következik a tőkeköltség (WACC) becslése. A következőkben a tőkeköltség magyarázatára, illetve meghatározásának módját szeretném bemutatni. (Damodaran 2006)

Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC)

A tőkeköltség a finanszírozási források használatának ára, vagyis az az összeg, amelyet a vállalatnak a hitelezők, illetve a részvényesek számára fizetni kell, ahhoz, hogy az általa kibocsátott értékpapírokat megvásárolják, megtartsák. Az a minimális megtérülés, amelyet a vállalkozásnak el kell érnie ahhoz, hogy a pénzáramlásaiból fedezni tudja a befektetőknek járó hozamoknak (Illés 2007). A tőkeköltség származhat idegen tőke és a saját tőke költségéből. Az idegen tőke jelentheti a hitelfelvételt, vagy akár a kötvénykibocsátást, amelyek után kamatot kell fizetni. A kamatadó miatt a számolás során korrigálni kell a kamat adómegtakarító hatásával. A saját tőke költségét pedig a CAPM modell segítségével tudjuk meghatározni. Ezek alapján a súlyozott átlagos tőkeköltség képlete a következőképpen alakul:

$$WACC = r_d * (1 - T_c) * \frac{D}{D+E} + r_e * \frac{E}{D+E}$$

r_d = idegen tőke költsége

r_e = saját tőke költsége

D = idegen tőke

E = saját tőke

T_c = marginális társasági adókulcs (Brealey-Meyers 2005)

Az idegen tőke kiszámításánál, ahogy már a korábbiakban említettem korrigálni kell az adómegtakarító hatással. Az érték meghatározásához szükséges a hitel kamata, illetve, ha kötvénykibocsátásról volt szó, akkor a kibocsátás költsége. Előfordulhat, hogy a kötvényt nem névértéken bocsátották ki, emiatt szükséges, hogy a kibocsátási költségeket levonjuk. (Illés 2007) Ezek alapján a következő módon alakulhat a képlet:

Hitelfelvétel esetén:

$$r_d = r_n * (1 - T_c)$$

Ahol r_n a hitel kamata, T_c pedig a marginális társasági adókulcs

Kötvénykibocsátás esetén:

$$r_d = \frac{r_n * (1 - T_c)}{1 - f}$$

Ahol r_n a kötvény névleges kamata, T_c a marginális társasági adókulcs, az f pedig a kötvény kibocsátási költsége. (Illés 2007)

A következőkben szeretnék áttérni a saját tőke költségének meghatározására, amelyet a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM modell) segítségével tehetünk meg a következő képlet alapján:

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

Ahol, r_e a saját tőke költsége, az r_f kockázatmentes hozamot fejezi ki. β_e a kockázatos eszközök piaci kockázatának mértéke.² Ebben az esetben a β_e kifejezi, hogy a saját tőke hozama milyen mértékben érzékeny a piaci mozgásokra, a piaci portfólió hozamának változására. A piaci portfólió kockázatát tekintjük 1-nek és ahhoz képest határozzuk meg az értékpapírok és portfóliók piaci kockázati szintjét. Ez alapján három esetet állíthatunk fel, amelyek kimondják, hogy a piaci hozam 1 %-os változása esetén, hogyan változik az adott részvény hozama:

ha $\beta = 1$, az adott részvény hozama 1 %-kal változik.

ha $\beta < 1$, az adott részvény hozama 1 %-nál kisebb mértékben változik

ha $\beta > 1$, az adott részvény hozama 1 %-nál nagyobb mértékben változik³

A CAPM modell képletének utolsó tétele a kockázati prémium ($r_m - r_f$), amely a befektetésből elvárt hozam és a kockázatmentes hozam közötti különbséget jelenti. A CAPM modell legfontosabb tétele, hogy ha a befektető magasabb hozamot akar elérni, akkor nagyobb kockázatot kell vállalniuk.

A saját tőke költségének meghatározásához a fentebb említett képletben szereplő tételek ismerete szükséges, vagyis a kockázatmentes hozam, a kockázati prémium, illetve a béta.

Kockázatmentes hozamnak tekinthető azon befektetések hozama, amelyek már a vásárlás időpontjában teljes bizonyossággal ismertek, illetve nem lehet teljesítési kockázata. Minden magáncégnek van valamilyen szinten teljesítési kockázata, éppen ezért csak egyetlen értékpapír van, amely kockázatmentes lehet, mégpedig az állampapírok, azon belül is az államkötvények,

² Illés Ivánné: Vállalkozások pénzügyi alapjai, Budapest: Saldo Kiadó, 2007. p. 108

³ Illés Ivánné: Vállalkozások pénzügyi alapjai, Budapest: Saldo Kiadó, 2007. p. 108

diszkontkincstárjegyek. Ennek oka, hogy az állam birtokolja pénznyomtatás monopóliumát. (Damodaran 2006, p. 155)

A következő tétel, amelyet ismertünk kell az a kockázati prémium. A kockázati prémium a befektetőknek azért jár, mert valamilyen kockázatosabb eszközökbe fektettek be. (Illés 2006) Ennek a megbecsülése múltbeli adatokból történik, mégpedig úgy, hogy megbecsüljük a részvények által hosszú távon elért tényleges hozamokat, majd összehasonlítjuk egy teljesítési kockázattól mentes értékpapír, amely általában állampapír tényleges hozamával. A kettő különbsége adja a kockázati prémiumot. A számolások között azonban eltérések lehetnek, amelynek több okból is adódhat. Az első a vizsgálni kívánt időszak, hisz az eltérő intézmények akár más és más periódusból számolhatnak (lehet 10, 20, vagy akár 30 év is). A másik tényező, amely befolyásolja a kockázati prémium értéket a kockázatmentes értékpapír megválasztása. Egyaránt választhatnak rövidebb vagy hosszabb futamidejű állampapírokat. Végül a részvények, államkötvények és diszkontkincstárjegyek hozamának számtani vagy mértani átlagának a megválasztása is hatással van az eredményre. *A számtani átlagolású hozam az éves hozamok sorozatának az egyszerű átlagát méri, míg a mértani átlag a tőkésített hozamokat mutatja.*⁴ A logika a számtani átlag mellett érvel, azonban a gyakorlat azt a tapasztalatot mutatja, hogy a mértani átlaggal a valósabb értéket tudjuk kiszámolni. (Damodaran 2006)

Az utolsó érték, amelynek ismeretére szükségünk van a saját tőke költségének a kiszámításához az a béta. Ennek becslésére számos módszer létezik, azonban a legáltalánosabb módszer, ha azt vizsgáljuk, hogy a múltban hogyan reagált a részvény árfolyama a piaci változásokra. Ezzel csak egy megközelítő értéket kapunk, ahhoz, hogy pontosabb eredményre jussunk hasonló vállalatok becsült bétainak átlagával kell számolni. (Brealey-Meyers 2005 p. 257)

Maradványérték

Mivel nem tudjuk örök időre előrejelezni a pénzáramlásokat, ezért úgy tudjuk lezárni a diszkontált pénzáramlásokon alapuló értékelést, hogy valamilyen jövőbeli időpontra lezárjuk a pénzáramlások becslését, majd ezt követően egy maradványértéket kalkulálunk, amely tükrözi a vállalat arra az időpontra vonatkozó értékét. Ez alapján a következő képlettel tudunk számolni maradványértéket

$$\text{Maradványérték} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC_{n+1} - g}$$

⁴ Aswath Damodaran: A befektetések értékelése, Budapest: Panem kiadó, 2006 p. 161

Ahol az $FCFF_{n+1}$ az $n+1$. évben várható vállalati szabad pénzáramlás, a $WACC_{n+1}$ az $n+1$. évi súlyozott átlagos tőkeköltség a g pedig az n . évi stabil növekedési ütem.

2.2. Relatív értékelés

A relatív értékelés során az eszköz árát a hasonló eszközök árából határozzuk meg, valamilyen közös mutatóval, ami lehet például nyereség, pénzáramlás vagy könyv szerinti érték. Az értékelés alapja, hogy elsősorban a piacra támaszkodik a diszkontált pénzáramlás alapú értékeléssel ellentétben, amely a belső értékeket keresi. Elég népszerű ez a fajta értékelési módszer is, mivel a relatív értékelésnél kevesebb feltételezésre kell építeni, illetve gyorsabban is végrehajtható. A másik fontos előnye, hogy a megértése is könnyebb, ezáltal az ügyfeleknek, illetve befektetőknek könnyebben tudjuk bemutatni a kapott eredményeket. Ezekon kívül a relatív értékelés pontosabban tükrözi a piac hangulatát, ezáltal a piaci árakhoz közelebbi vállalati értéket mér, mint a diszkontált pénzáramlás értékelése. A relatív értékelésnek két fontos lépése van. Az első, hogy kiválasszuk a megfelelő szorzószámot, a második pedig, hogy meghatározzuk az összehasonlítandó csoportot.

2.2.1. Szorzószámok

A szorzószámoknak négyféle típusa létezik, ezek az eredményalapú, a könyv szerinti érték alapú, a bevételalapú és az iparág-specifikus szorzószámok.

Eredményalapú szorzószámok

A relatív értékelés során egyértelműen a legnépszerűbbek az eredményalapú szorzószámok. Ezek közül az árfolyam/nyereség (P/E) ráta széles körben használt mutatószám. Kifejezi a saját tőke piaci értékének egy részvényre jutó értékének és az egy részvényre jutó eredmény hányadosát. Ennek a mutatónak a legnagyobb problémája az, hogy az EPS, vagyis az egy részvényre jutó eredmény több módon is számolható. Kiszámítható folyó EPS-sel, görgetett EPS-sel, előretékintett (forward) EPS-sel vagy akár teljesen felhígított EPS-sel. Gyorsan növekvő cégeknél a P/E ráta nagyon eltérő lehet attól függően, hogy melyik EPS-t válasszuk. Ennek két oka is van, az egyik az EPS volatilitása, a másik pedig a menedzsmentopciók. Utóbbi annyit jelent, hogy a gyorsan növekvő vállalatoknál egyre több a munkavállalói opció a részvények számához viszonyítva. Az opciók lehívása után egyre nagyobb a különbség az eredeti, illetve az utáni EPS között. A P/E mutató rendkívül népszerű, azonban hátránya, hogy negatív eredmény esetén nem alkalmazható. (Damodaran 2006)

Könyv szerinti értéken alapuló szorzószámok

A második leggyakrabban alkalmazott szorzószámok a könyv szerinti értéken alapulók. Ennek megfelelően azokat a vállalatokat tekintik alulértékeltnek, amelyeknek a részvényeit jóval a saját tőke könyv szerinti értéke alatt árulnak, míg azokat felülértékeltnek, amelyek a részvényeiket a saját tőke könyv szerinti értéke felett értékesítik. Ezeknél a szorzószámoknál általában a P/BV rátát, vagyis a részvényárfolyam és az egy részvényre jutó saját tőke könyv szerinti értékének hányadosát használjuk. A mutató előnye, hogy a könyv szerinti érték stabil mérőszám, amelyet összehasonlíthatunk a piaci árral, illetve, hogy akkor is alkalmazható, ha az eredmény negatív, ugyanis összességében kevesebb vállalat rendelkezik negatív könyv szerinti értékkel, mint negatív eredménnyel. Az előnye mellett megjelenik a hátránya is, ugyanis a könyv szerinti érték nagyban függ a választott számviteli politikától, ezáltal a nagy mértékben eltérő számviteli szabályokat alkalmazó vállalatok P/BV mutatói nem hasonlíthatók össze. (Damodaran 2006)

Bevételalapú szorzószámok

A bevételalapú szorzószámok a saját tőke vagy a vállalat értékét a cég forgalmához viszonyítják. Alapvetően azon vállalatokra lehet alkalmazni, amelyek fiatalok, egyelőre veszteségesek. A leggyakrabban alkalmazott mutató a P/S, vagyis a saját tőke piaci értékének és az árbevételnek a hányadosa. A mutatók előnye, hogy nem igazán befolyásolják a számviteli elvek, azonban fontos, hogy nagyon hasonló vállalatokat vizsgáljunk, ugyanis az iparágak között lényeges bevételi különbségek lehetnek.

Iparág-specifikus szorzószámok

Egyes vállalatok esetében lehetséges lehet az iparág-specifikus szorzószámok alkalmazása. A technológiai vállalatok térhódításával egyre inkább elterjedt ezen mutatók használata, mint például vállalatérték/honlaplátogatók száma, vállalatérték/vásárló, vállalatérték/megrendelők. A szorzószámok előnye, hogy kiszámításukhoz sokszor nincs szükség számviteli beszámolókra vagy egyéb adatokra, tehát akkor is megbecsülhetők, ha ezek nem állnak rendelkezésre. Azonban ezen mutatókkal óvatosan kell bánni, ugyanis sokkal nehezebb az iparág-specifikus szorzószámokat fundamentumokhoz kapcsolni. Az értékelés során fontos, hogy az összehasonlítható csoportba olyan vállalatokat válasszunk, amelyek egy iparágban tevékenykednek és hasonló eredményekkel is rendelkeznek. Lényeges, hogy a vállalatok minél jobban hasonlítsanak egymásra, így ezáltal minimalizálni lehet a mutatószámok torzítását. Miután összeállítottuk az elemezni kívánt csoportot el kell döntenünk, hogy a mutatószámok átlagával vagy mediánjával számolunk tovább.

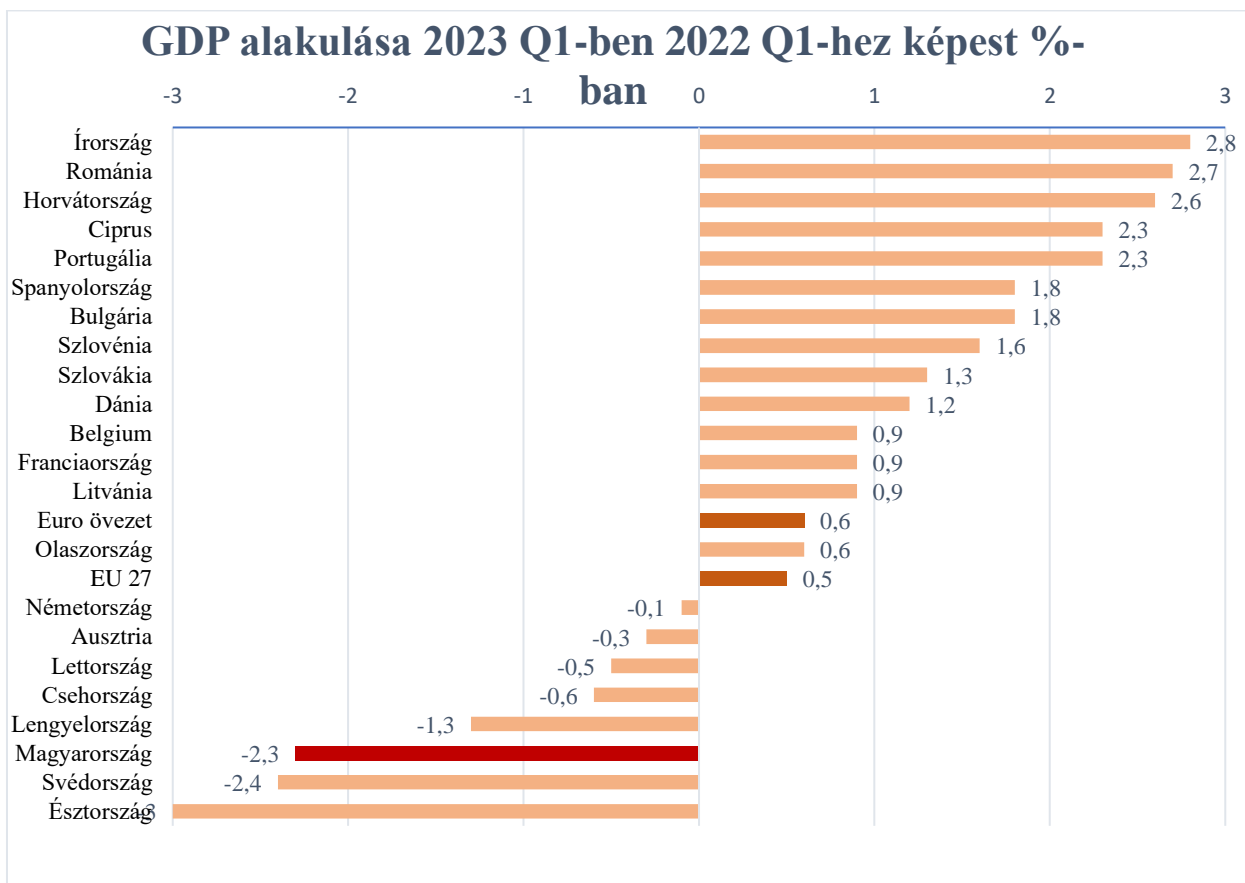
3. Magyar bankszektor helyzete

Mielőtt rátérnék a magyar bankszektor helyzetére, szükséges bemutatni a magyar gazdasági helyzetet.

3.1. Magyar gazdaság helyzete

Egy gazdasági helyzet bemutatása esetén számos tényezőt kell figyelembe vennünk. Az egyik legfontosabb érték, amelyet vizsgálnunk kell, az a GDP alakulása, ugyanis ezzel mérhető az ország teljesítménye. További fontos mutató a munkanélküliségi ráta, illetve az infláció alakulása az adott térségben. A következőkben ezeket szeretném részletesen bemutatni.

A korábbi években számos nehézséggel kellett szembenézni, amelyek hatással voltak az ország teljesítményére, ezek a GDP adatokban is megmutatkoznak. A Statista.com elemzése alapján a magyar GDP a harmadik legrosszabb eredményt produkálta 2023 második negyedévében a 2022-es második negyedévhez képest az európai országok közül. Ezt mutatja a következő diagram is:



1. ábra: A GDP alakulása Európában 2023 Q1-ben 2022 Q1-hez képest %-ban
Forrás: Saját szerkesztés, a Statista.com elemzése alapján:

Az ábrán látható, hogy Magyarország GDP-je a 2022-es első negyedévhez képest 2,3 %-kal csökkent. Nála csak Svédország (- 2,4 %), illetve Észtország (- 3%) teljesített rosszabbul. Ha az Európai Unió összes tagállamát nézzük, akkor egy 0,5 %-os csökkenésről beszélhetünk, ami nem egy kiugró visszaesés. Ez azzal magyarázható, hogy az országok többségének a GDP-je növekedett a vizsgált időszakban.

A továbbiakban Magyarország GDP-jének alakulását szeretném bemutatni 2019 és 2023 között negyedévekre lebontva, amelyet a következő ábra is szemléltet:

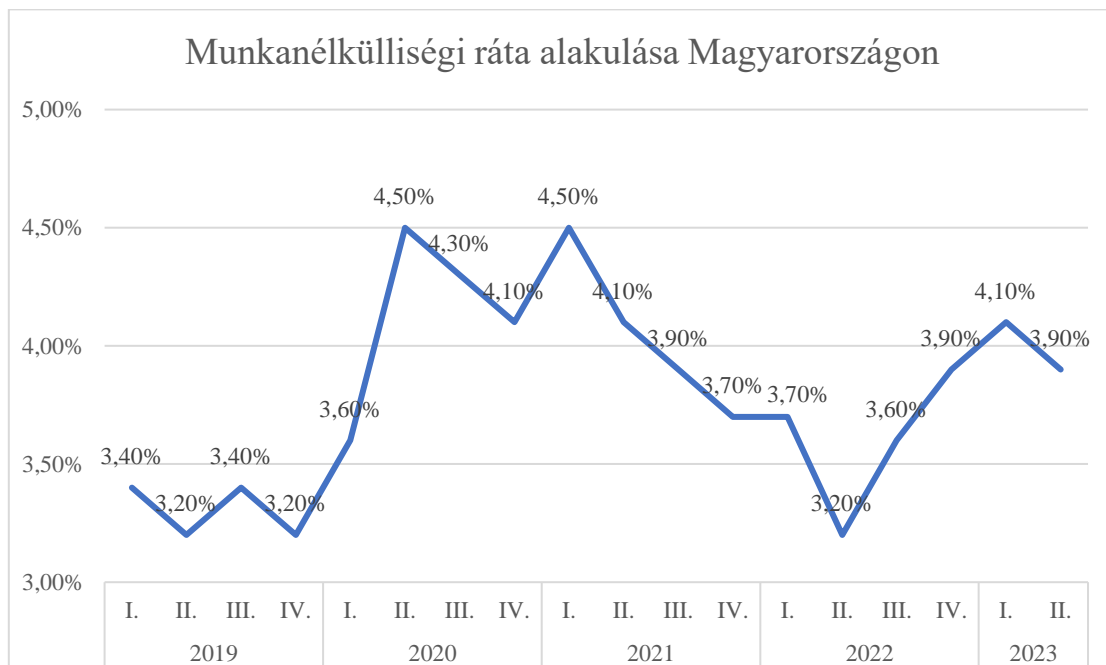


2. ábra: Magyarország GDP-jének változása 2019 és 2023 között %-ban
 Forrás: KSH adatai, <https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok/gdp/gdp2306.html>

A vizsgált időszakban számos problémával kellett szembenézni, amelyek nagy mértékben befolyásolták a teljesítményünk alakulását. 2019 decemberében kirobbant a koronavírus járvány Kínában, ami már a következő negyedévre is hatással volt, ugyanis 2020. első negyedévében visszaesés figyelhető meg a magyar GDP-ben is. Ez valószínűleg a turizmus visszaesésének köszönhető. Ezt követően 2020-ban Magyarországot is elérte a vírus, amely miatt az ország különböző intézkedéseket hozott a járvány terjedésének megállítása érdekében, többek között a határokat lezárták, illetve egyes gazdasági szektorokban leállások következtek (pl. turizmus). Ennek köszönhetően 2020. második negyedévében óriási visszaesés volt a GDP-ben, egy nagyjából 13 %-os csökkenésről beszélhetünk az előző negyedévhez képest. Ennek oka, hogy a legtöbb iparág (főleg a vendéglátóipar, turizmus) nem tudott kellőképpen működni a bezárások miatt. 2021-ben már mérséklődött a helyzet, ugyanis a második negyedévben robbanásszerű növekedés figyelhető meg, amely valószínűleg az újrainytásoknak köszönhető.

Az év hátralévő részében visszaállt egy kisebb növekedési tendencia, de 2022. második negyedévére újabb visszaesésről beszélhetünk. Ennek legfőbb oka a 2022. február 24-én kirobbanó orosz-ukrán háború. A továbbiakban kialakult gazdasági környezet és szankciós intézkedések is hatással voltak az ország teljesítményére, mint például a földgáz- és a villamos energia tőzsdei árának növekedése, ugyanis az árak emelkedése a költségvetés számára nagyobb kiadást jelentett azok beszerzése, mint a korábbi években⁵.

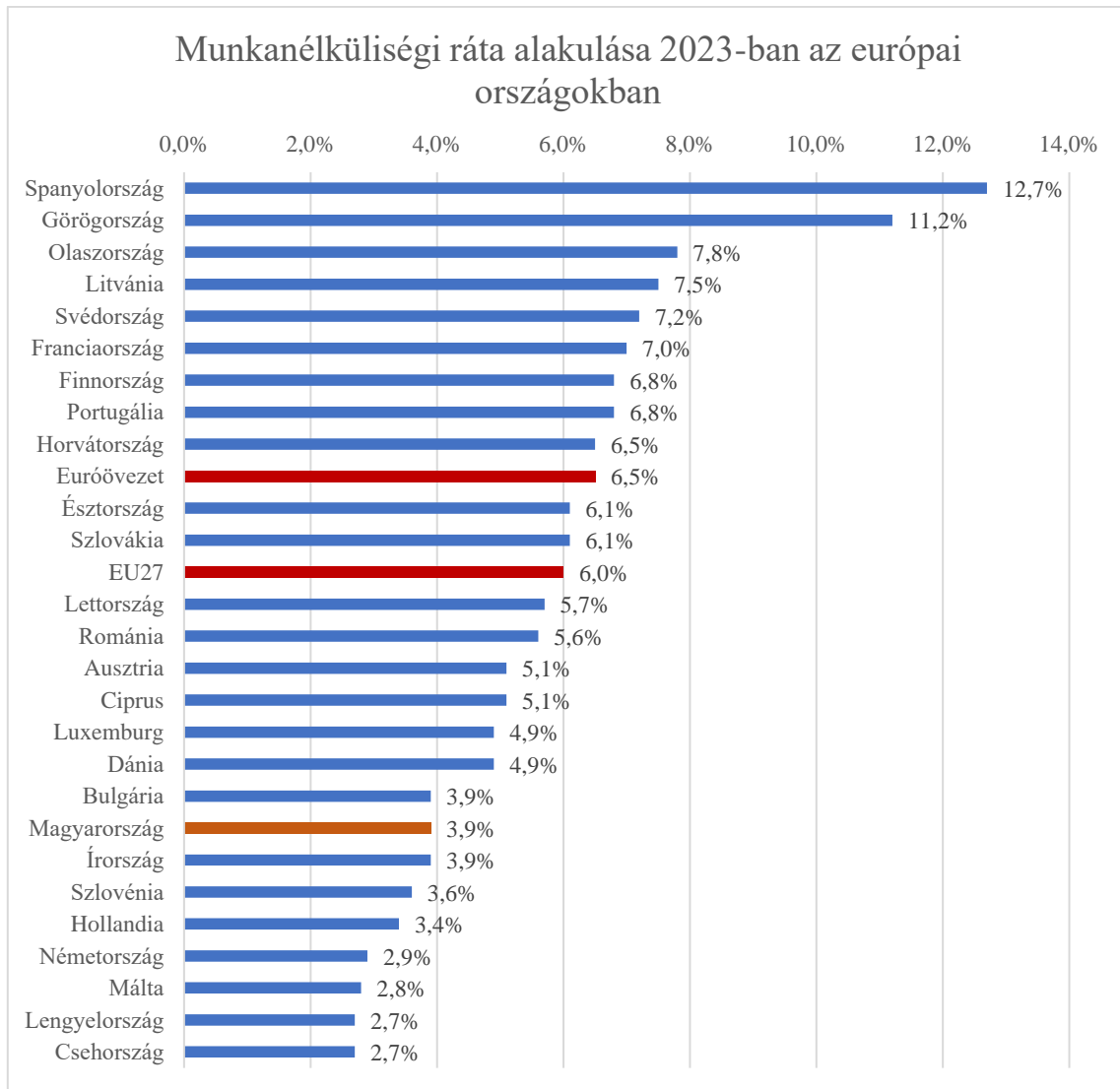
A következő mutató, amellyel érdemes foglalkozni a gazdasági helyzet bemutatása során az a munkanélküliségi ráta alakulása. 2019-ben a munkanélküliségi ráta ugyanazon értékek között mozgott, 3,2 % és 3,4 % között, azonban a járvány kirobbanása után gyorsan növekedésnek indult. 2020. második negyedévében az érték már 4,5 % volt. Ez főleg annak köszönhető, hogy számos kisebb vállalkozás bezárt, illetve a szigorítások miatt a nagyobb vállalkozásoknál is bevételkiadások jelentek meg, ami leépítésekhez vezetett. 2021.-ben mérséklődött a ráta értéke. Az első negyedévben még 4,5 % volt, de már az utolsó negyedévre 3,7 %-ra csökkent. Ez a csökkenés folytatódott 2022.-ben is, ugyanis most először érte el a járvány előtti értéket. A háború kirobbanását követően újra megnövekedett a munkanélküliségi ráta. Jelenleg 2023.-ban az első negyedévben 4,1 %, míg a másodikban 3,9 % volt. Az adatok alapján megfigyelhető, hogy a munkaerőpiacot is elérte a gazdasági recesszió. A következő ábra ezen értékeket mutatja:



3. ábra: Munkanélküliségi ráta alakulása Magyarországon 2019 és 2023 között %-ban
 Forrás: Saját szerkesztés a KSH adatai alapján, https://www.ksh.hu/stadat_files/mun/hu/mun0171.html

⁵ Forrás: Magyar Gazdaságkutató Zrt.: 2022. év Makrogazdasági elemzése és 2023-2026. időszak előrejelzése, 2023 [online] Hozzáférés: <https://www.parlament.hu/documents/126660/64706661/MGazdas%C3%A1lgutat%C3%B3+Makro+2023-26.pdf/3d240d2b-3026-254a-0849-6bed300c7077?t=1687782985067> [megtekintve: 2023.11.15]

Az európai országokhoz képest a munkanélküliségi ráta hazánkban alacsonynak mondható. A legmagasabb kiugró értékeket Spanyolország és Görögország produkálta 12,7 % és 11,2 %-os eredménnyel. Ezzel szemben a többi ország munkanélküliségi rátája 2,7 % és 7,8 % között mozog. Magyarország munkanélküliségi rátája 2023-ban 3,9 % volt, amely a 8. legalacsonyabb az európai országok között, illetve az Európai Unió átlag és az Eurózána tagállamainak átlaga alatt helyezkedik el, amely egy jó eredménynek tekinthető. Ezeket bizonyítja a következő diagram is:



4. ábra: Munkanélküliségi ráta alakulása 2023-ban az európai országokban %-ban

Forrás: Saját szerkesztés a Statista.com adatai alapján: <https://www.statista.com/statistics/1115276/unemployment-in-europe-by-country/>

Miután bemutattam a GDP és a munkanélküliségi ráta alakulását, szót kell, hogy ejtsék az inflációról is. Az elmúlt időszakban nagyon magas inflációs környezetről beszélhetünk, nem csak Magyarországon, hanem a világon egyaránt. Az orosz-ukrán háború kitörése után az energia- és nyersanyagárak robbanásszerű emelkedése magas inflációs hullámot indított el. Egész Európában nálunk volt az egyik legmagasabb ez az érték, aminek több oka is van. Először is az elmúlt évek laza monetáris politikája, illetve a koronavírus-járványból való kilábalás az egész világon nagy áremelkedést indított el. 2023-ban kezdett el emelkedni a legnagyobb mértékben az infláció Magyarországon, amelyet az is mutat, hogy 2023 elején 25 %-os volt az infláció mértéke, amely 1996 óta nem volt ilyen magas.

Fontos megemlíteni azt is, hogy a kormány 2022 februárjában egyes élelmiszerekre árstopot vezetett be, amely egészen 2023 augusztusig tartott. Ez azt jelentette, hogy a boltoknak 2021 októberében érvényes áron kellett értékesíteni ezeket az élelmiszereket. Ennek megvolt a maga előnye és hátránya is. Előnye, hogy segítséget nyújtott a hátrányosabb helyzetű családoknak az alapvető élelmiszerek megvásárlásában, azonban ez az fölény az idő elteltével egyre inkább hátrányba fordult. A boltoknak azért, mivel az ársapka során elszenvedett veszteséget be kellett építeni más termékek árába, tehát más termékek árát meg kellett növelni, illetve a fogyasztó számára azért jelentett előnyteleniséget mert az árstopos élelmiszereket többször nem is lehetett egy bizonyos ideig megvásárolni. Ezen hatások is hozzájárulhat a fogyasztói árindex, infláció növekedéséhez.

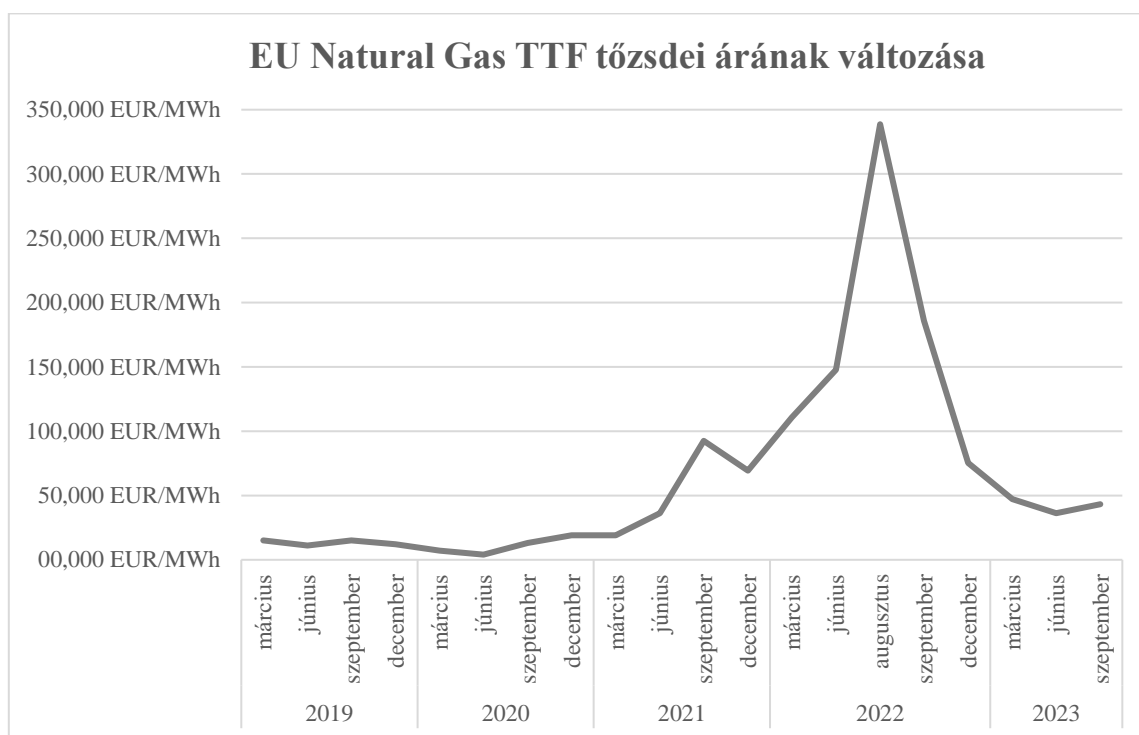
Az IMF egyik jelentése arra kereste a választ, hogy vajon minket miért sújt nagyobb mértékben az infláció, míg más országokat nem. Ennek az egyik oka, hogy a koronavírus-járvány idején a jegybankok nulla közelire csökkentették a kamatokat és bővítették a mérlegüket az állampapírok vásárlásával vagy kedvezményes hitelekkel. Ez világszerte jellemző volt, azonban az IMF jelentése szerint Magyarország nagyobb mértékben lazított a többi országhoz képest.⁶

Alapvetően 2022-ben kezdett nagyobb mértékben emelkedni az infláció, amely elsősorban a gáz árának drasztikus emelkedésének köszönhető. A termelési és üzemeltetési költségek árstruktúrája mellett a lakossági energiára vonatkozó hatósági árazást is át kellett alakítani, ami a költségvetés kiadásainak növekedését jelentette.

⁶ Forrás: Portfolio.hu: Miért a magyar infláció a legmagasabb egész Európában? Itt a fájdalmas válasz [online] Hozzáférés: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230222/miert-a-magyar-inflacio-a-legmagasabb-egesz-europaban-itt-a-fajdalmas-valasz-598312> [megtekintve: 2023.11.15.]

A gáz tőzsdei ára a járvány előtt 10 és 30 euró között mozgott, majd a járvány kitörését követően 10 euró alá csökken. Jelentős emelkedés a 2021-ben a háború kitörése előtt indult meg, amikor is 70-80 euróba került egy megawatt óra. 2022-ben figyelhető meg a drasztikus emelkedés a háború kirobbanásának köszönhetően. 2022. februárjában 185 EUR/MWh volt a gáz ára, míg augusztusban már a többszörösére emelkedett a tőzsdei jegyzés, 300 eurót kellett fizetni egy megawatt óráért. Azóta az értéke folyamatosan csökken, de még mindig magasabban van, mint a járvány kitörése előtt volt.

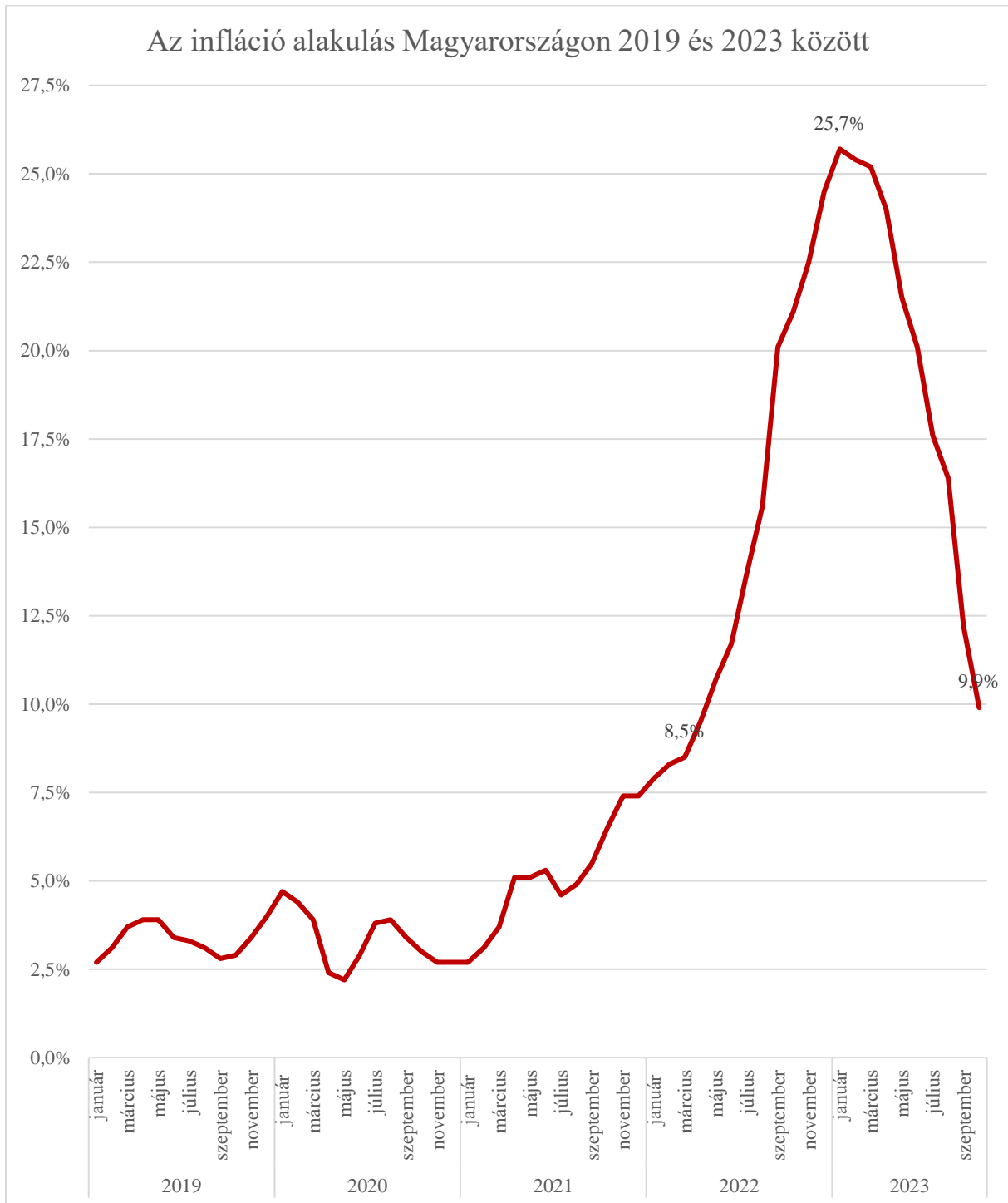
A következő vonaldiagram a gáz tőzsdei árának változását mutatja 2019 és 2023 között. Látható, hogy 2021-ben kezdődött meg az emelkedés, jelentős változás szeptemberben figyelhető meg. Majd a háború kitörése után ez az érték folyamatosan emelkedett, augusztusban érte el a historikus csúcst. Ezt követően fokozatosan csökkent a gáz tőzsdei ára.



5. ábra: Gáz tőzsdei árának változása 2019 és 2023 között
 Forrás: Saját szerkesztés, Trading Economics adatai alapján, hozzáférés:
<https://hu.tradingeconomics.com/commodity/natural-gas>

Ezen hatásoknak köszönhetően az infláció értéke is hatalmas mértékben megugrott. A Bankmonitor adatai szerint 2023. januárjában volt a legmagasabb az értéke, 25,7 %. A covid-19 ideje alatt az értéke kezdetben 2 és 5 % között mozgott, majd 2021 októberében figyelhető meg nagyobb emelkedés, amikor is 6,5 %-os volt az infláció. Innétől kezdve ez az érték egészen 2023 januárjáig folyamatosan növekedett, a korábbiakban említett orosz-ukrán háború, illetve az energiaárak növekedésének köszönhetően. Az idei évet tekintve megállapítható, hogy az

infláció mértéke csökkenő tendenciát mutat, amelyet az is bizonyít, hogy 2023. októberében már csak 9,9 % volt. Ezt mutatja a következő diagram is:



6. ábra: Az infláció alakulása Magyarországon 2019 és 2023 között

Forrás: Saját szerkesztés, Bankmonitor.hu adatai alapján Hozzáférés: <https://bankmonitor.hu/inflacio/>

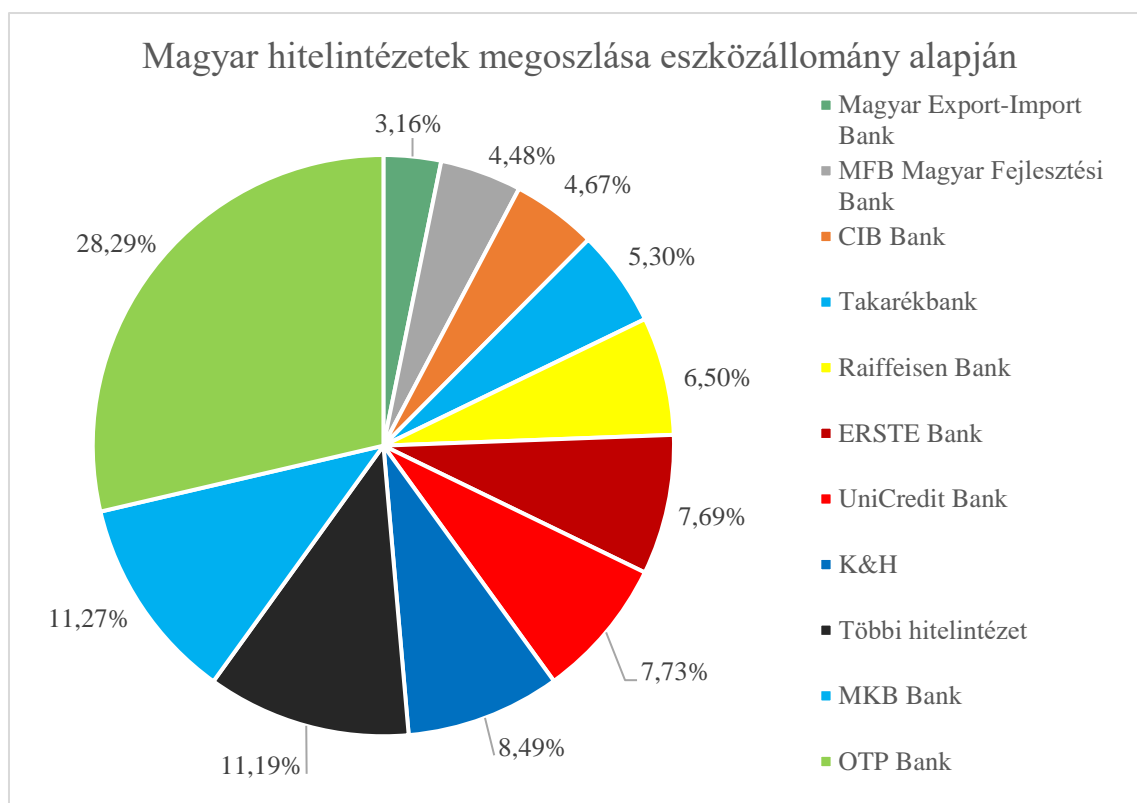
3.2. A magyar bankszektor helyzete

Mielőtt bemutatnám a magyar bankszektor helyzetét érdemes kitérni a bankrendszer fogalmára. Egy ország bankjainak és azon tevékenységeinek összességét hívjuk bankrendszernek, amely lehet egyszintű vagy kétszintű. Egyszintű bankrendszerrel akkor beszélhetünk, amikor minden tevékenységet, pl. a számlák vezetését, fizetések lebonyolítását, hitelek folyósítását a központi bank látja el és ő áll közvetlen kapcsolatban a gazdálkodó alanyokkal. Ezzel ellentétben a kétszintű bankrendszerben a központi bank alatt állnak a kereskedelmi bankok, és ők vannak közvetlen kapcsolatban a gazdálkodó alanyokkal. A nyugati országokban utóbbi volt jellemző, azonban a szocialista országok többségében szovjet mintára egyszintű bankrendszer működött, köztük Magyarországon is. A kétszintű bankrendszer 1987 óta létezik hazánkban.⁷

Magyarországon 31 részvénytársasági formában működő hitelintézet található, amelyek közül 13 rendelkezik 1 milliárd forintnál nagyobb mérlegfőösszeggel. Az eszközállományt tekintve egyértelműen megállapítható, hogy az OTP Bank rendelkezik a legmagasabb értékkel, majd ezt követi a korábbi MKB Bank (mostani nevén MBH Bank). Még 5 milliárd forint feletti mérlegfőösszeggel rendelkezik a K&H, az UniCredit, illetve az ERSTE bank. Még magas értéknek tekinthető a 4,3 milliárd forintos mérlegfőösszeggel rendelkező a Raiffeisen Bank, valamint a 3,1 milliárd forinttal a CIB Bank. Ebből is látható, hogy ezeknek a bankoknak a legnagyobb a piaci részesedésük. A saját tőkét és a betétállományt tekintve hasonlóan alakultak az eredmények, ugyanis az eszközállománynál felállított sorrend ebben az esetben is megmutatkozik.

A következő kördiagram mutatja a magyar bankszektor hitelintézeteinek eszközállományának százalékos megoszlását. Az adatok az MNB 2023. szeptemberében kiadott Aranykönyvéből származnak, amely a tavalyi, 2022. évre vonatkozik. Azóta a hitelintézetek tulajdonosi szerkezetében változások történtek. A legjelentősebb a Takarékbank beolvadása az MKB Bankba volt, amely 2023-ban valósult meg, így a 2022. évi adatok alapján a diagramon külön került feltüntetésre.

⁷ Vigvári András: Pénzügyi(rendszer)tan, Budapest: Akadémiai Kiadó, 2017 ISBN 9789630598873 [online dokumentum] Hozzáférés: <https://mersz.hu/vigvari-penzugyrendszer/> [megtekintve: 2023.11.17]



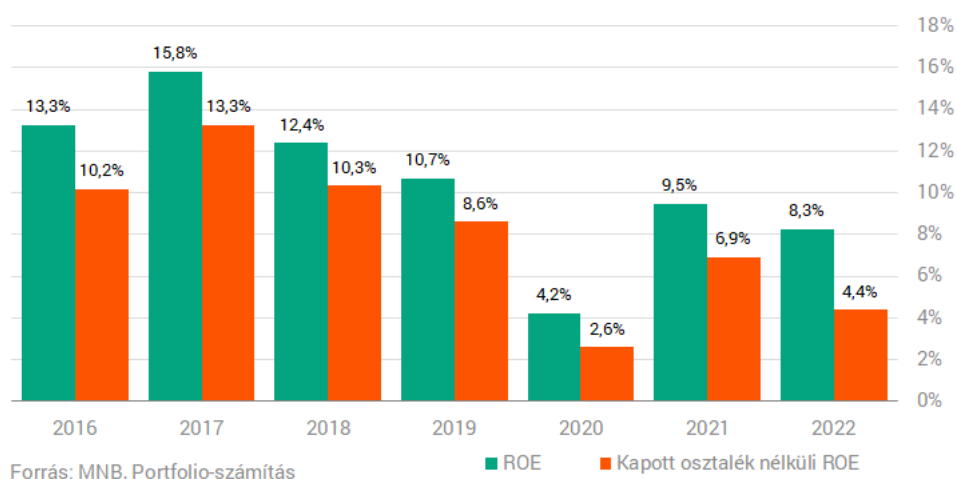
7. ábra: Magyar hitelintézetek megoszlása eszközállomány alapján Forrás: Saját szerkesztés, MNB 2022. évi Aranykönyve alapján

Az ábrán megfigyelhető, hogy az OTP, illetve az MKB és Takarékbank rendelkezik legnagyobb eszközállománnyal. Együttesen a teljes eszközállomány felét tették ki. Ebből is megállapítható, hogy az OTP Bank, illetve az MBH Bank (MKB és Takarékbank) rendelkezik a hitelintézetek közül a legnagyobb piaci részesedéssel.

A bankszektor tőkearányos nyeresége, vagyis ROE mutatója 2022-ben 8,3 % volt, amely egy alacsony értéknek tekinthető. 2022-ben 485 milliárd forintos adózott nyereséget ért el a magyar bankszektor a korábbi (2021-es) 514 milliárd forintos adózott nyereséghez képest. Ennek oka többek között az extraprofitadó emelése, a kamatstop, illetve a kockázati költségek emelkedése. A következő képen látható a hitelintézeti szektor tőkearányos megtérülése.⁸

⁸ Forrás: Portfolio.hu. [online] Hozzáférés: <https://www.portfolio.hu/bank/20230424/10-abran-a-magyar-bankrendszer-igy-varjak-a-bankok-az-ev-egyik-legnagyobb-esemenyet-611062> [megtekintve: 2023.11.20]

Tőkearányos megtérülés a hitelintézeti szektorban (nem konszolidált)



8. ábra: Hitelintézetek ROE mutatója Forrás: Portfolio.hu

Az oszlopdiagramon megfigyelhető, hogy 2020-ban alakult legalacsonyabban a ROE mutató, valószínűleg a koronavírus-járványnak köszönhetően. A következő éven már jelentős emelkedés látható, amely sajnos 2022-re újra lecsökkent, 8,3 %-ra.

3.2.1. Fontosabb rendelkezések az elmúlt évekből

A korábbiakban említett helyzeteknek köszönhetően számos problémával kellett szembenézni a jegybanknak is, kezdve a koronavírus megjelenésével. A járvány negatív következményeinek mérséklése érdekében a magyar kormány és a Magyar Nemzeti Bank együttesen számtalan intézkedést hozott.

Koronavírus-járvány idején hozott intézkedések

A járvány megjelenésének köszönhetően csökkent a gazdasági teljesítmény, ennek mérséklése érdekében a kormány bevezette a Gazdasgvédelmi Akciótervét, amely biztosította a vállalatok működésének fenntartását, illetve a munkahelyek megőrzését, és az új munkahelyek megteremtését. Ennek egyik fontos eleme a KFI szektor szakembereinek munkában tartása, ugyanis ők elengedhetetlenek voltak a gazdaság újraindításához. Emiatt a kormány bértámogatást nyújtott ezen szektorban dolgozó munkavállói (mérnökök, kutatók, informatikusok) és foglalkoztatóik számára.

A másik fontos intézkedés, amelyet a kialakult helyzet hozott magával a kamatstop bevezetése volt. Ennek oka, hogy a koronavírus járvány és háború kirobbanásának következtében az infláció hatalmas mértékben növekedett, illetve a kamatok is drasztikusan megemelkedtek. A kamatstop bevezetésének célja a háztartások és vállalatok pénzügyi stabilitásának megőrzése volt. A rendeletet 2022. januárjában vezették be a lakossági hitelekre, majd novemberében

kiterjesztették a vállalkozásokra is. A kamatstop addig lesz érvényben, amíg az alapkamat 10 % alá nem esik, amely előreláthatóan 2024 első felében fog bekövetkezni. Ezt bizonyítja, hogy a kormány 2023. december 30-ig hosszabbította meg a kamatstop érvényben maradását.⁹

Nagy segítséget nyújtott még a hitel moratórium bevezetése, amely mind a lakosság, mind a vállalkozások likviditási zavarainak átsegítését jelentette. A törlesztési moratórium lehetővé tette ezen időszakban keletkezett törlesztőrészlet fizetésének felfüggesztését. Ez alapján a hitel futamideje meghosszabodott és a moratórium alatt felhalmozódott kamatot és törlesztőrészletet később kellett megfizetni. Mindezek mellett az MNB javaslatára a kormány 5 ezer forintról 15 ezer forintra emelte a bankkártyás fizetések esetén a PIN-kód megadása nélkül végrehajtható fizetéseket. Ennek célja az emberek közötti fizikai kapcsolat csökkentése volt a járvány terjedésének lassítása érdekében. A Magyar Nemzeti Bank vállalatokat érintő intézkedéseket is hozott, mint például elindította a Növekedési Hitelprogramját (NHP Hajrá!), amellyel támogatták az új, mikor, kis- és középvállalkozásokat. Ezen kívül a vállalatikötvény-piac likviditásának növekedése érdekében elindította a Növekedési Kötvényprogramot (NKP), amelynek keretében az MNB hazai, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, jó minősítéssel rendelkező kötvényeket vásárolt 1150 milliárd forint értékben. Ezzel a célja az volt, hogy ösztönözze a hazai vállalatokat a más finanszírozási formák igénybevételére is.¹⁰ A korábban említettek alapján megfigyelhető, hogy a kormány és a nemzeti bank együttes intézkedéseket hozva próbálta segíteni a háztartási és a vállalati szektor nehézségeit ebben az időszakban.

Jegybanki alapkamat növelése

A 2022-ben egyre inkább növekedő inflációs környezet hatására a Magyar Nemzeti Bank elkezdte megemelni a jegybanki alapkamatot. Az alapkamat mértéke az elmúlt években igen alacsony volt, ezért a kialakult gazdasági helyzetnek köszönhetően számítani lehetett az emelésére.

Az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. 2001 nyara óta ennek megvalósításához az inflációs célkövetési rendszerét használja. Ez egy olyan monetáris politikai stratégia, amelyben a jegybank a rendelkezésére álló eszközeivel az előre bejelentett inflációs cél elérése törekszik. Ennek fontos eleme a jegybanki alapkamat meghatározása, amelyről az MNB lefőbb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács dönt. Az irányadó kamat

⁹ Forrás: Kormány.hu [online] Hozzáférés: <https://kormany.hu/hirek/a-kormany-meghosszabbitja-a-lakossagi-es-kkv-kamatstopot>, <https://kormany.hu/hirek/gazdasagvedelmi-akcioterv-januartol-ujraindul-a-kutatasi-fejlesztési-es-innovációs-szektor-bertamogatása> [megtekintve: 2023.11.18]

¹⁰ Forrás: MNB.hu [online] Hozzáférés: <https://www.mnb.hu/koronavirus#lakossagi> [megtekintve: 2023.11.18]

változása az úgynevezett monetáris transzmissziós mechanizmus csatornáin keresztül hat az inflációra. Ennek legfontosabb elemei a kamat, az árfolyam, illetve a várakozási csatorna ¹¹

A jegybanki alapkamat emelésével a gazdasági növekedés lassulása érhető el, amely által elkerülhető a pénzromlás. Drágábbak lesznek a hitelek, ezáltal befolyásolható a gazdasági szereplők fogyasztási és beruházási aktivitása. Az alapkamat növelése tőkebeáramlást von maga után, tehát a forint árfolyamát is erősíti az euróval szemben. Ezen hatások által lehet az infláció mértékét csökkenteni.

2022-ben kezdődött meg az alapkamat nagyobb mértékű emelése, egészen szeptember 28-áig, amikor is 13,00 %-ra nőtt a mértéke és egészen 2023. októberéig tartotta ezt az értéket. A Monetáris Tanács október 24-ei ülésén a gazdasági és pénzügyi folyamatokat áttekintve 12,25%-ra csökkentették le a jegybanki alapkamatot, amely október 25-étől lép érvénybe.

Kamatadó változása

A kamatadó a kamat jellegű bevételek után fizetett személyi jövedelemadót jelenti, amelynek mértéke a mindenkori személyi jövedelemadó mértéke, vagyis jelenleg 15 %. A kormány új rendelete alapján a megtakarítások kamatjövedelme után nemcsak ezt a 15 %-os személyi jövedelemadót kell megfizetni, hanem a 13 %-os szociális hozzájárulási adót is. Tehát így az egyes megtakarításokra a kamatadó mértéke 28 %-ra növekedett. Ez alól kivételt képeznek az állampapírok, illetve a nyugdíjbiztosítások, amelyek mindegyike kamatadó és szocho mentes. Ezzel az államnak valószínűleg a tőke növelése volt a célja.

¹¹Forrás: MNB.hu [online] Hozzáférés <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politika-keretrendszer/az-inflacios-celkoveteses-rendszer> [megtekintve: 2023.11.19]

Forrás: Financer.com [online] Hozzáférés: <https://financer.com/hu/penzugyi-wiki/jegybanki-alapkamat/> [megtekintve: 2023.11.19]

4. Bankok értékelése

Ebben a fejezetben kerül sor a bankok értékelésének bemutatására, amely főleg Aswath Damodaran: A befektetések értékelése, illetve Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels: Measuring and Managing the Value of Companies, illetve Jean Dermine: Bank Valuation: with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing Deposits művei alapján készült, kiegészítve más szakirodalommal.

A bankok és más pénzügyi szolgáltató vállalatok értékelése nagyban hasonlít a hagyományos értelemben vett vállalkozásokéhoz, azonban egyes részeken a módszerek máshogy kerülnek alkalmazásra. Ennek oka a cégek tevékenységének jellegéből adódik, ugyanis a pénzáramlásuk becslése sokkal bonyolultabb, illetve az erőteljes szabályozottságnak köszönhetően a szabályozói követelmények hatással lehetnek az értékekre.

A pénzügyi szolgáltató társaságokat négy csoportra tudjuk bontani a jövedelemszerzésük alapján. Ezek a bankok, a biztosítótársaságok, a befektetési bankok és a befektetési szolgáltatók. A bankok jövedelme két tényezőtől tevődik össze, mégpedig a számukra forrást nyújtóknak fizetendő kamatkidadások, illetve az általuk kihelyezett hitelek után kapott kamatbevételek különbözetéből. Ezen kívül bevételt szerezhet még egyéb szolgáltatásokból is, amelyeket a betéteseiknek, illetve hitelfelvevőik számára nyújtanak. A biztosítótársaságok jövedelme kétféle forrásból származhat, egyrészt a biztosítási szolgáltatásokat igénybe vevők által fizetett díjakból, jutalékokból, illetve a szolgáltatási igények kielégítése érdekében létrehozott és kezelt befektetési portfóliókból. A befektetési bankok pénzügyi vállalatok számára nyújtanak tanácsadási szolgáltatást és támogatási segítséget, amelyek pénzügyi piacokat vonnak be forrásbevonás céljából. A pénzügyi szolgáltató vállalatok közül az utolsók a befektetési szolgáltatók, amelyek befektetési tanácsokat nyújtanak, valamint portfóliókezelést végeznek az ügyfeleik számára. Jövedelmüket a befektetési tanácsadásokból származó díjakból, jutalékokból, illetve a portfóliók kezelésének díjából szerzik. (Damodaran, 2009, Koller Goedhart, Wessels, 2005) Ezek közül a bankok sajátosságaira szeretnék kitérni.

4.1. Bankok sajátosságai

Amikor egy vállalat tőkeállományáról beszélünk, akkor általában a hitelállományra, illetve a sajáttőke-állományra gondolunk, azonban a pénzügyi szolgáltató vállalatok esetében a hitelállomány egy teljesen más szerepet tölt be. Ezek a vállalatok ezt nem tőkeforrásként, hanem inkább „alapanyagként” kezelik, tehát számukra a hitelállomány az a dolog, amelyet beépítenek a termékeikbe, majd ezt magasabb áron értékesítik az ügyfelek számára, és ebből tesznek szert nyereségre. Ha egy vállalat értékét akarjuk meghatározni, akkor a tulajdonát képező eszközöket értékeljük, azonban a bankok esetében az eszközállomány nem képvisel jelentős mennyiséget, éppen ezért a sajáttőke-állomány értékelése kerül meghatározásra. A fentebb említett oknak köszönhetően a pénzügyi szolgáltató vállalatok esetén a tőkeállomány sokkal szűkebb, mivel csak a saját tőkét foglalja magába.

A bankok sajátosságai közé sorolhatjuk a nagyon erős szabályozottságot is, amely abból adódik, hogy nem csak közvetítőként lépnek fel a finanszírozók és a finanszírozandók között, hanem kockázatokat is átvállalnak az ügyfeleiktől, illetve a bankok mozgatják a legjelentősebb mértékben a gazdaságot az általuk teremtett pénzeket keresztül. Ezen funkciónak köszönhetően a bankok olyan gazdasági szerepet töltenek be, és olyan jelentős kockázatot képviselnek, amely speciális szabályozást igényel. Emiatt a bankokra nem csak a gazdasági társaságokra érvényes szabályok vonatkoznak, hanem olyan előírások is, amelyek segítik a bankszektor stabilitásának fenntartását, biztonságát és átláthatóságát.

Ezek a szabályok elsősorban az adott ország banktörvényében, vagyis hitelintézeti törvényében található. A törvény a legtöbb országban figyelembe veszi a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által megfogalmazott tőkeszabályozási ajánlásokat, amelyek Bazel I., Bazel II., Bazel III., és Bazel IV. néven is ismertek. Ezek a banki kockázatokkal kapcsolatos tőkekövetelményekre, elsősorban a szavatoló tőke előírt mennyiségére és összetételére vonatkoznak. A szavatoló tőke nem más, mint „a saját tőke korrigálásával számított tőkeérték, amely megmutatja, hogy egy esetleges csőd vagy felszámolás esetén mekkora vagyont áll rendelkezésre a kötelezettségek kielégítésére. Alapvető, járulékos és kiegészítő tőkeelemekből áll.”¹² A szabályok közül a legfontosabb az, amelyik a tőkemegfelelést szabályozza, mivel ez határozza meg a bank által vállalt kockázatokkal arányos tőkeszükségletet, valamint a meglévő tőkeellátottságnak megfelelően korlátozza a vállalható kockázatokat is. A tőkemegfelelési mutató a következő képlettel számítható:

¹² Solti Gabriella: Hogyan működik a bank? Budapest: Athenaeum, 2019, 139.p

$$\text{Tőke megfelelési mutató} = \frac{\text{szavatoló tőke}}{\text{kockázattal korrigált eszközök}}$$

A tőke megfelelési mutató megmutatja, hogy a bank a szavatoló tőkéjéből milyen mértékben finanszírozza a kockázattal korrigált eszközeit. Egy bank akkor számít tőkeellátottság szempontjából biztonságosnak, ha a tőke megfelelési mutatója 8 % felett van.

A bankok működése esetén fontos szót ejteni a prudenciáról (kellő óvatosságról), amely a banki működés alapelvei közé tartozik. A legtöbb országban törvényi előírások, vagyis prudenciális előírások szabályozzák a bankok kockázatvállalását. A szabály azt feltételezi, hogy a bank egyensúlyt tud teremteni jövedelmezőség, likviditás és fizetőképesség elvei között. Mivel a bank profitorientált vállalkozás és ahhoz, hogy a befektetői számára osztalékot tudjon fizetni, nyereségesen kell gazdálkodnia. Ehhez szükséges, hogy kockázatokat vállaljon, de csak olyan mértékben, amely nem veszélyezteti a likviditását, illetve a hosszú távú fizetőképességét (szolovenciáját). (Solti, 2009)

Bank bevételei és kiadásai

Ahogy korábban már említettem, a bankok elsődleges jövedelme a kamatbevételekből származik. Ilyen jövedelemnek számít a nettó kamatmarzs, amely a hitelek után kapott kamatbevételek és a betétekre fizetett kamatkiadások különbözete. Ez a bank pénzügyi közvetítő munkájának az ellenértéke. Kamatjövedelemnek számít még a bankközi műveletek eredménye, ami jelenti a más bankok számára folyósított hitelek kamatjövedelmének és a tőlük felvett hitelek kamatkiadásainak különbségét. Jelentős kamatbevételnek minősül továbbá a banki értékpapír-befektetések hozama is.

Mindezekon kívül a bankok jövedelmet szerezhetnek a nem kamat jellegű bevételekből is, amelyek abból származnak, hogy a bank különféle jutalékokat és díjakat számít fel a szolgáltatásaiért cserébe. A mai világban az egyik legnagyobb bevételt a bankkártya használat után fizetett bankközi jutalékok teszik ki. Ezt a díjat a kártyaelfogadó kereskedő bankja (az elfogadó bank) fizeti a kártyabirtokos bankjának, vagyis a kibocsátó banknak, minden kártyás fizetés után. További nem kamat jellegű bevételeknek minősülnek a befektetési szolgáltatásokból, illetve valuták/devizák és értékpapírok kereskedelméből származó árfolyambevételek.

A bank költségeit tekintve beszélhetünk személyi költségekről, bérleti és rezsi díjakról, illetve tárgyi eszközök értékcsökkenéséről és egyéb működési költségekről, amelyek más vállalkozások esetén is felmerülnek. A bankoknak azonban van egy speciális költsége. Ez a

követelések értékvesztése, amelyet ismerhetünk még kockázati költség vagy céltartalék néven is. Az ilyen pénzügyi szolgáltató vállalatok abban az esetben képeznek céltartalékot, ha az általuk nyújtott hitel esetén felmerül a vissza nem fizetés lehetősége. Azonban, ha mégis elkezdik a hitelt visszafizetni, akkor felszabadítják az erre képzett céltartalékot, vagyis visszaírják a követelés értékvesztését, amely pedig az eredmény növekedését eredményezi. (Solti, 2009)

4.2. Diszkontált pénzáramlás alapú értékelés

A diszkontált pénzáramlás alapú modellek az eszközök értékét a belőlük származó várható jövőbeli pénzáramlások jelenértékeként kalkulálják. A 2.1.-es fejezetben már tárgyalásra került ezen modellek részletezése, amelyek a saját tőkére jutó szabad pénzáramlás, a vállalati szabad pénzáramlás, illetve az osztalékdiszkont modellek voltak. A banki sajátosságokból kifolyólag a pénzáramlás becslése során érdemes kizárólag a saját tőke értékére koncentrálni. Ennek kiszámítása során kétféle feltételezést alkalmazhatunk, amely az újrabefektetéshez és az osztalékfizetéshez kapcsolódik. Feltételezhetjük, hogy a teljes saját tőkére jutó szabad pénzáramlást a bank kifizeti osztalékként, vagy pedig csak egy részét, és a fennmaradó összeget újra befektetik, amely hozzájárul a potenciális növekedéshez. A két lehetőség közül aszerint érdemes választani, hogy az értékelni kívánt banknak van-e a piacon potenciális növekedési lehetősége.

4.2.1. Osztalékdiszkont modell

A diszkontált pénzáramlás alapú modellek közül a legalapvetőbb az osztalékdiszkont modell, ami azt feltételezi, hogy a részvényekből származó egyedüli pénzáramlás az osztalék, és a részvényeket a várható osztalékok jelenértékeként értékeljük. Az alapmodell alkalmazásához szükséges a várható osztalékok meghatározása, illetve a növekedési ütem becslése. A növekedési ütem becslésénél több modellt is alkalmazhatunk. Az egyik a Gordon-modell, ami egyenletes növekedést feltételez, illetve megkülönböztetünk két-, és háromszakaszos osztalékdiszkont-modell is, amelyek a növekedési ütem tekintetében egy ideig nagyobb ütemű növekedést feltételeznek, majd azt követően egy stabil növekedést. Az utóbbi esetben, amikor felmerülhet egy nagyobb növekedési periódus és csak azt követően állnak be az osztalékok egy stabil szintre, akkor az örökjáradék tagot kell alkalmaznunk az előrejelezhető várható osztalékok meghatározását és diszkontálását követően.

Ezekon kívül érdemes előrejelezni egy adott időtartamra a pénzáramlásokat és csak ezt követően feltételezni az örökjáradék tagot. Ebben az esetben a képlet a következők szerint alkalmazható:

$$\text{Saját tőke értéke} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DIV_t}{(1 + r_{e,t})^t} + \frac{DIV_{n+1}}{(1 + r_{e,n})^n}$$

Ahol a **DIV** jelenti az adott évi osztalékot, r_e a saját tőke költséget, a g pedig az n . év után várható stabil növekedési ütemet.¹³ A továbbiakban a képlethez szükséges adatok meghatározására helyezem a hangsúlyt.

Saját tőke költsége

A saját tőke költségének meghatározása már egy korábbi fejezetben kifejtésre került, azonban a pénzügyi szolgáltató vállalatok esetében is elmondható, hogy a saját tőkének tükröznie kell annak a kockázatnak a mértékét, amelyet a kis részvénytulajdonosok diverzifikációval nem képesek kiküszöbölni. A kockázat becslését a tőkepiaci árfolyamok modellével tudjuk elvégezni, amelyben szükséges a béta alkalmazása. Ennek meghatározására több módszer is ismert, azonban a pénzügyi szolgáltató vállalatok esetében elmondható, hogy kihagyható a béta becslése, ugyanis a tőkeszerkezetük eltérő, illetve a hitelállományt is máshogy kell értelmezni, mint egy vállalkozás esetében, emiatt nehézkes a meghatározása. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy az elemzés tárgyául szolgáló bank esetében a vele hasonló profilú bankok átlagos tőkeáttétel nélküli bétáját alkalmazzuk.

Osztalékfizetési ráta

„Egy jövőbeli periódusra az egy részvényre jutó várható osztalék az adott időszakra várható egy részvényre jutó eredmény és a várható osztalékfizetési ráta szorzata”¹⁴. Az osztalékfizetési ráta pedig az osztalék és az eredmény hányadosa. Az osztalékokat a várható eredmény alapján kalkuláljuk, amelynek több előnye is van. Az egyik, hogy a várható növekedést helyezi a középpontba, illetve könnyebben hozzáférhető, mint az osztalék növekedési üteme. A másik előny pedig, hogy az osztalékfizetési ráta módosulhat, amely a növekedésben és a befektetési lehetőségekben mutatkozhat meg leginkább.

¹³ Solyom Anna: A vállalatértékelés bankspecifikus vonásainak bemutatása a Budapest Bank Zrt. példáján keresztül, 2016 (Szakdolgozat) Hozzáférés: http://publikaciok.lib.uni-corvinus.hu/publikus/szd/Solyom_Anna.pdf [megtekintve: 11.19]

¹⁴ Aswath Damodaran: A befektetések értékelése, Budapest: Panem, 2006, 626 p.

Várható növekedési ütem

Ahogy korábban említettem az osztalékokat a nyereség alapján határozzuk meg. Ennek számolásához a legalkalmasabb növekedési ütem a nyereség várható növekedési üteme. A pénzügyi szolgáltató vállalatoknál három különböző módszerrel van lehetőség a jövedelem növekedési ütemének becslésére, amelyek a következők: múltbeli adatok alapján, elemzői előrejelzések alapján, illetve az alapvető belső növekedés alapján.

A múltbeli adatokkal lévő meghatározás abban az esetben alkalmazható, ha az értékelni kívánt vállalat nagy múlttal rendelkezik és van lehetőség a korábbi növekedési ütem becslésére. A következő módszer a nyereségnövekedés elemzői előrejelzése. Az elemzők számos tőzsdén jegyzett társaság nyereségnövekedési ütemére állítanak össze különféle becsléseket, amelyek segítik a növekedési ütem becslését. Az utolsó mód, amellyel meghatározható a növekedési ütem az az alapvető (belső) növekedés. Ennek a módszernek az alapja, hogy az egy részvényre jutó eredmény (EPS) várható növekedési üteme az újrabefektetési ráta és a saját tőke hozamának (ROE) a szorzata. Ezt a képletet alkalmazhatjuk a növekedési ütem becslésénél is olyan vállalkozások esetén, amelyeknél a saját tőke hozama állandó.

4.3. Relatív értékelés

Az MBH Bank Nyrt. egyik értékelési módszere a relatív értékelés lesz. A 2.2.-es fejezetben már esett szó a relatív értékelés lényegéről, amely során olyan szorzószámokat vizsgálunk, amelyek felhasználhatók a vállalat értékelése során. Ezek lehetnek eredményalapú, könyv szerinti érték alapú, árbevétel alapú, illetve iparág specifikus mutatószámok.

Mivel a bankok esetében nem egyszerű több okból kifolyólag a pénzáramlás becslése, ezért az EBITDA-arányos, illetve EBIT-arányos mutatószámok nem kerülnek alkalmazásra. Ezeken kívül több mutatót is bemutattem, amelyek közül a P/E, illetve a P/BV mutató kerül felhasználásra.

4.3.1. Árfolyam/nyereség hányados (P/E)

A P/E az eredményalapú mutatószámok közé tartozik, amely kifejezi a részvényárfolyam és az egy részvényre jutó nyereség hányadosát. Az árfolyam és a nyereség alapulhat múltbeli adatokon, illetve szakértők által előrejelzett adatokon is. Amennyiben utóbbiról van szó akkor számolhatunk forward P/E mutatóval egyaránt.

Ahhoz, hogy relatív értékelés alapján tudjuk értékelni, első lépésként szükséges egy összehasonlítható csoport összeállítása. Ebbe a csoportba olyan bankokat kell választani,

amelyek hasonlóak növekedés ütem és kockázat alapján. Ha összeállítottuk a csoportot, akkor minden egyes tagra ki kell számolni a P/E hányadost, majd átlagoljuk ezeket, és az lesz a végleges érték, amivel számolni fogunk. Érdemes megemlíteni, hogy a mutató értéke függ a bank által a kétes hiteleire lekötött céltartalékok mennyiségéről. Azok a bankok, amelyek óvatosabban osztályozzák a kétes hiteleiket alacsonyabb eredményt érnek el, tehát magasabb P/E mutatóval rendelkeznek. Fordított esetben ennek ellenkezője következik be, vagyis azok a bankok, amelyek kevésbé óvatosak azok magasabb eredményt érnek el, tehát alacsonyabb P/E hányados mutatható ki.

A második lépés, hogy kiszámoljuk az általunk értékelni kívánt bank egy részvényre jutó nyereségét, vagyis az EPS mutatóját.

Harmadik, egyben utolsó lépés az értékelés, amely a következő képlet szerint számítható:

$$\text{Bank értéke} = P/E_{\text{összehasonlítható csoport}} \times EPS_{\text{bank}}$$

4.3.2. Piaci érték/könyv szerinti érték hányados (P/BV)

A piaci érték/könyv szerinti érték hányados a részvényárfolyam és az egy részvényre jutó saját tőke könyv szerinti értékének az aránya. A mutató értékére több tényező is hatással van, mint például a nyereség gyorsabb növekedési üteme, a nagyobb osztalékfizetési hányad, a saját tőke alacsonyabb költsége, illetve a saját tőke magasabb hozama, amelyek mind magasabb P/BV hányadost eredményeznek. Ezek közül a saját tőke hozama gyakorolja a legnagyobb hatást a piaci érték/könyv szerinti érték hányadosára. Ennek oka abból adódik, hogy a saját tőke könyv szerinti értéke a pénzügyi szolgáltató vállalatoknál nagyobb valószínűséggel követi a meglévő eszközökbe fektetett saját tőke piaci értékét. Az is megállapítható, hogy a bankok esetén a saját tőke hozama kevésbé függ számviteli szabályozottságtól. A P/BV hányados szerinti vállalati érték meghatározása hasonló a P/E mutatónál bemutatott lépésekhez, vagyis először az összehasonlítható csoport tagjainak piaci érték/könyv szerinti érték arányát határozzuk meg, majd átlagoljuk őket. Az utolsó lépés a bank saját tőke könyv szerinti értékének a kiszámolása. A kettő szorzata adja meg a bank értékét.

$$\text{Bank értéke} = P/BV_{\text{összehasonlítható csoport}} \times BV_{\text{bank}}$$

Mindkét esetben elmondható, hogy a legfontosabb az, hogy az összehasonlítható csoport tagjai közé olyan bankokat válasszunk, amelyek hasonló üzletágban tevékenykednek, illetve hasonló növekedési ütemmel és kockázati profillal rendelkeznek. (Dermine, 2009)

5. A bankok speciális kockázata

A banki tevékenység alapvetően kockázatosnak mondható, hisz megfelelő díjazás ellenében a bank plusz kockázatokat vállal, azonban, ha rosszul kalkulál, akkor vesztesége keletkezhet. A banki kockázatoknak több típusa is létezik, mint például a hitelkockázat, amely a kifolyósított hitelek visszafizetési kockázatát jelenti. Beszélhetünk működési és likviditási kockázatról, illetve kamatkockázatról is. Utóbbi a kamatláb változásai nyomán bekövetkező bizonytalanságból eredhet, mivel eltérő lehet az eszközök és források kamatszerkezete. (Solti, 2019)

A fentebb említett kockázatok közül a likviditási mondható a legveszélyesebbnek, ugyanis, ha a bank nem tudja az ügyfelei készpénzigényét kielégíteni, az bizonytalanságot szülhet a szemükben, amely akár nagyobb mennyiségű készpénzfelvételhez is vezethet. Mivel a likvid eszközök (készpénz és gyorsan készpénzzé tehető eszközök) jövedelmezősége alacsony, de a költségeik magasak, ezért a bank csak a legszükségesebb mennyiségű pénzt tartják ezen eszközökben.

Egy bank biztonságos működéséhez elengedhetetlen, hogy megfelelő tőkével rendelkezzen, ugyanis a tőke biztonsági tartalékot nyújt veszteség esetén. Vegyünk példának egy hitelfelvételt, ha több hitelfelvevő hirtelen nem képes a hitelt tovább törleszteni, akkor a banknak vesztesége keletkezik, amelyet tőketartalék esetén kompenzálni tud. Ezen okok miatt szükséges, hogy a bank megfelelő mennyiségű tőkével rendelkezzen, hiszen, ha egy ideiglenes likviditási probléma merülne fel, akkor ezt a tartalékolt tőkével tudja pótolni, azonban ellenkező esetben fennállhat akár a csőd veszélye.

Az elmúlt és az idejében is volt több olyan bankcsődre példa, amely aggodalomra adott okot, kezdve az orosz Sberbankkal, amely a 2022. februárjában kitört orosz-ukrán háború eredményeként ment csődbe. Ez érintette az Európában lévő leányvállalatait is, amelynek oka többek között az volt, hogy az Európai Unió tagállamai, az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, illetve Kanada együttesen kimondták, hogy a háború következményeként az orosz bankokat elzárják a SWIFT nemzetközi fizetési rendszertől, ezáltal megakadályozva a nemzetközi pénzügyi források beáramlását Oroszországba. A háborús helyzet fokozódása után egyre nagyobb lett a pánik, így minden ügyfél minél előbb hozzá akart jutni a pénzéhez. Ennek köszönhetően a bank likviditási problémával nézett szembe.

Ezt követően 2023. márciusában több amerikai bank jelentett csődöt, köztük az egyik legnagyobb is, a Silicon Valley Bank (SVB). A lavinát az amerikai Silvergate Capital bank csődje indította el, amely a 2022-es év negyedik negyedévét hatalmas veszteséggel zárta. Ennek hatására a részvényeik árfolyama rohamosan csökkent, majd a bank fizetéseképtelenné vált. Ezt követően egy bizonytalansági helyzet alakult ki a piacon, hisz a Silvergate Capital bank az amerikai bankpiacnak csak egy kisebb szereplője volt. A bizonytalansági helyzetnek köszönhetően az ügyfelek minden bankból rohamosan kezdték el kivenni a pénzüket. Ez az SVB esetén is megtörtént, amelynek hatására a bank likviditási problémákkal nézett szembe.

A korábbi példákból tehát láthatjuk, hogy egy banki működés esetén nagyon fontos szerepet játszik a megfelelő tőketartalék megléte, amelyek mértékét különböző törvények szabályozzák. Az egyik legnagyobb veszélyt a likviditási kockázat jelenti, ami, ha hosszabb ideig fennáll, akkor a pénzügyi szolgáltató vállalat akár csődhelyzetét idézheti elő. Persze nem csak a likviditási probléma okozhat csődöt, hanem több más tényező is, mint például, ha a bank kötelezettségállománya meghaladja az eszközállományát vagy képtelen kifizetni az esedékessé váló tartozásait.¹⁵

¹⁵Forrás: Európai Központi Bank honlapja [online] Hozzáférés: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/banks_failing.hu.html [megtekintve: 2023.11.20]
Forrás: Elemzőközpont honlapja [online] <https://elemzeskozpont.hu/bankcsodok-2023-esemenyek-bankrendszer-kockazatai> [megtekintve: 2023.11.20]

6. MBH Bank Nyrt. értékelése

Ebben a fejezetben kerül sor az MBH Bank Nyrt. tényleges értékelésére. Először sor kerül a bank rövid bemutatására, majd ezt követően térek ki a bank relatív, illetve diszkontált pénzáramlás alapú értékelésére. A bank értékelése során felhasznált korábbi éves beszámolók nem tartalmazzák a Takarékbank adatait, tehát csak a Budapest Bank, illetve MKB Bank adatai kerültek felhasználásra.

6.1. MBH Bank Nyrt. bemutatása

Az MBH Bank Nyrt. három nagy múltú bank, a Budapest Bank, az MKB Bank, illetve a Takarékbank fúziójának köszönhetően szilárdította meg a piaci helyzetét. Ennek köszönhetően az MBH Bank Magyarország másik vezető bankcsoportjává vált az OTP Bankcsoport mellett. 2020. május 15-én az MTB Magyar Takarékszövetkezeti Bank és az MKB Bank egyesült és a pénzügyintézetek egyenlő tulajdonrészrel léptek be a szövetségbe. Ezzel az egyesüléssel létrejött a Magyar Bankholding, amely ténylegesen csak 2020. december 15-én kezdte tevékenységét, miután a Magyar Nemzeti Bank engedélyt adott a banki részvények közös holdingtársaságba való apportálására. 2022. március 31-én a Budapest Bank beolvadt az MKB Bankba, majd MKB Bank néven működtek tovább. Végül a Takarékbank 2023. április 30-ai csatlakozásával létrejött a mostani MBH Bank.

Az MBH Bank univerzális bankként működik, amelynek célja, hogy minél korszerűbb és folyamatosan bővülő pénzügyi szolgáltatásaival kiszolgálja a lakossági és vállalati ügyfeleit egyaránt. Az univerzális bank kifejezés jelenti, hogy a bank egyaránt végezhet kereskedelmi és befektetési szolgáltatási tevékenységet. A bank elsődleges célja a lakossági ügyfelek kiszolgálása, azonban nagy hangsúlyt fektet a vállalati-intézményi ügyfélkör kezelésére is. A bank számos területen erős piaci pozíciót tölt be, mint például a mikro-, kis- és középvállalatok hitelezésében. Hosszú távú célkitűzései közé tartozik, hogy Magyarország legmeghatározóbb bankjává váljon, illetve, hogy megjelenjen a nemzetközi piacokon, elsősorban a közép-kelet-európai régió országaiban.

Az MBH Bank rendelkezik Magyarországon a legtöbb bankfiókkal, 560 bankfiókot működtet országszerte és több mint 9000 munkavállalót foglalkoztat. A magyar bankszektor helyzetének bemutatása során, a magyar bankok eszközállomány szerinti megoszlása alapján elmondható, hogy az MBH Bank jól halad a stratégiai céljának eléréséhez, ugyanis második helyen végzett az OTP után az eszközállomány tekintetében.

6.2. A bank relatív értékelése

Ebben a fejezetben kerül sor a bank relatív értékelésére, amely a P/E és a P/BV mutatók segítségével fog megvalósulni. Első lépésként meghatározásra került az értékelés alapját képező összehasonlítható csoport, amelybe a környező régiók bankjai kerültek kiválasztásra, illetve, amelyek versenytársként tekinthetők az MBH Bank szemszögéből. Az összehasonlítható csoport tagjait a következő táblázat mutatja:

Megnevezés	Ország	P/E	P/BV	Béta
Alior Bank S.A.	Lengyelország	6,7600	1,0300	1,42
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	Lengyelország	5,4700	1,2900	0,67
Bank Ochrony Srodowiska S.A.	Lengyelország	8,0600	0,3900	0,9
Erste Group Bank AG	Ausztria	5,4280	0,6291	1,68
Intesa Sanpaolo S. p. A. (CIB)	Olaszország	7,2800	0,7000	1,37
KBC Group N.V. (K&H)	Belgium	7,3800	1,0300	1,23
Komerční banka	Csehország	7,6600	1,0600	0,69
mBank S.A.	Lengyelország	6,7000	1,4200	1,21
Oberbank AG	Ausztria	11,5700	1,2100	0,12
OTP Bank Nyrt.	Magyarország	4,1500	1,0500	0,9
PKO Bank Polski S.A.	Lengyelország	4,3130	0,6317	1,25
Raiffeisen Bank International	Ausztria	1,4400	0,2350	1,37
UniCredit S.p.A.	Olaszország	5,3400	0,6400	1,6
Átlag		6,2732	0,8704	1,1085

1. táblázat: Összehasonlítható csoport mutatói Forrás: Saját szerkesztés, Yahoo Finance, Wiener Börse, Erste Group Market, YCharts adatai alapján

A táblázatban láthatók az összehasonlítható csoport tagjai. Elsődlegesen olyan bankokra fókuszáltam, amelyek az MBH Bank mellett jelen vannak Magyarországon, mint például az Erste, CIB, K&H, OTP, UniCredit Bank, illetve a magyar bankszektor helyzetének bemutatása alapján szintén élen járnak a bankszektor eszközállományának megoszlása tekintetében. A többi bank főleg a régiós országokból került kiválasztásra (pl.: Lengyelország, Ausztria). Ezután meghatározásra került a bankok P/E, illetve P/BV mutatója, amelyek elsősorban a Yahoo Finance, YCharts, Wiener Börse és az Erste Group Market adatai alapján valósult meg.

6.2.1. P/E mutatóval kapott eredmény

A táblázat alapján az összehasonlítható csoport átlagos P/E rátája 6,2732 lett. Az árfolyam/nyereség szorzószámmal való értékelés módosítva kerül alkalmazásra, ugyanis az EPS mutató helyett a tárgyévi eredmény kerül behelyettesítésre. A tárgyévi eredmény 2022 év végén 95 930 millió forint volt. Az bank értékének a kiszámításánál számolhatnánk az 5 éves

eredményének átlagával, azonban a fúzió miatt a 2021. előtti adatok nem összeegyeztethetők a jelenlegi MBH-val, mivel a bankok akkor még külön működnek. Ez alapján számított vállalati érték 601 788 millió forint lett.

6.2.2. P/BV mutatóval kapott eredmény

A relatív értékelés során alkalmazott másik szorzószám a P/BV mutató, amely a részvény könyv szerinti értékét viszonyítja a részvény árfolyamához. A táblázat alapján kapott átlagos P/BV mutató 0,8704 lett. Ezután meghatározásra került a képlet szerint a bank saját tőkéjének könyv szerinti értéke, amely 2022. december 31-én 793 012 millió ft volt.

A saját tőke értéke 321 699 millió forint jegyzett tőkéből, 313 947 millió forint tőketartalékból, 84 155 millió forint eredménytartalékból, 32 552 millió forint egyéb tartalékból, 64 637 millió forint tárgyévi eredményből tevődik össze, amelyből levonásra került 23 978 millió forint halmozott egyéb átfogó jövedelem. A saját tőke alakulását a következő táblázat is mutatja.

Saját tőke alakulása 2022. december 31.-én (adatok millió forintban)		
Megnevezés	2022	2021
Jegyzett tőke	321 699	100,000
Tőketartalék	313 947	21 729
Eredménytartalék	84 155	74 570
Egyéb tartalék	32 552	17 040
Tárgyévi eredmény	64 637	59 983
Halmozott egyéb átfogó jövedelem	-21 357	-23 569
Nem ellenőrző részesedések	40 361	-
Összesen	808 736	249 753

2. táblázat Saját tőke könyv szerinti értékének alakulása Forrás: Saját szerkesztés, Az MKB Bank Nyrt. 2022. évi konszolidált pénzügyi kimutatása alapján

A bank értékét a két eredmény szorzatából kapjuk meg, ami 690 238 millió forint lett. Az MBH jelenlegi P/BV mutatója a BÉT adatai alapján 2,917. Ez az eredmény nem tekinthető irányadónak, mivel hivatalosan 2023. augusztusa óta értékesítik az MBH Bank részvényeit, ezért volt szükség az összehasonlítható csoport P/BV mutatóinak átlagára.

6.2.3. Az eredmények értelmezése

Látható, hogy a két mutatószámmal eltérő eredményeket kapunk. A P/E mutató szerint az MBH Bank értéke 601 788 millió forint, míg a P/BV mutatóval 690 237 millió. Utóbbi eredmény annak köszönhető, hogy a fúzió következtében a bank saját tőke állományában jelentős változások következtek be. Az MBH Bank létrejöttkor a közgyűlés tőkeemelését fogadott el és

ezáltal 10 378 975 darab, 1000 forint névértékű törzsrészcsemet bocsátottak ki, illetve a Budapest Bank és a Magyar Takarékszövetkezet Bankholding beolvasásakor a jegyzett tőke 49 616 millió forinttal emelkedett. Ezeken kívül a beolvasással egyidejűleg tőkecsoportot is hajtottak végre, valamint a Csoport jegyzett tőkéje újabb 86 101 millió forinttal emelkedett. 2022 április 2-án is szintén megemelték a jegyzett tőkét 75 603 millió forinttal. Végül 2022. december 12-én jegyzett tőke emelés történt 10 379 millió forint értékben. A saját tőke alakulását a 2021, illetve 2022-es évre vonatkozóan a 2. táblázat tartalmazza.

A relatív értékelés alapján a bank értéke 600 000 és 700 000 millió forint közé tehető, azonban a pontosításhoz szükség van további értékelési módszer alkalmazására is, amely a diszkontált pénzáramlás alapú értékelés lesz.

6.3. A bank diszkontált pénzáramlás alapú értékelése

A diszkontált pénzáramlás alapú értékelés módszerei közül a vállalati szabad pénzáramlás (FCFF) kerül alkalmazásra. Az értékelés során elsősorban az MKB Bank 2022. évi konsolidált pénzügyi kimutatása, illetve a Budapesti Értéktőzsde és az Erste Market adatai kerültek felhasználásra, kiegészítve egyéb forrásokkal. Az értékelés során először a súlyozott átlagos tőkecsoport (WACC) kerül kiszámításra, majd ezt követi a teljes vállalati szabad cash-flow meghatározása a 2022-es időszakra vonatkozóan. A számoláshoz szükséges, hogy előrejelezzük a pénzáramokat, amely jelen esetben 5 évre előre kerül megbecslésre. Ahhoz, hogy le tudjuk zárni a becslést, meg kell határozni egy maradványértéket is, amelyet az adott időszak adózott üzleti eredményének, illetve a nominál súlyozott átlagos tőkecsoport hányadosaként kapunk meg. A vállalati értéket pedig az előrejelzett pénzáramok és a maradványérték jelenértéke adja.

6.3.1. Reál és Nominál WACC

Az értékeléshez először is a súlyozott átlagos tőkecsoport, vagyis a WACC kiszámolása szükséges. Ennek számítási módszerét a 2.1.3-as fejezetben már kifejtettem, azonban a gyakorlatban módosítva kerül alkalmazásra. A súlyozott átlagos tőkecsoportnak két alaptípusa létezik, ezek a reál és a nominál WACC. A számolás során mindkettő meghatározására szükség van. A kettő különbségét az adja, hogy míg a nominál WACC az infláció hatásával is számol, addig a reál WACC ezt kizárja. Emiatt elsőként a reál súlyozott átlagos tőkecsoport értékét határozom meg, majd ezt követően az infláció hatását figyelembevéve kerül kiszámításra a nominál WACC értéke.

Ahhoz, hogy meghatározzuk a reál WACC értékét szükséges kiszámolni a saját tőke, illetve az idegen tőke elvárt hozamát. A következő táblázat a saját tőke elvárt hozamának kiszámításához szükséges adatokat tartalmazza.

Saját tőke elvárt hozamának kiszámolásához szükséges adatok	
Béta	1,1085
Piaci kockázati prémium	5,06 % ¹⁶
Kockázatmentes reálhozam	6,76 % ¹⁷
Small Size Prémium	0,49 %
Országkockázat (Magyarország)	2,89 % ¹⁸
Saját tőke elvárt reál hozama	15,75 %

3. táblázat: Saját tőke elvárt hozamának kiszámítása, Forrás: Saját számítások, az akk.hu, illetve Aswath Damodaran számításai alapján

Az első adat, amelyre szükségünk van az a **béta**, amelynek kalkulálására több módszer is létezik, azonban jelen esetben az általam elkészített összehasonlítható csoport átlagos béta értéke került felhasználásra, ennek értéke 1,085. A következő adat a **piaci kockázati prémium**, amely 5,06 %. Ez az érték Aswath Damodaran által összeállított táblázat alapján került meghatározásra. A saját tőke elvárt reál hozamának meghatározásához szükséges még a **kockázatmentes reálhozam**, amelynek értéke 6,76 %. A kockázatmentes reálhozam estén egy olyan értékpapír hozamát kell kiválasztani, amelynek hozama már a vásárlás időpontjában teljes bizonyossággal ismert, tehát ilyenek az állampapírok. Jelen esetben a diszkontkincstárjegy 3 havi referenciahozama került felhasználásra. Az utolsó két adat pedig a **small size prémium** (0,49 %), illetve az **országkockázat** (2,89 %) **Magyarországra** vonatkoztatva. Mindkét adat szintén Aswath Damodaran számításai alapján került meghatározásra. Az adatok felhasználásával a saját tőke elvárt reál hozama 15,75 %.

¹⁶ Forrás: Aswath Damodaran számításai [online] Excel fájl. Hozzáférés:

www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls [megtekintve: 2023.12.03]

¹⁷ Forrás: Államadósság Kezelő Központ Zrt. honlapja [online] Hozzáférés: <https://akk.hu/> (2023.12.12.-i adata alapján) [megtekintve: 2023.12.12.]

¹⁸ Forrás: Country Default Spreads and Risk Premiums [online] Hozzáférés:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html [megtekintve: 2023.12.03]

A következő lépés az idegen tőke elvárt reál hozamának meghatározása. Az ehhez, illetve a reál WACC kiszámításához szükséges adatokat a következő táblázat tartalmazza:

<i>A Reál WACC kiszámításához szükséges adatok</i>	
<i>Saját tőke elvárt reál hozama</i>	<i>15,75 %</i>
Részvények száma (db)	322 529 625
Árfolyam, 2023.12.11-én (Ft)	8 000
Piaci E (millió Ft)	2 580 237
D (millió Ft)	9 243 666
<i>Piaci D/V</i>	<i>78,18 %</i>
Adókulcs	11,8 %
<i>Idegen tőke elvárt reál hozama</i>	<i>9,76 %</i>

4. táblázat: A Reál WACC kiszámításhoz szükséges adatok, Forrás: Saját számítások, MKB Bank 2022. évi konszolidált pénzügyi kimutatása, illetve a Budapest Értéktőzsde adatai alapján

A legalapvetőbb adatok, amelyre szükség van az a ***részvények darabszáma***, 322 529 625 db, illetve a ***részvény árfolyama***, amely 8000 Ft volt 2023.12.11-én a Budapesti Értéktőzsde adatai alapján. A ***piaci E***, vagyis a piaci kapitalizáció a részvény darabszámának, illetve a részvény árfolyamának a szorzata, amely jelen esetben 2 580 237 millió Ft. Szükséges még a ***D***, vagyis az adósság meghatározása, amely a hosszú lejáratú kötelezettségeket jelenti. A bank 2022. évi konszolidált pénzügyi kimutatása alapján ez az érték 9 243 666 millió forint. A korábban felsorolt adatok segítségével kiszámítható a ***piaci D/V*** ráta, amely 78,18 % az MBH Bank esetében. Az utolsó tétel, amelyre szükségünk van az az ***adókulcs***, ami a nyereségadó, illetve az adózás előtti eredmény hányadosa, ez az érték 11,8 %. Az idegen tőke elvárt reál hozama pedig 3 %-os hitelkockázati prémiumot feltételezve 9,76 %. Végül a reál WACC meghatározásához már minden adat kiszámolásra került és nincs más dolgunk, mint behelyettesíteni a képletbe, amely a következő:

$$\text{Reál WACC} = \text{Saját tőke elvárt hozama} * \left(1 - \text{Piaci } \frac{D}{V}\right) + \text{Piaci } \frac{D}{V} * (1 - \text{Adókulcs})$$

* *Idegen tőke elvárt reál hozama*

Ez alapján a reál WACC értéke 10,16 %.

A reál WACC segítségével már kiszámítható a nominál WACC, amelyhez szükséges az inflációs előrejelzés ismerete. Ez az érték az MNB 2023.szeptemberi Inflációs Jelentésének legyezőábrája alapján került meghatározásra. A nominál WACC nem más, mint az adott évi inflációs előrejelzés, illetve a reál WACC összege. A következő táblázat a nominál WACC értékét mutatja 5 évre vonatkozóan.

<i>Nominál WACC értéke</i>					
<i>Év</i>	<i>2023F</i>	<i>2024F</i>	<i>2025F</i>	<i>2026F</i>	<i>2027F</i>
Reál WACC	10,16 %	10,16 %	10,16 %	10,16 %	10,16 %
Inflációs előrejelzés	17,85 %	5,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
<i>Nominál WACC</i>	<i>28,01 %</i>	<i>15,16 %</i>	<i>13,16 %</i>	<i>13,16 %</i>	<i>13,16 %</i>

5. táblázat: Reál WACC értéke, Forrás: Saját szerkesztés

6.3.2. Vállalati szabad cash flow (FCFF)

Ebben a fejezetben kerül sor a vállalati szabad cash flow meghatározására. Mivel nem lehet egyértelműen megállapítani a beruházások, illetve a működő tőke lekötés eredményét, ezért az FCFF ezek figyelembevétel nélkül kerül kiszámításra.

Először a 2022-es évre vonatkozóan fogom kiszámolni a vállalati szabad cash flowt, majd egy adott növekedési ütem segítségével kerül becslésre a 2023-2027 közötti pénzáramlás. A bank növekedési üteme a 2023. évi féléves jelentése alapján 36,63 %, azonban a nagyobb mértékű növekedés után a 2024. évtől egy stabil növekedési ütemet feltételeztem. Ennek megfelelően a 36,63 %-os növekedést elosztottam a maradék 4 évre, amelynek eredményeként a stabil növekedési ütem 9,16 % lett. Ezen értékeket a következő táblázat is tartalmazza.

<i>Vállalati szabad cash flow alakulása</i>						
<i>Év</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>	<i>2024</i>	<i>2025</i>	<i>2026</i>	<i>2027</i>
<i>FCFF (millió forint)</i>	203 734	271 091	296 175	323 583	353 528	386 248
<i>Növekedési ütem (g)</i>		36,63 %	9,16 %	9,16 %	9,16 %	9,16 %

6. táblázat: Vállalati szabad cash flow alakulása 2022 és 2027 között, Forrás: Saját számítások

A következő lépés a vállalati szabad pénzáramlás meghatározása után, hogy ezen tételeket visszadiszkontáljuk jelenértékre, ugyanis az FCFF, illetve a maradványérték jelenértékének összege adja a vállalati értéket. Ahhoz, hogy meghatározzuk a jelenértéket szükséges a diszkontfaktor ismerete. A diszkontálásnál használatos diszkontráta a nominál WACC, tehát ennek a segítségével kerül megadásra az adott évekre vonatkozó diszkonttényező. Mindezek

alapján a 2023 és 2027 év közötti vállalati szabad pénzáramlás jelenértékei a jövőbeli érték, illetve a diszkonttényező szorzata adja. Ezen adatok a következő táblázatban is megfigyelhetők:

FCFF jelenértékének alakulása					
Év	2023	2024	2025	2026	2027
FCFF (millió Ft)	271 091	296 175	323 583	353 528	386 248
Diszkonttényező	0,8485	0,7369	0,6512	0,5756	0,5087
PV (FCFF)	230 021	218 252	210 717	203 491	196 484

7. táblázat: FCFF jelenértékének alakulása 2023 és 2027 között, Forrás: Saját szerkesztés, saját számítások alapján

6.3.3. Maradványérték

Örök időnkig nem lehet előrejelezni a pénzáramlásokat, ezért annak lezárására valamilyen jövőbeni időpontra vonatkozóan egy maradványértéket kell kalkulálni, amely tükrözi a bank arra az időszakra vonatkozó értékét. Ennek megfelelően a maradványértéket az 5. év után kell számolni. Először meghatározásra kerül a 6. év adózott üzemi eredménye (NOPLAT), amely 373 598 millió forint a növekedési ütem alapján számolva. Majd ezt követően a NOPLAT és a nominál WACC hányadosa adja meg a 2028-as évre vonatkozó teljes vállalati szabad cash flowt. Az adózott üzemi eredmény/WACC képlet alkalmazása során azon feltételezéssel éltem, hogy a 6. év végi NOPLAT egy örökjáradék lesz a jövőben, amely véleményem szerint egy óvatosabb értékelést eredményez, mintha a maradványérték esetén is növekedéssel számolnék. Végül a pénzáramlás és az előző évben alkalmazott diszkontfaktor szorzata adja a maradványérték jelenértékét, amely 1 445 243 millió forint.

A maradványérték jelenértékének kiszámításával minden adat rendelkezésre áll a bank vállalati értékének megadásához, amely 2 504 207 millió forintra tehető a számolások alapján. A bank értékét a jelenértékek összege adja meg, ezt a következő táblázat is mutatja:

MBH Bank Nyrt. jelenlegi értéke (adatok millió forintban)	
	Jelenérték
2023	230 021
2024	218 252
2025	210 717
2026	203 491
2027	196 484
Maradványérték	1 445 145
Bank értéke	2 503 109

8. táblázat: MBH Bank Nyrt. jelenlegi értéke, Forrás: Saját szerkesztés, saját számítások alapján

Az MBH Bank jelenlegi értéke alapján a bank egy részvényre jutó értéke 7764,27 forint. A tőzsdén a részvény értéke jelenleg 7000 és 8000 forint között mozog, tehát elmondható, hogy az eredmény reálisnak tekinthető, ezzel szemben a szektortársak árazása alacsonynak mondható, tehát az MBH Bank részvényei prémiummal forognak a tőzsdén.

6.4. Az értékelés eredményének értelmezése

Az MBH Bank Nyrt. értékelése kétféle módszer segítségével történt meg, mégpedig a relatív, illetve a diszkontált pénzáramlás alapú értékeléssel. Az értékelés célja a bank jelenlegi értékének a meghatározása volt, azonban a kapott eredmények igen eltérő képet mutatnak. A relatív értékelés során a bank értéke valahol 600 és 700 millió forint közé tehető, azonban a vállalati szabad pénzáramlás alapján ez az érték 2503 millió forint lett. A hatalmas különbséget az adja, hogy diszkontált pénzáramlás alapú értékelés kevésbé támaszkodik a piacra, inkább a belső értékekre fókuszál, illetve ezen értékelésnél számos módosításokat és feltételezéseket kellett tenni, mint például a növekedési ütem becslésénél, illetve a beruházások és a működő tőke lekötés növekményének figyelmen kívül hagyásával.

Az egy részvényre jutó érték tekintetében a következő eredmények születtek:

Egy részvényre jutó érték (adatok forintban)	
<i>P/E mutató alapján</i>	1 866,01
<i>P/V mutató alapján</i>	2 140,27
<i>FCFF értékelés alapján</i>	7 760,87
<i>Aktuális részvény árfolyam</i>	8 000

9. táblázat: Az MBH Bank Nyrt. egy részvényre jutó értéke, Forrás: Saját szerkesztés, saját számítások alapján

Az eredmények alapján elmondható, hogy az MBH részvénye egy kissé túlértékelt, azonban nagyon új részvényről beszélhetünk, ugyanis 2023 augusztusában bocsátották ki. A részvény értéke augusztusban 12 000 forintról indult, majd folyamatosan csökkent 6000 és 7000 forint körüli értékre. 2023. szeptemberére 4000 forint körül alakult az értéke, amely egészen november közepéig fennállt, majd ezt követően növekedett újra 7000 forint fölé. Jelenleg pedig 7000 és 8000 forint között mozog az értéke. Tehát elmondható, hogy a vállalati szabad pénzáramlás alapján a bank részvényének értéke reálisnak tekinthető, ugyanis hasonló a jelenlegi piacon lévő értékhez. Azonban a relatív értékelés szerint egy túlértékelt részvényről beszélhetünk. Véleményem szerint utóbbi eredmények tekinthetők valósak, ugyanis ez módszer inkább piaci adatokra támaszkodik, illetve kevésbé fókuszál a belső értékekre a diszkontált pénzáramlás alapú értékeléssel ellentétben.

7. Összefoglalás

A dolgozatom témája a vállalatértékelés volt, azon belül is a bankok értékelése. Az értékelés fontos szerepet játszik egy vállalat életében, hiszen bármikor szükség lehet egy cég értékének a meghatározására, például egy adás-vételi ügylet folyamatában, amely megkönnyítheti a döntéshozók végleges választát. Az MBH Bank esetében azért került a választásom az értékelés témakörére, mivel 2023 április végén egyesült Magyarország három nagy múltú bankja, tehát a Budapest Bank, az MKB Bank, illetve a Takarékbank. Az MBH megalakulásával létrejött Magyarország másik nagy bankcsoportja az OTP mellett, így érdekes lehet az értékének a meghatározása, amely majdnem 100 %-ban hazai tulajdonban van az OTP-vel ellentétben.

A szakdolgozat első felében került bemutatásra a vállalatértékelés négy alaptípusa, azokon belül részletesebben a relatív, illetve a diszkontált pénzáramlás alapú értékelés. Ezt követően tértem ki a magyarországi gazdasági helyzet, illetve a bankszektor helyzetének elemzésére, ugyanis az elmúlt 5 év nagy kihívások elé állította a gazdaság minden szektorát, köztük a bankszektort is. Mindezek után bemutatásra került a bankok alapvető működése, ugyanis a vállalatokhoz képest különböző sajátosságokkal rendelkeznek, mint például eltérő a bevételi és kiadási oldaluk, tehát eltérő a mérlegük, valamint több szabály, illetve törvény vonatkozik rájuk a biztonságos működés érdekében.

A 6. fejezetben kerül sor a bank konkrét értékelésére, amely a relatív értékeléssel, illetve a diszkontált pénzáramlás alapú értékelések közül, a vállalati szabad pénzáramlás általi értékeléssel került megvalósításra. A különböző módszerek alkalmazása eltérő eredményeket hozott, amelynek oka, hogy a DCF értékelés jobban épít a belső információkra a relatív értékeléssel szemben, amely elsősorban a piaci adatok alapján értékel. Azonban azt meg kell említeni, hogy az értékelés külső szemszögből történt bemutatásra, kizárólag külső forrásból származó adatok felhasználásával, illetve számos olyan tényező figyelembevétele nélkül, amely esetleg befolyásolta volna az értékelés eredményét.

8. Irodalomjegyzék

- Államadósság Kezelő Központ Zrt. honlapja [online] Hozzáférés: <https://akk.hu/> [megtekintve: 2023.12.12.]
- Aswath Damodaran számításai [online] Excel fájl. Hozzáférés: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls [2023.12.03]
- Aswath Damodaran: A befektetések értékelése. Budapest: Panem, 2006, ISBN 9789635454556
- Aswath Damodaran: Valuing financial services firms [online]. PDF fájl. Hozzáférés: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075980 [megtekintve: 2023.11.20.]
- Budapesti Értéktőzsde [online] Hozzáférés: <https://bet.hu/> [megtekintve: 2023.10.15]
- Country Default Spreads and Risk Premiums [online] Hozzáférés: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html [megtekintve: 2023.12.10]
- Elemzőközpont honlapja [online] <https://elemzeskozpont.hu/bankcsodok-2023-esemenyek-bankrendszer-kockazatai> [megtekintve: 2023.11.20]
- Erste Market [online] Hozzáférés: <https://www.erstemarket.hu/> [megtekintve: 2023.11.17]
- Európai Központi Bank honlapja [online] Hozzáférés: https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/banks_failing.hu.html [megtekintve: 2023.11.20]
- Financer.com [online] Hozzáférés: <https://financer.com/hu/penzugyi-wiki/jegybanki-alapkamat/> [megtekintve: 2023.11.19]
- Illés Ivánné: Vállalkozások pénzügyi alapjai. Budapest: Saldo, 2007, ISBN 9789636382216
- Jean Dermine: Bank Valuation: with an Application tot he Implicit Duration of non-Maturing Deposits [online]. PDF fájl. Hozzáférés: https://flora.insead.edu/fichiersti_wp/inseadwp2009/2009-64.pdf [megtekintve: 2023.10.26]
- Kovács Levente, Marsi Erika: Bankmenedzsment, banküzemtan [online]. PDF fájl. Hozzáférés: https://www.bankszovetseg.hu/Public/publikacio/Bankmenedzs_bank%C3%BCzemtan.pdf [megtekintve: 2023.11.03]

- Központi Statisztikai Hivatal [online] Hozzáférés: <https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok/gdp/gdp2306.html> [megtekintve: 2023.11.01]
- Magyar Gazdaságkutató Zrt.: 2022. év makrogazdasági elemzése és 2023-2026. időszak előrejelzése [online] PDF fájl. Hozzáférés: <https://www.parlament.hu/documents/126660/64706661/MGazdas%C3%A1gkutat%C3%B3+B3+Makro+2023-26.pdf/3d240d2b-3026-254a-0849-6bed300c7077?t=1687782985067> [megtekintve: 2023.11.15].
- Magyarország Kormányának honlapja [online] Hozzáférés: <https://kormany.hu/hirek/a-kormany-meghosszabbitja-a-lakossagi-es-kkv-kamatstopot>,
- Magyarország Kormányának honlapja [online] Hozzáférés: <https://kormany.hu/hirek/a-kormany-meghosszabbitja-a-lakossagi-es-kkv-kamatstopot> [megtekintve:2023.11.16]
- Magyarország Kormányának honlapja [online] Hozzáférés: <https://kormany.hu/hirek/gazdasagvedelmi-akcioterv-januartol-ujraindul-a-kutatasi-fejlesztési-es-innovációs-szektor-bertamogatasa> [megtekintve:2023.11.16]
- Magyarország Kormányának honlapja [online] Hozzáférés: <https://kormany.hu/arstop> [megtekintve: 2023.11.16]
- Magyarország Kormányának honlapja [online] Hozzáférés:<https://kormany.hu/hirek/gazdasagvedelmi-akcioterv-januartol-ujraindul-a-kutatasi-fejlesztési-es-innovációs-szektor-bertamogatasa> [megtekintve: 2023.11.18]
- Makronóm Intézet: Negyedéves makrogazdasági előrejelzés (2023 Q1) [online]. PDF fájl. Hozzáférés: <https://makronomintezet.hu/public/researches/documents/document-cqBw6sRVWP.pdf> [megtekintve: 2023.11.15.]
- MBH Bank Nyrt.: Tájékoztató a 2023. első félévi eredményről (Gyorsjelentés) [online] PDF fájl. Hozzáférés: https://www.mbhbank.hu/sw/static/file/MBH_Bank_Nyrt_Negyedeves_jelentes_2023_H1_gyorsjelentés_2023_08_31.pdf [megtekintve: 2023.12.10.]
- MKB Bank Nyrt. 2022. évi konszolidált pénzügyi kimutatások [online] PDF fájl. Hozzáférés: https://www.mbhbank.hu/sw/static/file/6_MKB_Bank_Nyrt_Konszolidalt_penzugyi_kimutatasok_2022_december_31_.pdf [megtekintve: 2023.12.10.]
- MNB 2022. évi Aranykönyve [online] Hozzáférés: <https://statisztika.mnb.hu/publikacios-temak/felugyeleti-statisztikak/aranykonyv/aranykonyv> [megtekintve: 2023.11.21.]

- MNB.hu [online] Hozzáférés <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politika-keretrendszer/az-inflacios-celkoveteses-rendszer> [megtekintve: 2023.11.19]
- MNB.hu [online] Hozzáférés: <https://www.mnb.hu/koronavirus#lakossagi> [megtekintve: 2023.11.18]
- Pénzcentrum.hu: Mi az a hitelmoratórium, mikor van a hitelmoratórium vége 2022-ben? [online] Hozzáférés: <https://www.penzcentrum.hu/hitel/20220206/mi-az-a-hitelmoratorium-mikor-van-a-hitelmoratorium-vege-2022-ben-1121696> [megtekintve:2023.11.16.]
- Porfolio.hu: Nagy árstop-kisokos: mutatjuk, mit kell tudni az árstopok hatásairól, illetve arról, meddig maradhatnak velünk [online] Hozzáférés: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20220922/nagy-arstop-kisokos-mutatjuk-mit-kell-tudni-az-arstopok-hatasairol-illetve-arrol-meddig-maradhatnak-velunk-568495> [megtekintve: 2023.11.15]
- Portfolio.hu. [online] Hozzáférés: <https://www.portfolio.hu/bank/20230424/10-abran-a-magyar-bankrendszer-igy-varjak-a-bankok-az-ev-egyik-legnagyobb-esemenyet-611062> [megtekintve: 2023.11.20]
- Portfolio.hu: Bankroham Oroszországban, csőd szélén a Sberbank Európában, higgadt lépések Magyarországon [online] Hozzáférés: <https://www.portfolio.hu/bank/20220228/bankroham-oroszorszagban-csod-szelen-a-sberbank-europaban-higgadt-lepesek-magyarorszagon-529663> [megtekintve: 2023.11.20]
- Portfolio.hu: Bréking: itt az egy számjegyű infláció Magyarországon [online] Hozzáférés: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20231110/breking-itt-az-egy-szamjegyu-inflacio-magyarorszagon-650721> [megtekintve: 2023.11.17]
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myres: Modern vállalati pénzügyek, Budapest: Panem, 2005, ISBN 9635454228
- Solti Gabriella: Hogyan működik a bank? Budapest: Athenaeum, 2019. ISBN 9789632938820
- Sólyom Anna: A vállalatértékelés bankspecifikus vonásainak bemutatása a Budapest Bank Zrt. példáján keresztül [online]. PDF fájl. Hozzáférés: http://publikaciok.lib.uni-corvinus.hu/publikus/szd/Solyom_Anna.pdf [megtekintve: 2023.11.19.]
- Statista [online] Hozzáférés: <https://www.statista.com/> [megtekintve: 2023.10.19.]

- Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels: Valuation: Measuring and managing the value of companies [online]. PDF fájl. Hozzáférés: <https://anvari.net/Business%20Valuation/Business%20Valuation.pdf> [megtekintve: 2023.11.20]
- Yahoo Finance [online] Hozzáférés: <https://finance.yahoo.com/> [megtekintve: 2023.10.20]
- YCharst [online] Hozzáférés: <https://ycharts.com/> [megtekintve: 2023.10.23.]

9. Ábrajegyzék

1. ábra: A GDP alakulása Európában 2023 Q1-ben 2022 Q1-hez képest %-ban.....	15
2. ábra: Magyarország GDP-jének változása 2019 és 2023 között %-ban	16
3. ábra: Munkanélküliségi ráta alakulása Magyarországon 2019 és 2023 között %-ban.....	17
4. ábra: Munkanélküliségi ráta alakulása 2023-ban az európai országokban %-ban.....	18
5. ábra: Gáz tőzsdei árának változása 2019 és 2023 között	20
6. ábra: Az infláció alakulása Magyarországon 2019 és 2023 között	21
7. ábra: Magyar hitelintézetek megoszlása eszközállomány alapján Forrás: Saját szerkesztés, MNB 2022. évi Aranykönyve alapján.....	23
8. ábra: Hitelintézetek ROE mutatója Forrás: Portfolio.hu	24

10. Táblázatjegyzék

1. táblázat: Összehasonlítható csoport mutatói Forrás: Saját szerkesztés, Yahoo Finance, Wiener Börse, Erste Group Market, YCharts adatai alapján	37
2. táblázat Saját tőke könyv szerinti értékének alakulása Forrás: Saját szerkesztés, Az MKB Bank Nyrt. 2022. évi konszolidált pénzügyi kimutatása alapján	38
3. táblázat: Saját tőke elvárt hozamának kiszámítása, Forrás: Saját számítások, az akk.hu, illetve Aswath Damodaran számításai alapján.....	40
4. táblázat: A Reál WACC kiszámításhoz szükséges adatok, Forrás: Saját számítások, MKB Bank 2022. évi konszolidált pénzügyi kimutatása, illetve a Budapest Értéktőzsde adatai alapján	41
5. táblázat: Reál WACC értéke, Forrás: Saját szerkesztés	42
6. táblázat: Vállalati szabad cash flow alakulása 2022 és 2027 között, Forrás: Saját számítások	42
7. táblázat: FCFF jelenértékének alakulása 2023 és 2027 között, Forrás: Saját szerkesztés, saját számítások alapján.....	43
8. táblázat: MBH Bank Nyrt. jelenlegi értéke, Forrás: Saját szerkesztés, saját számítások alapján	43
9. táblázat: Az MBH Bank Nyrt. egy részvényre jutó értéke, Forrás: Saját szerkesztés, saját számítások alapján.....	44

PANNON EGYETEM
GAZDÁLKODÁSI KAR ZALAEGERSZEG

SZERZŐI ÖSSZEFOGLALÁS

A dolgozat címe: Az MBH Bank Nyrt. relatív és diszkontált pénzáramlás alapú értékelése	
Hallgató neve: Kővári Regina	NEPTUN kód: C03PZC
Képzési szint: alapképzés	
Szak: pénzügy- és számvitel	Szakirány: pénzügy
Témavezető neve: Dr. Joó István PhD	Beosztása: oktatási dékánhelyettes
Tanszék: Pénzügy és Gazdálkodás Tanszék	

A szakdolgozatom témájának a vállalatértékelést választottam, azon belül is a bankok értékelését. Kezdetben bemutatásra kerül a vállalatértékelés négy alaptípusa Aswath Damodaran megközelítése alapján. A négy módszer közül a relatív, illetve a diszkont pénzáramlás alapú értékelés kerül részletesebb ismertetésre, ugyanis ezen eljárások alapján valósul meg az MBH Bank Nyrt értékelése is. A továbbiakban térek ki a magyar gazdasági helyzet, illetve a magyarországi bankszektor helyzetének elemzésére. Ezekre azért van szükség, mivel az elmúlt 5 évben számos olyan problémával kellett szembenézni, amelyek nagyban befolyásolták az egész gazdasági szektor működését. Ilyenek voltak például a koronavírus járvány kitörése, amelynek hatására a gazdasági teljesítmény világszerte csökkenésnek indult, illetve az orosz-ukrán háború kitörése, ami még inkább növelte a már emelkedő inflációs környezetet. Ezen problémák javítására a Kormány, illetve a Magyar Nemzeti Bank számos intézkedést hozott, amelyek szintén ismertetésre kerülnek. A banksztor helyzetének bemutatása esetén kitérek arra, hogy Magyarországon milyen bankrendszer működik, illetve ezen kívül ismertetésre kerül a magyar bankszektor eszközállományának megoszlása a

bankszektor szereplői által. Ezután következik a banki értékelés, amelynek megkezdése előtt szükség van a bankok sajátosságainak bemutatására, ugyanis a vállalatokhoz képest a bankok más szabályozás szerint működnek. Az első legfontosabb különbség, hogy a banki mérleg teljesen máshogy viselkedik, mint egy vállalkozás esetében, ugyanis a hitelállományt más szempont szerint kell értelmezni. A második, hogy a bankoknak eltérőek a bevételi forrásaik és kiadási költségeik, ugyanis előbbi esetében főleg kamat- és díjbevételekről beszélhetünk, míg utóbbi esetén az általános működési költségek mellett megjelenik egy speciális költség, ami a követelések értékvesztése. Ezek ismertetését követően térnek rá az MBH Bank Nyrt. értékelésére, amely a bank bemutatásával kezdődik. Az első értékelési módszer a relatív értékelés volt, amely esetén meghatározásra került egy összehasonlítható csoport, amelynek tagjai közé olyan bankok kerültek kiválasztásra, amik az MBH bank mellett szintén Magyarországon megtalálhatók, illetve, amelyek a régió országaiban működnek. A konkrét értékelés a P/E, illetve a P/BV mutató segítségével valósult meg. A másik értékelési módszer a diszkontált pénzáramlás alapú értékelés, amelyen belül a vállalati szabad pénzáramlás (FCFF) került felhasználásra. Az értékelés során számos feltételezéssel és módosításokkal kellett élni, például a növekedési ütem tekintetében. A számolás során 5 évre előre került megbecslésre a pénzáramlás, majd ennek lezárására egy maradványérték került kiszámításra. Ezen értékek jelenértékének összege adja a vállalati értéket. Az értékelések során jelentős eltérések tapasztalhatók, amely abból adódhat, hogy a diszkontált pénzáramlás kevésbé veszi figyelembe a piaci információkat a relatív értékeléssel szemben. További ok lehet még, hogy az értékelés külső szemszögből került meghatározásra, számos olyan tényező figyelembevétele nélkül, amelyek befolyásolhatják a vállalati érték alakulását.