

**BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM
GAZDÁLKODÁSI KAR ZALAEGERSZEG**

A Rotary Fúrás Zrt. vállalatértékelése az olajár változás tükrében

Belső konzulens: Dr. Antal Anita

Külső konzulens: Korczné Kocsis Piroska

Szmodics Katinka Anikó

Levelező tagozat

Pénzügy mesterszak

Vállalati pénzügyek szakirány

2017

NYILATKOZAT

a szakdolgozat digitális formátumának benyújtásáról

A hallgató neve: **Szmodics Katinka Anikó**Szak/szakirány: **Pénzügy (MSC) szak/ Vállalati pénzügyek szakirány**Neptun kód: **MR5WRS** A szakdolgozat megvédésének dátuma (év): **2017**

A szakdolgozat címe:

A Rotary Fúrasi Zrt. vállalatértékelése az olajár változás tükrében

Belső (operatív) konzulens neve: Dr. Antal Anita PhD

Külső (szakmai) konzulens neve: Korczné Kocsis Piroska

Legalább 5 kulcsszó a dolgozat tartalmára vonatkozóan:

vállalatértékelés, EVA módszer, olajár, olajpiac, vállalatérték

Benyújtott szakdolgozatom **nem titkosított / titkosított.***(Kérjük a megfelelőt aláhúzni! Titkosított dolgozat esetén a kérelem digitális másolatának a szakdolgozat digitális formátumában szerepelnie kell.)***Hozzájárulok / nem járulok hozzá**, hogy nem titkosított szakdolgozatomat az egyetem könyvtára az interneten a nyilvánosság számára közzétegye. *(Kérjük a megfelelőt aláhúzni!)* Hozzájárulásom - szerzői jogaim maradéktalan tiszteletben tartása mellett -nem kizárólagos és időtartamra nem korlátozott felhasználási engedély.

Felelősségem tudatában kijelentem, hogy szakdolgozatom digitális adatállománya mindenben eleget tesz a vonatkozó és hatályos intézményi előírásoknak, tartalma megegyezik nyomtatott formában benyújtott szakdolgozatommal.

Dátum: 2017. január 13.



hallgató aláírása

A digitális szakdolgozat könyvtári benyújtását és átvételét igazolom.

Dátum: 2017. JAN. 13.



könyvtári munkatárs

Tartalom

1	A világ olajgazdasága	2
2	Az olajár.....	6
2.1	Az olajár ingadozás okai.....	11
2.1.1	Kínálat alakulása	12
2.1.2	Kereslet változása.....	19
2.1.3	Az USA dollár szerepe	23
2.2	Kitekintés - az olajpiac jövőbeli várható alakulása	25
3	Empirikus vizsgálat az olajár változás hatáselemzésére	30
3.1	A Rotary Fúrási Zrt. története.....	30
3.2	Vállalati felépítés és működés	33
3.3	Iparági és piaci elemzés	34
3.3.1	Szállítói állomány elemzése	36
3.3.2	A vevőállomány elemzése.....	36
3.4	Az alkalmazott értékelési modell és az értékelési folyamat	38
3.4.1	Elemzési módszertan.....	38
3.4.2	Múltbéli gazdálkodás elemzése.....	42
3.4.3	Az FCF módszer alkalmazása – a szabad pénzáram levezetése	48
3.4.4	Tőkeköltség számítása.....	51
3.4.5	Értékteremtő tényezők számítása, előrejelzése az EVA (Economic Value Added) modell segítségével.....	57
3.4.6	A vállalatérték meghatározása.....	61
3.4.7	Az eredmények értékelése.....	64
3.5	Jövőbeli kilátások	65
3.5.1	Meglévő beruházások pénzáramainak növelése	67
3.5.2	Várható növekedési ütem növelése	68

3.5.3	Gyors növekedésű időszak meghosszabbítása	68
3.5.4	A pénzáramlások diszkontálására használt tőkeköltség csökkentése.....	68
4	Összefoglalás, következtetések.....	70
	Irodalomjegyzék.....	72
	Ábrajegyzék	78
	Táblázatjegyzék.....	80
	Mellékletek jegyzéke és mellékletek.....	81
	1. melléklet	82
	2. melléklet	83
	3. melléklet	84
	4. melléklet	85
	5. melléklet	86
	6. melléklet	87

Bevezetés

*„A kőkorszak nem azért ért véget, mert elfogyott a kő.
A kőolaj kora is jóval hamarabb véget fog érni, mintsem kifogyna az olaj.”*

James Canton

Szakedolgozatom téma választásánál elsősorban azt volt a célom, hogy az energiapiacot leginkább foglalkoztató energiaforrások - ezen belül is a nyersolaj - árának változásainak okait azonosítsam, illetve hatásait bemutassam egy általam választott vállalat esetében.

Korunk legfontosabb energiaforrásai közé tartozik a kőszén, a kőolaj és a földgáz, amelyeket közös néven fosszilis energiaforrásoknak hívunk. E három együttes teszi ki a világ energiaellátásának legnagyobb részét, ezért bármilyen változásuk fontos történéseket indíthat el a piacon. Véleményem szerint a kőolaj árának alakulása napjaink egyik legaktuálisabb vizsgálendő kérdése, hiszen a helyettesítő alternatív energiaforrások ára túl magas még, így a mindennapok energiaellátásának eszközei maradnak továbbra is a fosszilis energiahordozók. Bár egyes elemzők az irántuk támasztott keresletre vonatkozóan folyamatos csökkenést jósolnak, de nagyon eltérő időtávra vonatkozik a prognosztizációjuk. Míg a Royal Dutch Shell 5-15 éven belül várja a kőolaj keresletének tetőzését, addig Nemzetközi Energia Ügynökség (IEA) a következő 30-50 év után teszi ezt a pontot. Megállapíthatjuk, hogy rövidtávon még biztosan a mindennapjaink része lesz a kőolaj.

Dolgozatom első felében bemutatom az olajpiacot szereplőivel, főbb eseményeivel, majd ezután az olajjára leginkább ható tényezők azonosítása, illetve a piac (lehetséges) jövőbeli alakulásának ismertetése következik, melyben leginkább a Nemzetközi Energia Ügynökség és Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) éves előrejelzéseit veszem alapul. Ezt követően a Rotary Fúrási Zrt. vállalatértékének meghatározását tűztem ki célul, majd az ehhez kapcsolódó következtetések levonására kerül sor. Választásom azért a nagykanizsai székhelyű Rotary Fúrási Zrt-re esett, mert a vállalkozás alaptevékenysége a szénhidrogén-kutató és feltáró kutak fúrása, kivizsgálása és kiképzése, valamint a már meglévő kutak javítása és karbantartása, és a tevékenységi kör rendkívül szorosan kapcsolódik az olajpiachoz, ezért nagyon kitett az olajpiac bármiféle változásának is.

A vállalatértékelés az évek folyamán egyre fontosabb tudományággá nőtte ki magát. Meghatározása rendkívül bonyolult, hiszen nagy részben jövőbeli feltételezések színesítik, és jelentős szerepet kapnak benne a szubjektív döntések. Fontos, hogy a vállalatérték meghatározása kinek a szempontjából történik, hiszen más érdekek vezérlik a menedzsment

tagjait, a tulajdonosokat vagy éppen a fogyasztókat stb. A vizsgált vállalat értékelését módszertani szempontból az Economic Value Added (EVA) modell felhasználásával végeztem el. Az elemzés kiinduló pontja a gazdálkodásra jellemző tendenciák ismerete, ezért a vizsgálódást a vállalatot jellemző fő gazdálkodási trendek feltárásával kezdtem.

Az elemzés eredményeinek értékelését követően az értékteremtés fenntartásához számításba vehető megoldásokat, illetve a jövőbeli kilátások keretében a vállalatérték növelésének aspektusait vizsgálom meg.

1 A világ olajgazdasága

„Akié az olaj, az lesz a világ ura.”

Harvey O'connor

A kőolaj 140 éve a mindennapjaink részévé vált. Megjelenésével megváltoztatta a világot, új iparágak jelentek meg, és mellette több millió embernek teremtett munkahelyet. A világháborúk alatt bebizonyosodott, hogy a kőolaj több mint ásványkincs, elengedhetetlen a gazdasági nagyhatalommá váláshoz. A történelem folyamán a fáról ásványra való átállás - amit nevezhetünk energia forradalomnak - átalakította a világ gazdasági, kulturális és politikai életét.¹ Országról országra, városról városra terjedt az iparosodás, és vele együtt nőtt a gazdaság energiaigénye is. A keresletnövekedés megindult, és ehhez az energiaiparnak is fejlődnie kellett vele párhuzamosan, míg végül az egyik legnagyobb ágazattá vált.

Az olaj diadalútja John D. Rockefeller clevelandi vegyeskereskedővel kezdődött, hiszen talán kijelenthetjük azt, hogy ő látta meg az olajiparban a „nagy pénzt”, a „fekete aranyat”. Az ő nevéhez fűződik az 1870-ben megalakított Standard Oil Joint Stock Company cég, melynek rövid elnevezése az ESSO (1973-tól Exxon). A 19. század végére a cég kezében összpontosult az USA-beli finomítók és csővezetékek 90%-a, majd az 1911. évi antitröszt eljárás elérte a vállalkozást is, melynek következménye, hogy hét társaságra bomlott fel, ezek közül öt óriás vállalattá nőtte ki magát.²

Az óriás vállalatok a következők voltak:

- Standard Oil of New Jersey
- Mobil Oil
- Texaco
- Gulf Oil
- Standard Oil of California

Az Egyesült Államok mellett Európában is formálódott az olajpiac. A Royal Dutch Shell PLC olajcég létrejöttét a piaci verseny indukálta 1890-ben, mely a Royal Dutch Petroleum Company és Shell Transport and Trading Company Ltd. fúziójából keletkezett, és több átalakulás mellett továbbra is erősíti a globális helyzetét egészen napjainkig. A British Petroleum Company alapja az Anglo-Persian Oil Company volt. A fent említett 7 olajipari óriásvállalat, amit gyakorta *supermajor*oknak neveznek, meghatározó szereplői a világ

¹ ROBERTS Paul: Az olajkorszak vége; Budapest: HVG Kiadó, 2004 ISBN 963 752 563 7

² MOHAI V. Lajos: A Hét Nővér és az OPEC, In: Panoráma magazin, 2014. október, XI. évf. 20. sz. p. 18-19.

olajgazdaságának.³ Ők a Hét Nővérek, melyek mellett megjelentek a trónkövetelők az olajpiac színpadán napjainkban. A 20. század második felében már közel 100 országban voltak jelen, és tevékenységük kiterjedt a kőolajipar valamennyi szektorára, úgymint kutatás és fejlesztés, finomítás, szállítás, illetve kőolajtermékek kis- és nagykereskedelme. Rockefeller elvei a mai napig érvényben vannak, ami egyet jelent az olajtermelés összes folyamatának egy kézben tartásával.

1. ábra OPEC tagjai 2016-ban⁴

	
<ul style="list-style-type: none"> • Algéria • Angola • Ecuador • Gabon • Indonézia • Irán • Irak 	<ul style="list-style-type: none"> • Kuvait • Líbia • Nigéria • Katar • Szaúd-Arábia • Egyesült Arab Emírátsok • Venezuela

forrás: saját szerkesztés az OPEC honlapja alapján

A kialakult egyeduralom megrendítésére jött létre a Kőolaj- Exportáló Országok Szövetsége (OPEC- Organization of the Petroleum Exporting Countries) 1960-ban. Alapító tagjai Irak, Irán, Kuvait, Szaúd-Arábia és Venezuela. Az OPEC fő célja, hogy kivédje a szervezet tagjai körében a kőolajkészletek és – termelési eszközök nagy részét birtokló nemzetközi olajtársaságok árcsökkenési törekvéseit, ami adóbevétel kiesést okozhat az említett országokban.

2016-ban a szervezet 14 taggal rendelkezik (*1. ábra*). Az első időszakban a tömörülés befolyása még mérsékelt volt, napjainkra azonban már a világ legsikeresebb kartellje lett, és a világpolitikai rendszerben is előkelő helyet foglalt el. Fő eszközeként lehet említeni a kőolaj hordónkénti árának meghatározását, hiszen ennek segítségével befolyásolni tudja a tőle független és vele versenyző olajcégek termelőképességét, mivel a kitermelést és kutatás-fejlesztést olcsóbban tudja végrehajtani a többi országgal szemben.

Kevésbé ismert kartell az energiaimportőr országokat összekötő, az OPEC befolyásának ellensúlyozására létrejött ügynökség, azaz a készleteket felhalmozó és koordináló International Energy Agency (Nemzetközi Energia Ügynökség - IEA). Az USA kezdeményezésére létrehozott ügynökség közvetlenül nem hat az olaj árának alakulására, de az OPEC intézkedései hatását csökkenteni tudja.

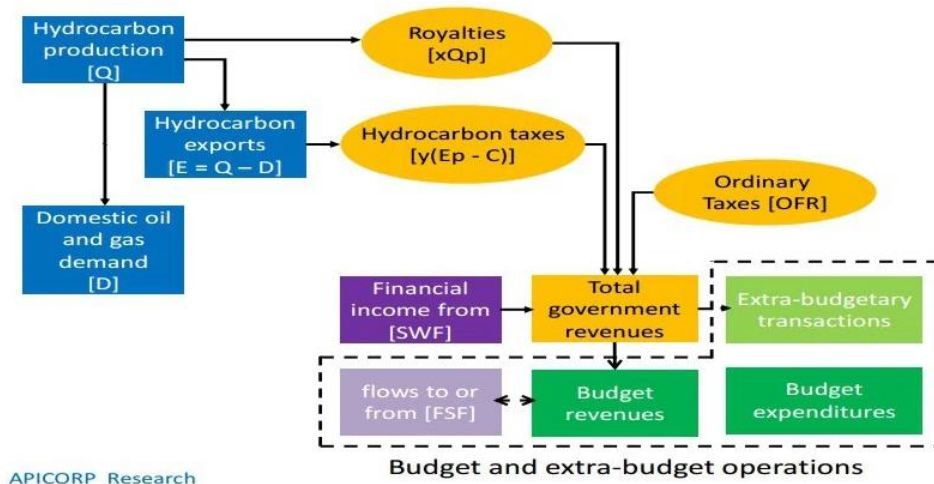
³ MOHAI V. Lajos: A Hét Nővér és az OPEC, In: Panoráma magazin, 2014. október, XI. évf. 20. sz. p. 18-19.

⁴ Indonézia az OPEC 2016. november 30-i gyűlését követően nem tagja az OPEC-nak.

A világ olajexportáló országai költségvetésének jelentős részét az olaj eladásból származó *petrodollárok* teszik ki, amelyek a kőolajtermelésből és az ehhez kapcsolódó jogdíjakból tevődnek össze a legnagyobb arányban. Ezt általánosan a hagyományos (nem szénhidrogén) költségvetési bevételek, befektetési jövedelmek egészítik ki (2. ábra).

2. ábra OPEC kormányok fiskális rendszere

Figure 1: A Generic OPEC Government's Fiscal Sector



forrás: APICORP Research honlapja

Ahhoz, hogy költségvetést egyensúlyban tudja tartani az exportőr ország, szükség van egy úgynevezett „költségvetési fedezeti” olajárra,⁵ ami egy minimális átlag hordónkénti ár, amely segítségével a termelő országok kiadásait fedezni tudják adott évben. Ha az olaj ára ezen árfolyam szint alatt van, és a kormány nem változtat a politikáján, nagy eséllyel deficit lesz a költségvetése, hiszen nincs megfelelő nagyságú bevétele kiadásai fedezésére.⁶

⁵ “fiscal breakeven” oil price

⁶ Blake CLAYTON and Michael A. LEVI : Fiscal Breakeven Oil Prices: Uses, Abuses, and Opportunities for Improvement [fájl]. 2015. október PDF fájl. Hozzáférés (URL): <http://www.cfr.org/oil/fiscal-breakeven-oil-prices-uses-abuses-opportunities-improvement/p37275>

1. táblázat „Költségvetési fedezeti” olajár, 2006-2015

Budget breakeven prices:										
Fiscal break-even price (Brent, USD bbl)										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f
GCC	32.5	43.1	43.8	70.3	68.4	78.8	73.3	83.6	89.0	94.0
Bahrain	57.9	66.9	80.0	82.9	103.9	118.1	127.1	134.4	136.2	138.1
Kuwait	26.4	32.6	42.1	47.0	45.7	47.4	53.6	68.3	75.5	78.4
Oman	80.7	99.3	96.4	69.9	80.2	112.3	112.5	106.5	100.7	110.0
Qatar	43.4	41.8	49.1	27.2	61.7	80.1	65.5	60.5	71.3	76.8
S. Arabia	38.7	52.7	47.0	72.6	70.6	84.5	80.9	93.1	99.2	104.4
UAE	18.3	24.5	43.7	105.7	86.3	94.6	77.3	82.7	80.2	80.8
Nigeria	56.3	75.1	79.9	125.3	105.3	128.5	112.3	141.7	126.2	122.7
Russia	21.4	28.1	59.7	109.5	116.7	102.8	112.0	113.9	100.1	105.2
Venezuela	81.7	76.9	134.2	140.7	194.4	145.7	151.5	149.9	162.0	117.5
Brent price	65.4	72.7	97.7	61.9	79.6	111.0	111.7	108.9	106.5	103.3

Source: Deutsche Bank estimates

forrás: Deutsche Bank

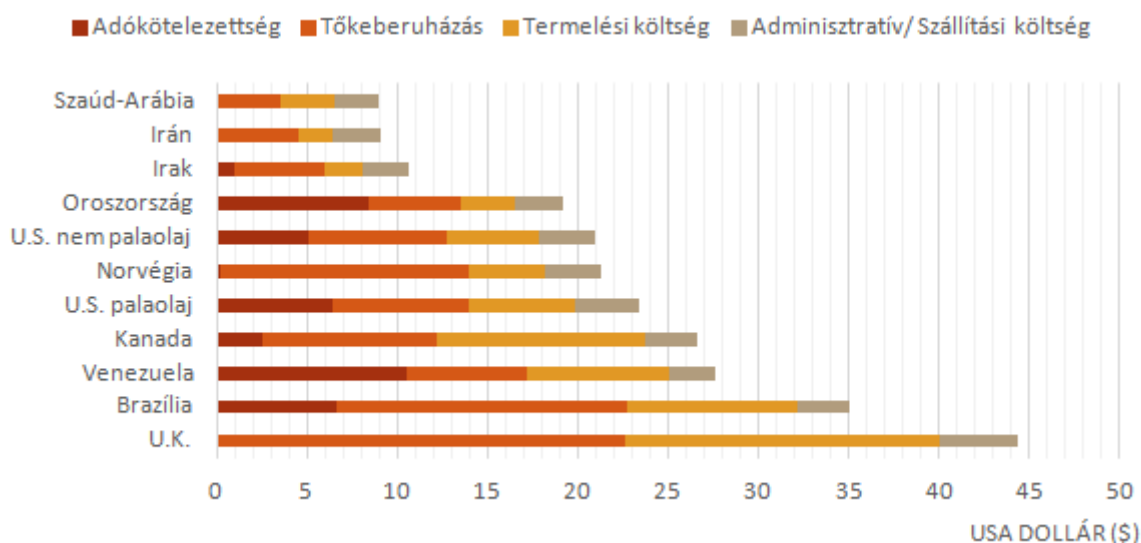
A fenti ábrán (1. táblázat) jól látható, hogy dollárban kifejezve mekkora árfolyamra van szükség ahhoz, hogy az egyes olaj exportőr országok költségvetése kiegyensúlyozott legyen. A szint a már az előbb említett nyersolaj költségvetési fedezeti ár, ami magában foglalja a termelési költséget, a feltárási és kutatási költségeket, az olajkutak fejlesztési költségét, a szállítási költséget, az eladási és egyéb adminisztrációs költséget. Ez nagyon egyszerűen hangzik, ugyanakkor pontos meghatározásához rendkívül sok paraméterre van szükség. Az országokhoz rendelt fedezeti ár függ a népességszámtól, a belföldi kőolajkereslettől, az export és termelés hányadosától, a jogdíjaktól és adóktól, az árfolyamoktól és a nem olaj értékesítésből származó bevételektől.⁷

A költségvetési fedezeti olajár rendkívül népszerű lett az elemzők és döntéshozók körében, mind a magánszektorban, mind a közszférában, mivel jó indikátora az olajtermelő országok gazdaságának és politikai stabilitásának, továbbá az olajárral kapcsolatos előrejelzések összeállításának fontos alkotórésze.⁸ A fedezeti ár kialakulásában szintén fontos szerepet játszik az olajkutak száma és elhelyezkedése. Megfigyelve a fenti ábrát, minden ország esetében jól látható az elmúlt tíz évben a növekvő trend, tehát azon országok esetében is növekedett a fedezeti ár, ahol maga a termelési költség alacsonyabba többi országnál. Minden olajtermelő ország célja, hogy a fedezeti ár fölött legyen az olaj ára a piacon.

⁷Gordon KRISTOPHER: Why is the breakeven price of cude oil so important? [online]. Letöltés időpontja: 2016. szeptember 20. Hozzáférés (URL):<http://marketrealist.com/2015/01/important-know-crude-oil-extraction-process/>

⁸Rosemary PEAVLER: How to do Cost-Volume-Profit Analysis - An Introduction, [online]. Letöltés időpontja: 2016. november 14. Hozzáférés (URL): <https://www.thebalance.com/how-to-do-cost-volume-profit-analysis-an-introduction-393475>

3. ábra Az olaj hordónkénti előállítási költsége



forrás: saját szerkesztés a graphics.wsj.com honlap adatai alapján

Az egekbe szökött árfolyam esetében, a bevételek hatalmasak voltak, megtömve ezzel az országok kincstárát, illetve növelve az olajcégek árbevételét. Bár Szaúd-Arábia és Irán esetében a legalacsonyabb a termelési költség, ezen országok az alacsony olajár esetében is profitot tudnak termelni (3. ábra). A termelési költség legmagasabb szintjét az Egyesült Királyság esetében láthatjuk. A legmagasabb és legalacsonyabb termelési költség között kicsivel több, mint 35 USD/hordó különbség van, ami jelentős különbségnek számít az olajpiacon. Láthatjuk a Közel-Kelet országainak előnyét is, hiszen a „könnyű” arab olaj esetében jelentősen alacsonyabbak a költségek, mint a többi országban, ami így nagy rugalmasságot és teret ad számukra, ebből kifolyólag az olajpolitika elengedhetetlen szereplőivé váltak.

2 Az olajár

„Az árhoz képest minden csak másodlagos.”

Paul Roberts

Az olajár alakulásának következményei a világ összes országára kihatnak. Ennek ellenére az olajár erősen megfigyelt gazdasági tényezővé az 1970-80-as évek után vált. Ennek egyik legfőbb oka a hetvenes éveket érintő 5 gazdasági sokk közül kettő⁹: elsőként az 1973-

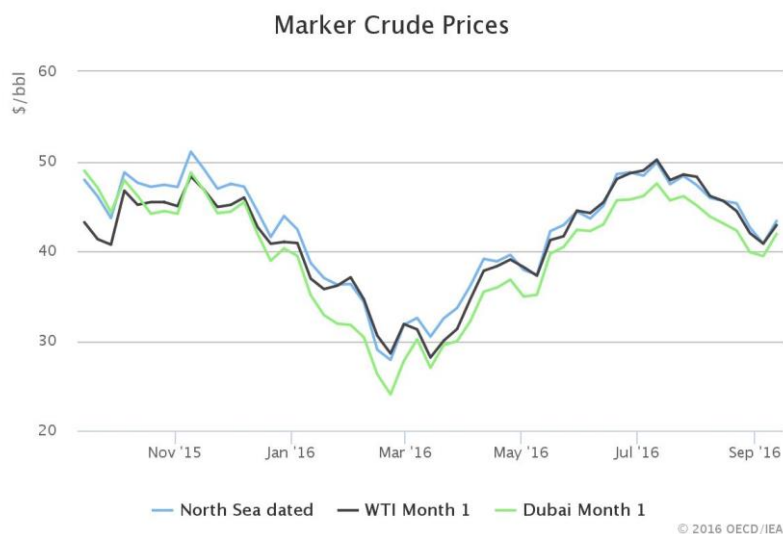
⁹ SOMOGYI Viola, DÁNIEL Zoltán András, RÉDEY Ákos: Fenntartható gazdaság, Pannon Egyetem, 2012
Letöltés időpontja: 2016. szeptember 20. Hozzáférés (URL):

1974-ben bekövetkezett első olajválság, ami az OPEC első sikeres erődemonstrációja volt, majd az 1979-ben kialakult második olajválság. Az olajembargó segítségével megmutatta a szervezet az erejét, illetve megszerezte a ma is fennálló megkerülhetetlen szerepet az olaj piacán.

Az említett két gazdasági esemény eredményeként visszaesett a világkereskedelem, ami újabb válságokat generált a pénzügyi piacokon, és amelyben a fejlődő országok voltak leginkább érdekeltek. Mindezek mellett a fejlett országokban is jelentős hatást gyakorolt a strukturális válság és a magas infláció előidézésével. Az elmúlt 30 év gazdasági eseményei és az olajár változás párhuzamba állításával kijelenthetjük, hogy az olajár jelentős befolyással bír a gazdasági folyamatok alakulására. Így a gazdasági szereplők nagy figyelmet szentelnek, illetve kell, hogy szenteljenek az olajár befolyásoló tényezőknek is.¹⁰

Míg az 1990-es években a hordónkénti ár 20 USD alatt maradt, addig 2007-ben már megközelítette a 100 USD/hordó árfolyamot. Ez az Európában irányadó Brent típusú olaj esetében legalább hét és félszeres drágulást jelentett. Dolgozatomban a Brent típusú olaj árfolyamait vizsgálom elsősorban, melynek oka, hogy ez az Európában irányadó könnyűolaj.

4. ábra Nyersolaj árak 2015. november-2016. szeptember között



forrás: International Energy Agency

A nyersolajat legtöbbször származási helye alapján különböztetjük meg, mint például iráni olaj, baszrai könnyűolaj stb. Az eltérő földrajzi pontokon található olajok más

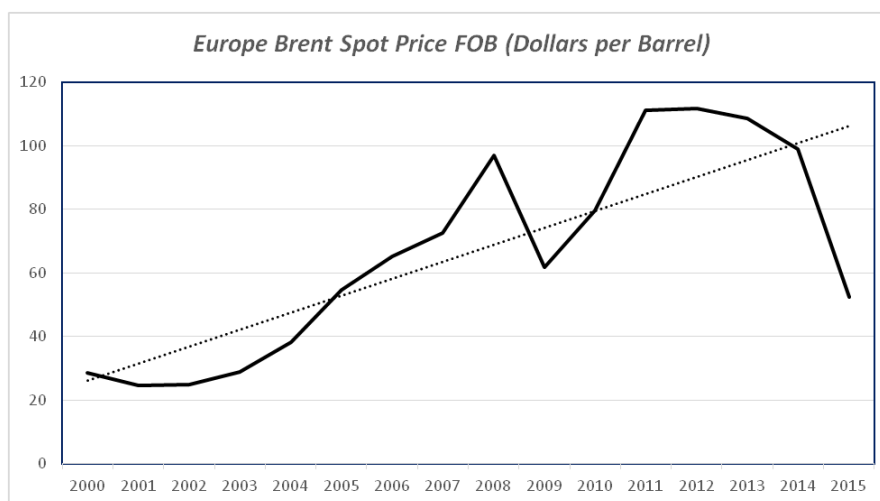
http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2010-0012_fenntarthato_gazdasag/adatok.html

¹⁰ KOTÁN Gergely- LÁSZLÓ Valéria- SALI András: Mennyire fontos az olaj, avagy hatások és visszahatások az olaj és tőkepiac között [fájl]. Hitelintézeti szemle 2007. Hatodik évfolyam 6. szám PDF fájl. Hozzáférés (URL): http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/HSZ6_kotan_laszlo_sali.pdf

tulajdonsággal rendelkeznek, amiből következik, hogy a piacon kiszabott árak is különböznek.¹¹ A Brent típusú olaj a Brent keverék¹², az Északi-tengeren található 15 olajmezőn termelt kőolajok keveréke, ami „édes” könnyű olajnak számít. WTI¹³ szintén „édes” könnyű olaj, ami jobb minőségű, mint az előbbi, és az oklahomai Cushingban raktározzák és árusítják (WTI Cushing spot). A Brent árfolyamon kívül egyes elemzésekben más kőolajtípusokat is találhatunk (4. ábra), mint például tőlünk nyugatabbra a WTI a használat referenciája az olajkereskedelemben, míg a Közel-Keleten a több kőolajtípusból összeállított OPEC referenciakosarat veszik figyelembe (OPEC Reference Basket), aminek árát az OPEC Titkársága napi szinten meghatározza.¹⁴ Az OPEC nyersanyagkosár összetevői: Saharan Blend (Algéria), Minas (Indonézia), Iran Heavy (Irán), Basra Light (Irak), Kuwait Export (Kuvait), Es Sider (Líbia), Bony Light (Nigéria) Qatar Marine (Katar), Arab Light (Szaúd-Arávia), Murban (Arab-Emírségek), BCF 17 (Venezuela).

Az 5. ábra jól szemlélteti a trendvonal segítségével az olajár növekedő tendenciáját az elmúlt 15 évben.

5. ábra Brent-i olajár alakulása az elmúlt 15 évben



forrás: saját szerkesztés az U.S. Energy Information Administration adatai alapján

A kőolaj ára 1987-et követően növekvő pályára állt, ám a következő évtől újból lefelé indult el, ugyanakkor az addigi mélypontjait nem érte el még egyszer. Az 1989-ben megjelenő csökkenés legfőbb oka, hogy az Egyesült Arab Emírátsok és Kuvait termelési kvótáját 30%-kal meg akarta emelni. A kvótaemelés meg is történt, de ennek ellenére az árak ismét elindultak

¹¹ LÖVÉSZ Gábor: OPEC [elektronikus dokumentum]. Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2006. PDF fájl.

Hozzáférés (URL): http://elib.kkf.hu/edip/D_12536.pdf

¹² dated Brent blend

¹³ West Texas Intermediate

¹⁴ SUGÁR András: Változik-e a kőolaj szerepe a világgazdaságban és Magyarországon? [fájl]. 2012. június 11. PDF fájl. Hozzáférés (URL): <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/666/1/kg2012n2p79.pdf>

felfelé az erősödő kereslet hatására. A növekedés elég hamar megtorpant 1990 augusztusában, amikor is megkezdődött az Öböl-háború¹⁵. Így a bevezetett export korlátozások és a háború hírének hatására az árak elindultak meredeken felfelé. Az OPEC többi tagja igyekezett az iraki és kuvaiti export csökkenést ellensúlyozni kitermelésük növelésével, és eltörölték a kitermelési korlátot.¹⁶ Ám az intézkedések ellenére az árak volatilis mivoltát és folyamatos növekedését nem tudták ellensúlyozni, mert a további kvótacsökkenés eshetősége is napirenden volt.

1991 közepére az árak csökkenni kezdtek, és 18-19 USD/hordó körül álltak meg.¹⁷ Az Öböl-háború időszakát követően az olajár folyamatos csökkenést mutat, mely okának az OPEC megnövelt termelését és a kereslet stagnálását tekinthetjük. 1996-tól azonban megfigyelhetünk egy enyhe növekedést a piacon, melynek kiváltója az Irak elleni embargó feloldása volt. Fontos megjegyezni, hogy az Irán és Líbia elleni embargó továbbra is fennáll. A növekedést 1997-ben ismét megszakította a piacon megjelenő túlkínálat, melyet egyik exportőr ország sem szándékozott csökkenteni. Az 1998-as év így ismét alacsony olajárakkal indult, melyet 1999-ig nem is sikerült megtörnie az OPEC-nek, amikor is 4 millió hordóval csökkentette kitermelését. A kínálat visszafogása mellett a kereslet is növekedett, ami hozzájárult az árak ismételt növekedéséhez. Az OPEC szigorú szabályozást léptetett életbe a kitermelési kvótákkal kapcsolatban 2000-re, aminek eredményeként 20 USD/hordó lett ismét a nyersolaj ára.

2002-ben elkezdődött az iraki háború, aminek hatására elkezdett felkúszni az olajár. Az elhúzódó háború miatt a bizonytalansági kockázati elem hosszabb távon épült tehát be az árakba. Az úgynevezett „war premium” hatására kezdődött el a növekedési ág, aminek a hatása a 2008-as válságig megmaradt. 2006 és 2008 között megjelent az olajpiacon is egy ingatlanpiachoz hasonló buborék, amit a 5. számú ábra is jól szemléltet, hiszen 2007 és 2008 között az olajárak közel négyszeresére növekedtek. Az ok egyes elemzők szerint a „nagy tőkeerővel rendelkező befeltetési alapok áremelkedésére spekuláló magatartása”. (Sugár A. 2012, 84.old.) A világválság utáni gazdasági lassulás hatásai már érződnek az olajáron 2008 után, hiszen a kereslet csökkent. A 2011-től megfigyelhető éles növekedés elsősorban kínálati hatásoknak volt betudható, amit az Irán ellen bevezetett embargó váltott ki. Emellett

¹⁵ 1990. augusztus- 1991. február

¹⁶ SZÁSZ Anna: Az olajárak változása a XXI. században [elektronikus dokumentum]. Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2009. PDF fájl. Hozzáférés (URL): http://elib.kkf.hu/edip/D_14396.pdf

¹⁷ Klaus MATTHIES: Production cuts to support oil prices, Intereconomics [fájl]. 2001 szeptember/ október PDF fájl. Hozzáférés (URL): <http://archive.intereconomics.eu/downloads/getfile.php?id=180>

termelés kiesés figyelhető meg Szudánban, Szíriában, Líbiában, Kanadában.¹⁸ A kiesések egy részének visszatértét tapasztalhatjuk a következő időszakokban.

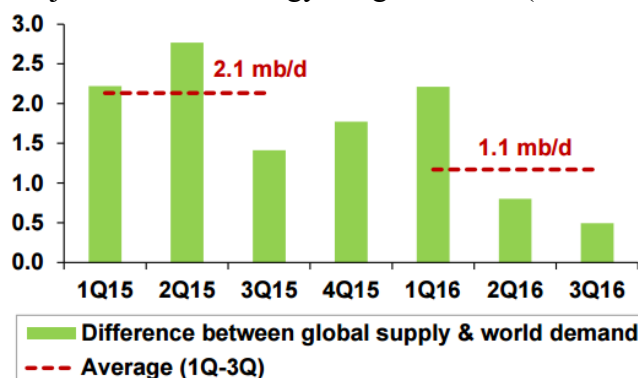
6. ábra A brent-i olajár alakulása 2014 és 2016 között



forrás: Trading Economics honlapja

Az olajár drasztikus csökkenése 2014-től figyelhető meg, melynek a mélypontja 2016 januárjában volt, ahol az átlagos olajár 30,7 USD/hordó (6. ábra). A világgazdaság szereplőinek nem áll szándékában megvenni még ilyen ár mellett sem az olajat, mert nem tudja azt felhasználni.

7. ábra Olaj kereslet/kínálat egyenleg alakulása (millió hordó/nap)



Source: OPEC Secretariat.

forrás: OPEC honlapja

¹⁸SUGÁR András: Változik e a kőolaj szerepe a világgazdaságban és Magyarországon? [fájl]. 2012. június 11. PDF fájl. Hozzáférés (URL): <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/666/1/kg2012n2p79.pdf>

Megjelent tehát a már ismert helyzet, azaz hogy a kínálattal a kereslet nem tudott lépést tartani. A 7. ábrán jól látszik, hogy a világ keresletének és kínálatának különbsége hogyan alakult 2015-től napjainkig. Megfigyelhető, hogy 2016 második negyedévéig ez a különbség milyen nagy méreteket öltött (átlagosan 1,1 millió hordó/nap).

2. táblázat Az infláció alakulása az Európai Unióban, 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Infláció mértéke	2,1	3,1	2,6	1,5	0,5	0,0

forrás: saját szerkesztés az Eurostat adatai alapján

Az Eurózónában mért infláció értéke 2015 júliusában a megelőző hat év legalacsonyabb szintjét mutatta (2. táblázat), emellett az elemzők Kína gazdasági növekedésének csökkenését jelezték előre. Napjainkban megállapítható, hogy a kínai gazdasági „boom”-nak vége, aminek nyomán az olajkereslet növekedése lelassult. A 2014-től megindult olajár csökkenésnek mégsem ezek voltak az elsődleges okai, hanem feltételezhetjük, hogy a piacon többletkínálatként megjelenő nagy mennyiségű amerikai palaolaj és a politikailag instabil helyeken a kevesebb termelés kiesés eredményeképpen alakultak az árak.

2.1 Az olajár ingadozás okai

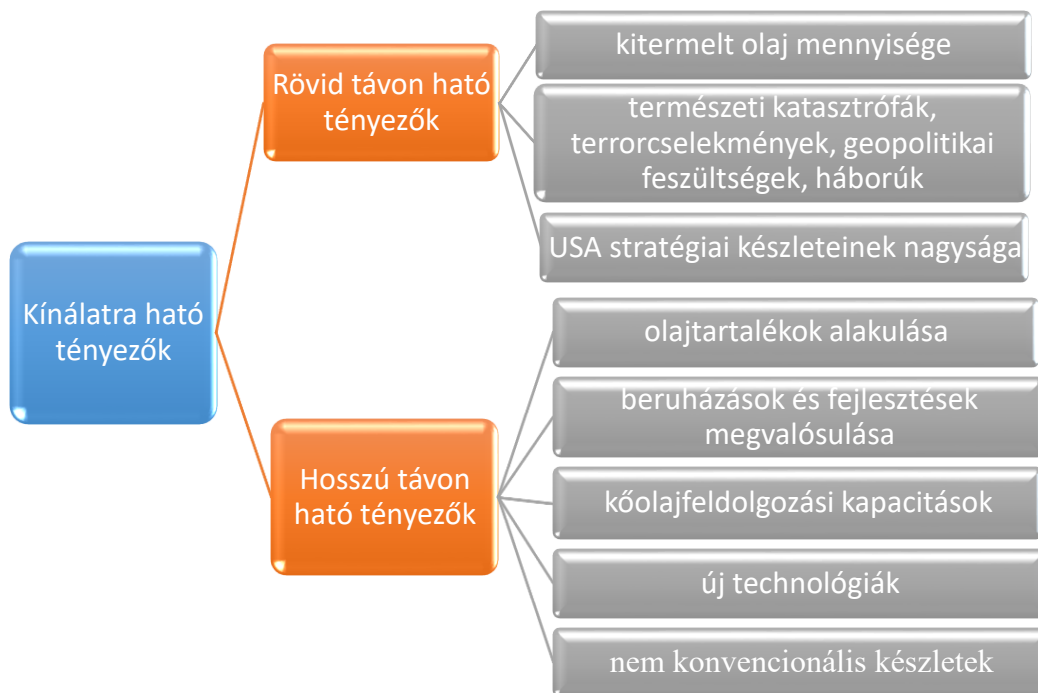
Az olajár változására társadalmunk nagy hányada vállrándítással reagál, de vannak, akik üdvözlik a csökkenő olajárat. Reakcióink egyik oka, hogy nem értjük, milyen tényezők hatására változik az olaj árfolyama, illetve társadalmunkra milyen hatást gyakorol az valójában. A változást előidéző faktorok részletes vizsgálatával eljuthatunk a jelenleg is kialakult drasztikus olajár csökkenés tényleges okaihoz. Ebben a fejezetben ezeket az általános tényezőket elemzem. Fontos megemlítenem, hogy a vizsgáltakon kívül rengeteg egyedi faktor is van, amelyekkel a dolgozat keretében külön nem kívánok foglalkozni. A következőkben az általam legfontosabbnak tartott befolyásoló elemek szerepelnek.

Az olajpiac működésének lényege, hogy a piac a kereslet-kínálat egyensúlyára törekszik. A történeti áttekintés során már tapasztalhattuk, hogy a kereslet-kínálat bármilyen irányú változása milyen jelentőséggel bír az árfolyamra. Általánosságban elmondható az olajpiac esetében is, hogy a csökkenő kereslet, illetve a túlkínálat az árakat csökkenti, míg a növekvő kereslet és a csökkenő kínálat árfelhajtó hatású.

2.1.1 Kínálat alakulása

A termelés és fogyasztás földrajzilag különböző területeken valósulhat meg, ebből kifolyólag helyzeti előny egyik félnél sem tud kialakulni. A termelést, vagyis a kínálatot az olaj esetében két csoportra tudjuk osztani: az egyik maga az OPEC, míg a másik az OPEC-en kívüli országok csoportja. Utóbbiba sorolhatjuk Mexikót, Amerikai Egyesült Államokat, Kanadát, Nagy Britanniát, Norvégiát, Brazíliát, Kínát stb.¹⁹

8. ábra Kínálatra ható tényezők



forrás: saját szerkesztés

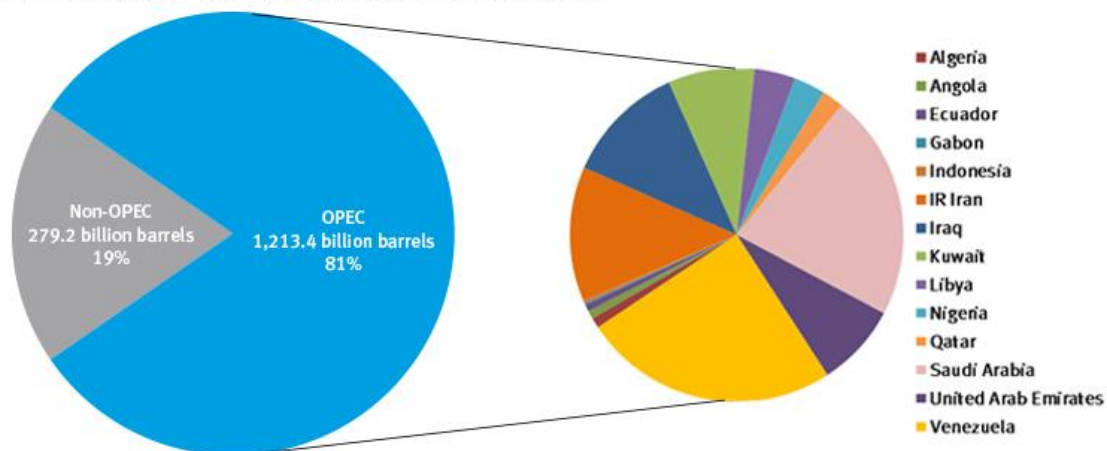
A kínálatot meghatározó tényezőket besorolhatjuk rövid, illetve hosszú időtávra (8. ábra). Rövidtávon a leginkább befolyásoló tényezők: az amerikai stratégiai készletszint alakulása, az exportáló országokban bekövetkezett természeti katasztrófák és az erőszakos cselekmények. A legfontosabb tényező természetesen a kitermelt olaj mennyisége, melyet az OPEC tagországok esetében kvóta szabályoz. Hosszútávon jelentős tényező az olajtartalékok alakulása és az olajtermeléséhez szükséges beruházások és fejlesztések megvalósulása.²⁰ Az előbb nevesített tényezők a keresletre is érvényesek.

¹⁹ RÓBEL Gábor: A kőolaj világpiacának várható alakulása, [fájl]. MTA Világgazdasági Kutatóintézet Kihívások, 183.szám, 2005. július PDF fájl. Hozzáférés (URL): www.vki.hu/kh/kh-183.pdf

²⁰ BACSA Melinda: Az olajipar elemzése a 21. század eseményeinek tükrében az olajárakat befolyásoló tényezők, Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2009. PDF fájl. Hozzáférés (URL):

9. ábra A világ ismert kőolajtartalékainak megoszlása az OPEC országok részletezésében 2015-ben

OPEC share of world crude oil reserves, 2015



OPEC proven crude oil reserves , at end 2015 (billion barrels, OPEC share)

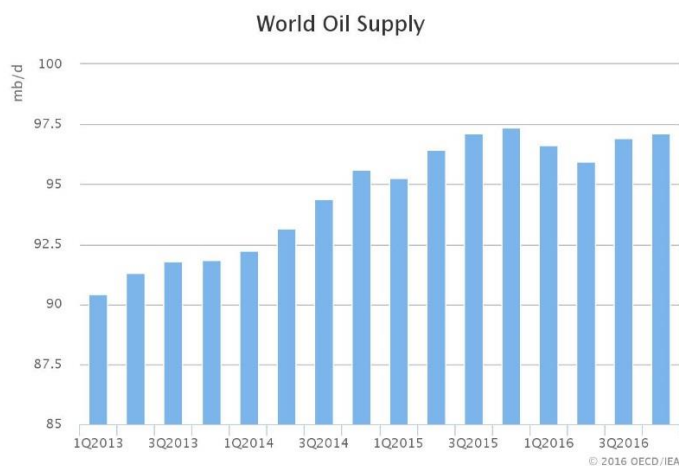
Venezuela	300.88	24.8%	Kuwait	101.50	8.4%	Qatar	25.24	2.1%	Indonesia	3.23	0.3%
Saudi Arabia	266.46	22.0%	United Arab Emirates	97.80	8.1%	Algeria	12.20	1.0%	Gabon	2.00	0.2%
IR Iran	158.40	13.1%	Libya	48.36	4.0%	Angola	9.52	0.8%			
Iraq	142.50	11.7%	Nigeria	37.06	3.1%	Ecuador	8.27	0.7%			

Source: OPEC Annual Statistical Bulletin 2016.

forrás: OPEC honlapja

A világ kőolajtartalékának a 81%-ával az OPEC rendelkezik (9. ábra), ezzel rendkívül fontos gazdasági szereplővé lép elő.

10. ábra A világ olaj kínálata 2013-2016 között

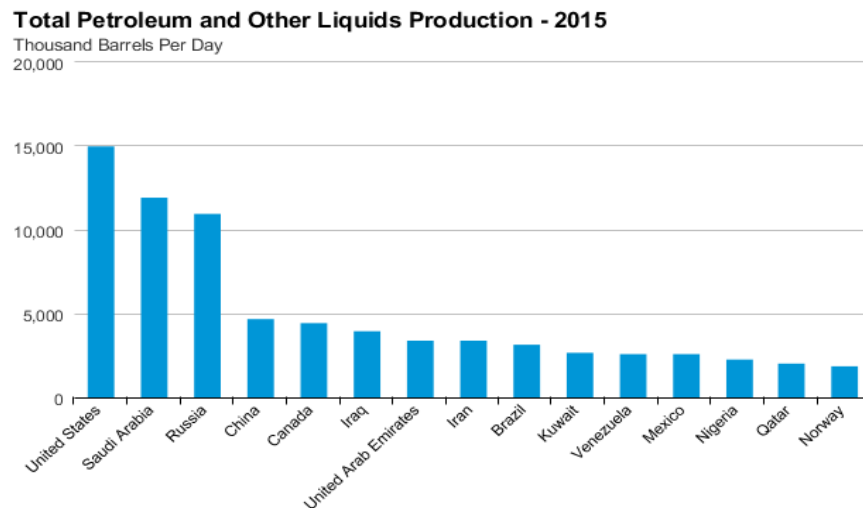


forrás: International Energy Agency honlapja

A világ olaj kínálatának alakulását bemutató ábrán (10. ábra) jól kivehető a fokozatos emelkedés a termelésben, amelynek tetőzése 2015 harmadik negyedévében történt meg. Ha a

mennyiséget összevetjük a brent-i olajár alakulásával jól látható, hogy a kínálat csak jóval később eset vissza a csökkenő árfolyam mellett, ami annak köszönhető, hogy az érintett országok egyáltalán nem vagy csak alacsony mértékben fogták vissza a termelésüket. Ennek pedig a legfőbb oka az volt, hogy el szerették volna kerülni a pozícióvesztést a világ olajpiacán.

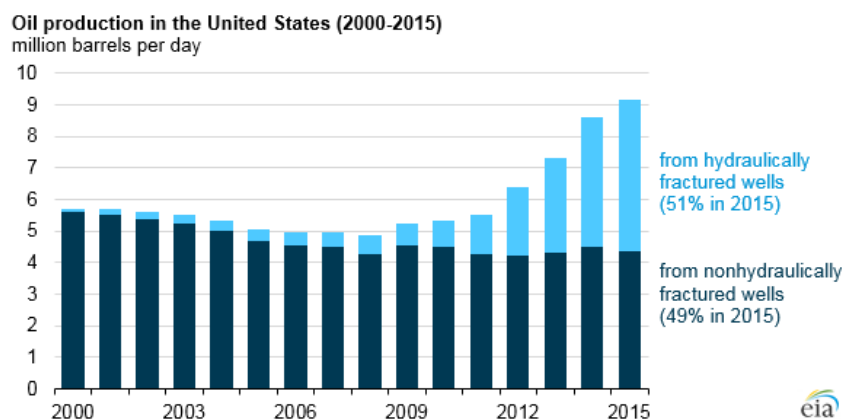
11. ábra A teljes kőolaj és egyéb származékok termelése 2015-ben



forrás: U.S. Energy Information Administration

2015-ben az Amerikai Egyesült Államok volt a legnagyobb olajkitermelő ország megelőzve Szaúd-Arábiát és Oroszországot is. Mivel a 11. ábra az összes nyersolaj és annak származékait is mutatja, ezért fontos megemlíteni, hogy az USA termelésének jelentős részét az úgynevezett palaolaj tette ki, amely a nem konvencionális szénhidrogénekhez tartozik. Főleg az Egyesült Államokban elterjedt új eljárásnak köszönhetően nagy mennyiséget hoztak felszínre, ezért sokkal kevesebb erőforrást vásárolt importból, aminek következménye a kereslet-kínálat egyensúlyának elmozdulása lett.

12. ábra Az Amerikai Egyesült Államok olajtermelése 2000-2015 között



forrás: U.S. Energy Information Administration honlapja

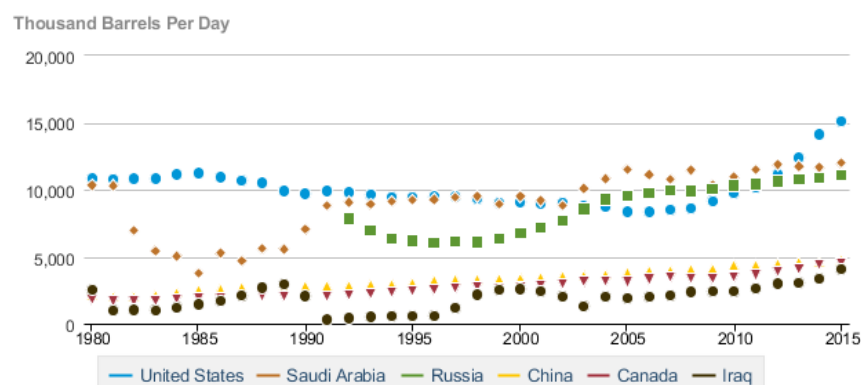
Az Amerikai Energia Információs Hivatal (EIA-U.S. Energy Information Administration) 2016 márciusában közzétett jelentése alapján 2015-ben az Amerikai Egyesült Államok teljes termelésének a felét a palaolaj termelés tette ki. Az elmúlt 15 évet megfigyelve jól látható (12. ábra), hogy míg 2002-ben ez az érték a termelés néhány százalékát jelentette csupán, addig napjainkban a hidraulikus repesztéses eljárással kitermelt palaolaj aránya az 51%-ot is meghaladta. Az elmúlt évtizedben a kitermelés szinte megduplázódott.²¹ A nem konvencionális termelőknek köszönhetően alapjaiban változott meg az olaj kitermelő modell, hiszen nem várt mennyiséget vontak be a kitermelésbe. A palaolaj termelés rugalmasabban tud alkalmazkodni az olajpiac eseményeihez, mert kapacitásaikat a változásoknak megfelelően alacsony költségek mellett tudják bezárni, illetve újranyitni. A flexibilitás és a gyors alkalmazkodó képesség miatt ezen vállalatok esetén a pénzügyi tőkeáttétel is különbözik.²²

²¹Hydraulic fracturing accounts for about half of current U.S. crude oil production [online]. Letöltés időpontja: 2016. október 3. Megjelent: EIA honlap 2016. március 15. Hozzáférés (URL): <http://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=25372> 30

²²Horváth Ágnes, Andrics Dóra: Csoda történt? Az OPEC mindenkit meglepett, [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 18. Megjelent: Gurulóhordó blog 2016. december 01. Hozzáférés (URL): http://gurulohordo.blog.hu/2016/12/01/csoda_tortent_az_opec_mindenkit_meglepett#more12015172

13. ábra A top 6 kőolajtermelő ország termelése az elmúlt 35 évben

2015 U.S. and other top 5, total petroleum and other liquids production



Source: U.S. Energy Information Administration

forrás: U.S. Energy Information Administration

A hat legnagyobb kőolajtermelő ország termelését 1980-tól bemutató 13. ábra jól prezentálja egy képzeletbeli trendvonal mentén a kínálat folyamatos növekedését valamennyi országban. Az utolsó periódusban éles ugrás látható az Amerikai Egyesült Államok esetében, ami a már előbb említett palaolaj kitermelés növekedésének tudható be. Globálisan nézve a piacot a magasabb kitermelési mennyiséghez lassuló kereslet párosult.

Érdekes anomália jelent meg azzal, hogy az Irán elleni embargót részletesen feloldották, így az ország ismét megjelent az olajpiacon, és nem szándékozik visszafogni a termelést. Mindezek mellett Szaúd-Arábia szerepe is rendkívül fontos, hiszen az OPEC- tagországokon belül az egyik legbefolyásosabbként van jelen. Elsődleges célja a piaci pozíció megtartása, és nem igyekszik visszafogni a termelést az árak szinten tartása érdekében. Ez visszavezethető arra, hogy Szaúd-Arábia egyedül nem képes a problémák orvoslására, így csak a saját érdekeit tartja szem előtt.

A kínálat nagy része az olajtermelő országok állami vállalatának a kezében van. Az olajár csökkenés így nem csak az ipari ágazatnak jelent problémát, hiszen Szaúd-Arábia mellett, Oroszország, Venezuela és Norvégia is állami olajvállalatot működtet, ami miatt nem csak a vállalati szektor, hanem az államok szintjén is megjelent a probléma. A New Seven Sisters, avagy az Új Hét Nővéként nyilvántartott megavállalatokat is ki kell emelni (3. táblázat), esetükben a kínálat determinálásáról beszélünk, hiszen a világpiacon jelentős szerepük van. A New Seven Sisters közös jellemzője, hogy mindegyik többségi tulajdonosa valamelyik OECD-térségen kívüli állam.

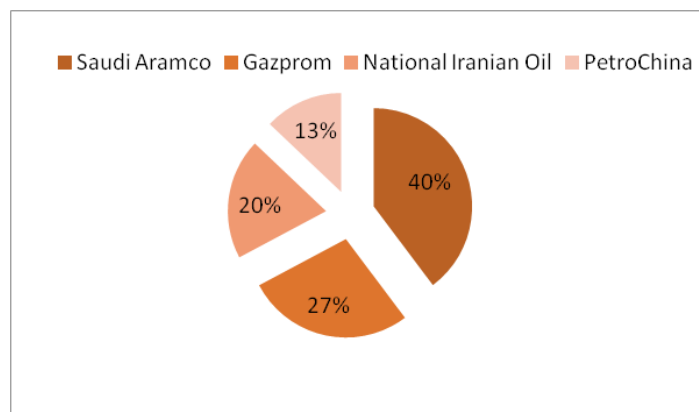
3. táblázat A világ legnagyobb olajvállalkozásai

Hét Nővér- A világ legnagyobb olajvállalkozása	
1950-es évek Hét Nővére	Új Hét Nővér
Standard Oil of New Jersey (Esso)	Saudi Aramco
Royal Dutch Shell	Gazprom
Anglo- Persian Company	China National Petroleum Company
Standard Oil Co. of New York	National Iran Oil Company
Standard Oil of California	Petroleos de Venezuela
Gulf Oil	Petrosbrad
Texaco	Petronas

forrás: saját szerkesztés NewYork Times alapján

A New Seven Sisters négy legnagyobb tagja trónkövetelőként lép fel a világ olajgazdaságában (14. ábra). Egyes nemzeti vállalatok, mint például a China National Petroleum Company (PetroChina) hatalmas piaccal rendelkezik, olajkészlettel kevésbé, ezért kénytelen más vállalatokkal egyesülni. A PetroChina esetében is erről volt szó mielőtt óriásvállalattá vált. Egy nagyobb vállalat könnyebben tudja azt a kockázatot csökkenteni, ami az olajkutatással jár.

14. ábra Olaj és gáztermelés megoszlása 2015-ben

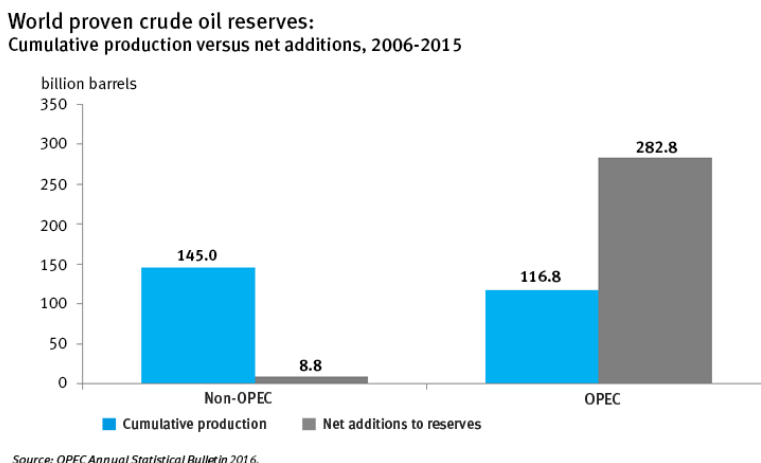


forrás: saját szerkesztés

Az Új Hét Nővér birtokolja a világ kőolaj- és gáztermelésének csaknem egyharmadát, a teljes olaj- és földgáztartaléknak pedig több mint egyharmadát. Ezzel szemben a Régi Hét Nővér a világ olaj- és gáztermelésének egytizedével, a tartalékoknak pedig mindössze 3 százalékkal rendelkezett. Az említett adatokkal jól érzékeltethető a változás a világgazdaságban.

Fontos tényező a kínálat mellett a rendelkezésre álló készletek nagysága is. A készletek mértékéről csak találgatni tudunk, hiszen nincsenek pontos adatok a felhalmozott mennyiségekről (15. ábra). Egyik országnak sem célja ezeket a stratégiaileg fontos adatokat nyilvánosságra hozni. Ennek okán a készletek kimerülését nem tudjuk pontosan megállapítani.

15. ábra Olajtartalékok mennyisége 2006-2015 között



forrás: OPEC honlapja

Az utóbbi 10-15 évben megnőtt a jelentősége a tartalékkészletek megnövelésének, melyet leginkább az importtól és az olajtermelő országoktól való függetlenedés indokol. Az Egyesült Államok esetében a függetlenedés kapcsán Iránt említhetjük, akivel ideológiai ellentét miatt nem kívánt együttműködni.

Jelentős szerepe van az úgynevezett stratégiai olajtartaléknak, melynek célja, hogy a kieső olajszállítmányokat fennakadás nélkül tudják pótolni. Az Egyesült Államok rendelkezik a legnagyobb tartalékokkal, melyet az 1973/74-es embargó után kezdett kiépíteni annak érdekében, hogy a jövőben ki tudja védeni az esetleges ellátási zavarokat. Az új amerikai Energiatörvény (2005) elsődleges célja a stratégiai olajtartalék 1 milliárd hordóra való felduzzasztása, bár ez napjainkig még nem valósult meg. A Nemzetközi Energia Ügynökség (IEA) tagországainak 90 napos tartalékszintet ír elő, ami annyit jelent, hogy az országok meghatározzák azt a készletszintet, ami az előző évi olajimportjuk 90 napra eső része. Kivételt képeznek a nettó exportőr országok, mint például Kanada vagy Norvégia.

2.1.2 Kereslet változása

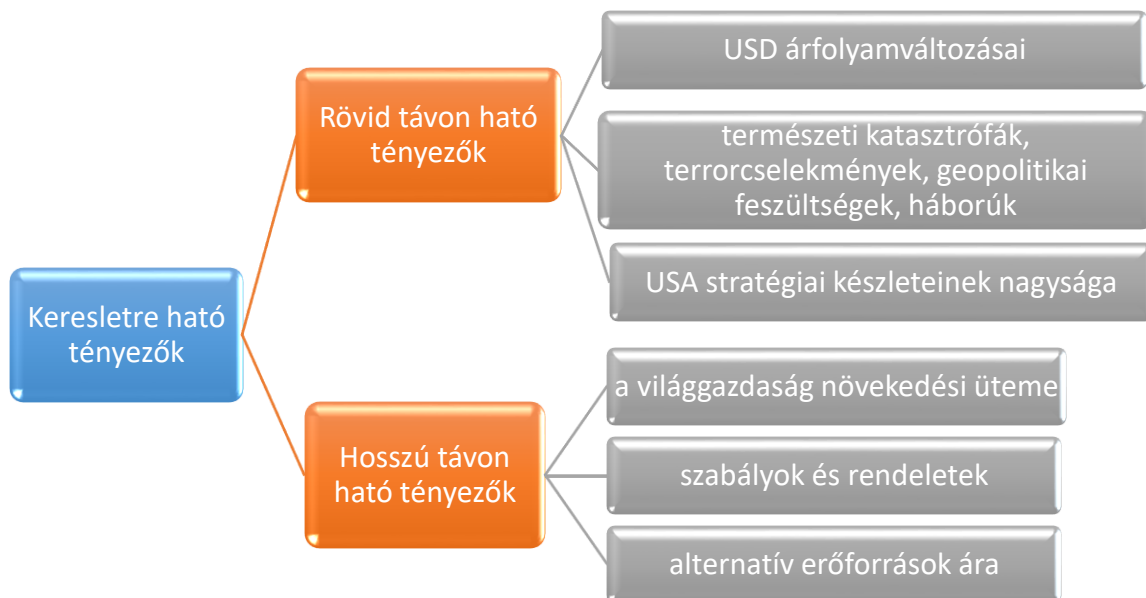
A kereslet három módon jelenik meg a fogyasztók részéről, amelyek mögött ez esetben, mint elsődleges fogyasztó, a nagy multinacionális cégeket kell definiálni.

A három megoldás a következő:

- Hosszú távú szerződések kötése - ez a módszer 1970 és 1980 között volt a leginkább jellemző a piacon.
- Azonnali (spot) piacról történő vásárlás - jelenleg e módszer túlsúlya figyelhető meg, melynek következtében
- a határidős ügyletek előtérbe kerülnek az árváltozás kockázatának csökkentése miatt.²³

A keresletet befolyásoló tényezőket különböző időtávra érdemes beosztani (16. ábra), és ez alapján kiszűrni a rövid és hosszútávon ható tényezőket úgy, ahogy azt a kínálat esetében is tettem.

16. ábra Az olaj keresletét befolyásoló tényezők csoportosítása



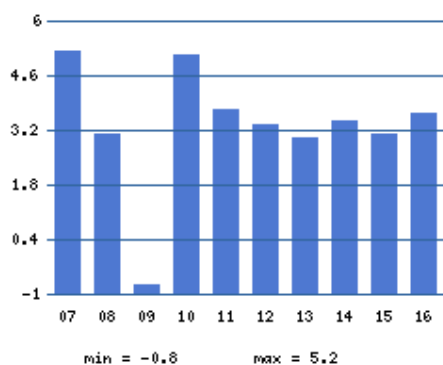
forrás: saját szerkesztés

²³ KOTÁN Gergely- LÁSZLÓ Valéria- SALI András: Mennyire fontos az olaj, avagy hatások és visszahatások az olaj és tőkepiac között [fájl]. Hitelintézeti szemle 2007. Hatodik évfolyam 6. szám PDF fájl. Hozzáférés (URL): http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/HSZ6_kotan_laszlo_sali.pdf

A következő hatások **rövidtávon** ugyan, de árfolyamváltozást idéztek elő a kőolaj világpiaci árában. Közülük érdemes megemlíteni a **dollár árfolyamváltozásait**, melynek a kőolajjal való kapcsolatát később elemzem. A **természeti katasztrófák, terrorcselekmények, geopolitikai feszültségek, háborúk** is jelentős mozgást idézhetnek el a kereslet alakulásában, illetve meghatározó az **Egyesült Államok stratégiai készleteinek** alakulása is, melyet folyamatos spekuláció övez. A cushioning-i készletszintekről közölt jelentés megjelenését követően, ha a készleteket alulkalkulálták, akkor egy hordó olajért kevesebbet kell fizetni a prompt piacon, amely fordítva is természetesen igaz.

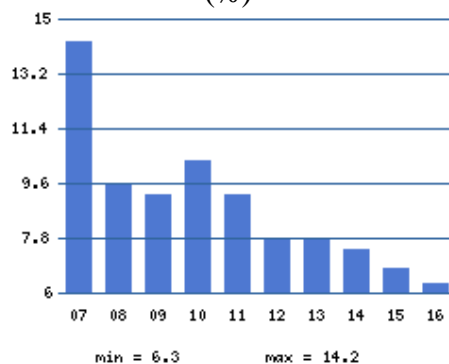
Az olajár **hosszútávú** alakulásában az egyik legfontosabb tényező a **világgazdaság növekedési üteme**.

17. ábra A világgazdaság növekedési üteme, 2007-2016 (%)



forrás: ereport.hu

18. ábra Kína növekedési üteme, 2001-2016 (%)



forrás: ereport.hu

A gazdaság növekedési üteme az egyik legfontosabb tényező, hiszen rövid és hosszú távon is a legnagyobb hatással van a kereslet alakulására. Jól látszik a *17. ábrán*, hogy 2010-ben volt a legnagyobb a növekedés üteme, melyet követően fokozatos csökkenés figyelhető meg, de 2016-ban sem láthatunk jelentős növekedést továbbra sem.

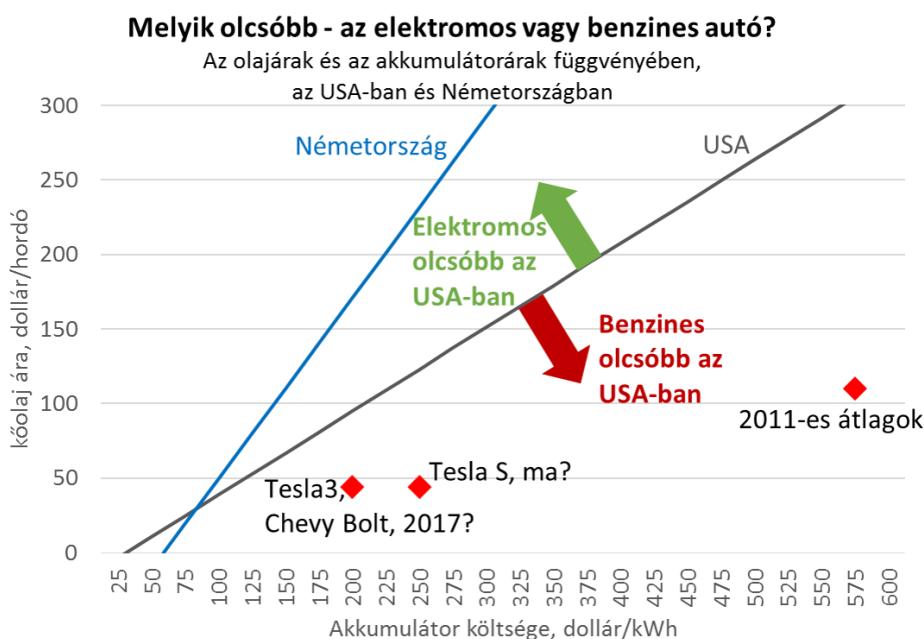
Mivel Kína kereslete rendkívül nagy hatással volt az olajpiacra, ezért a világgazdaság növekedési üteme mellett ezt is érdemesnek gondolom bemutatni (*18. ábra*). Kína esetében 2007-ben tetőzött, majd ezt követően jelentősen visszaesett a növekedés, napjainkban pedig már nem is éri el a kétszámjegyű emelkedést és az előrejelzések sem adnak okot bizakodásra. A lassuló gazdasági növekedés Kína mellett a többi országban is megfigyelhető a 2008-as válságot követően.

A következő fontos tényező a kereslet alakulásában a **szabályok és rendeletek** összessége, amelyek megcélozhatják az olajimport csökkentését, vagy esetleg közvetve arra irányulnak, hogy fogyasztók az olajon kívül más alternatívát is számításba vegyenek.

Leginkább megfigyelhető ez utóbbi jelenség az Egyesült Államok és fejlett európai országok esetében.

A harmadik, bár kevésbé jelentős tényező egyelőre az **alternatív erőforrások ára**. Amennyiben ezek az árucikkek tömegesen megjelennek a piacon és az árak a fogyasztó várakozásainak megfelelőek, akkor könnyen beépülnek a mindennapokba, helyettesítve a kőolaj származékokat.

19. ábra Elektromos vagy benzines autó összehasonlítása az olajár és akkumulátor árak függvényében

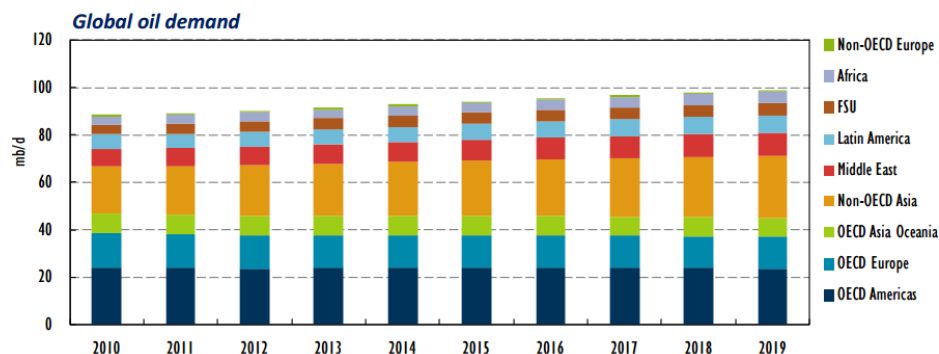


forrás: Gurulóhordó blog

Vargha Péter Simon és Pogonyi Csaba Az olajkorszak: vége (de még nem azonnal!) című írásukban elemzik az elektromos és benzines autó gazdaságosságát. Megfigyelhető a 19. ábrán, hogy az egyenes alatt a benzines autók olcsóbbak, míg felette az elektromos autók jelentenek kedvezőbb árat. A diagram elkészítése során a következőket vették figyelembe: „Az egyenesek az egyszerűsített, teljes életciklusra vetített költségeket hasonlítják össze 5%-os reálkamat mellett. Jelenlegi átlagos kiskereskedelmi üzemanyagárakon számoltunk, az éves átlagos vezetett kilométerekkel és felhasznált üzemanyaggal. Feltettük, az elektromos autók 1500 USA dollárral olcsóbbak (akkumulátorköltségek nélkül) a benzines autóknál (egy elektromotor olcsóbb, mint egy belsőégésű, stb.). Az akkumulátorköltségeket pedig különböző internetes források alapján becsültük.” (Vargha Péter Simon és Pogonyi Csaba, 2016) A szerzők arra a következtetésre jutottak, hogy az Egyesült Államok esetében az új Tesla Model 3 és a Chevy Bolt már megközelíti azt az egyenest, ahol a két eszköz ára megegyezik. Amennyiben

sikerül forradalmasítani a közlekedést az elektromos autók olcsóbbá tételével, akkor az jelentősen fog hatni a keresletre az olajpiacon, hiszen a közlekedés a kőolaj felhasználás 60%-át, ebből a benzin 30%-ot tesz ki. Jelenleg az államok közvetve és közvetlenül is támogatják az elektromos autók megvételét, ezzel is csökkentve a fosszilis energiahordozóktól való függést.²⁴

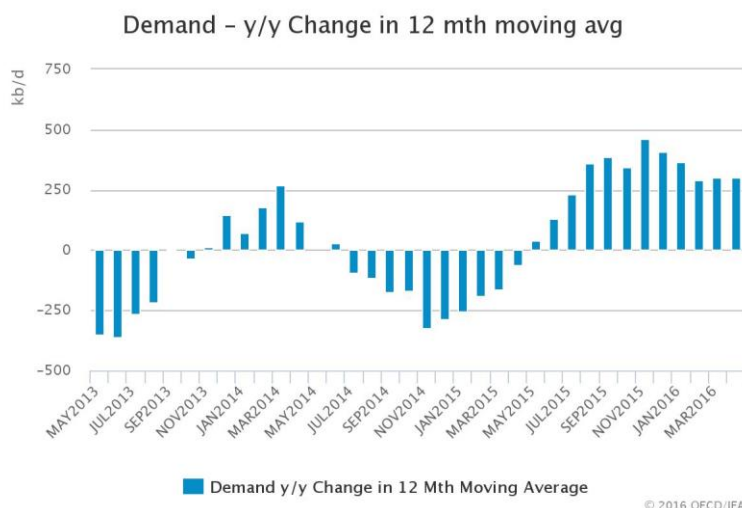
20. ábra A világ olajkeresletének alakulása, 2010-2019



forrás: Oil Medium Term Market, 2014²⁵

Az olaj fő fogyasztó államai a következők: Amerikai Egyesült Államok, Kína Délkelet-Ázsia, Európai Unió (20. ábra). Az előrejelzések alapján a fogyasztás növekedésére a nem-OECD országok a Közel-Kelet estében lehet számítani a jövőben.

21. ábra Kereslet alakulása 2013. május – 2016. március között



forrás: IEA honlap

²⁴ VARGHA Péter Simon és POGONYI Csaba Az olajkorszak: vége (de még nem azonnal!) [online]. Letöltés időpontja: 2016. november 16. Megjelent Guruló Hordó Blog 2016.05.25. Hozzáférés (URL): http://gurulohordo.blog.hu/2016/05/25/olajkorszak_vege_de_meg_nem_azonnal

²⁵ Oil Medium Term Market - Market Analysis and Forecast 2019 [online] Letöltés időpontja: 2016.10.13. Megjelent: EIA honlap 2014. június 18. Hozzáférés (URL): https://www.iea.org/oilmarketreport/2014_06_18_Oslo_MTOMR%202014.pdf

A kereslet csökkenése Kínára, Európára és az USA-ra is érvényes (21. ábra). Az OECD országokban a visszaesés a gyengébb ipari tevékenységnek tudható be. A növekedés számottevően talán India esetében lesz tapasztalható, aki a növekedés motorja szerepet lassan megszerezheti Kínától.²⁶

2.1.3 Az USA dollár szerepe

Első körben tisztázni kell, hogy van-e jelentősége annak, hogy dollárban vagy esetleg euróban van-e a kőolaj árazva, illetve ha más valutát használnánk, az árfolyamváltozást továbbra is hibáztatnánk-e az olajár fluktuációjáért. A kérdés kapcsán segítségünkre van a Harvard Egyetem professzora, aki kijelentette, hogy „Ténylegesen annak a pénznemnek, amiben az olaj árazva van, nincs jelentős és hosszantartó hatása a kőolaj árára...” (Martin Feldstein, *The dollar hits an oil slick*, 2008). A professzor cikkében bemutatja, hogy amennyiben 120 dollár olajárat veszünk alapul és ezt a 2008-as árfolyamon átváltjuk euróra (1,60 EUR/USD), akkor az 75 EUR/hordó árnak felelne meg. Amennyiben ezt követően euróban lenne árazva az olaj, akkor az ár 75 EUR/hordó maradna, azaz a már említett 120 dollár. 2007 májusában az olaj ára 48 EUR/hordó volt, ami esetünkben több mint 50%-os emelkedést jelent egy év alatt, és ami alacsonyabb érték, mint a kőolaj árának emelkedése dollárban. Ez az eset fordítva is igaz, tehát ha az olaj euróban lenne árazva.²⁷ „A dollár értékének csökkenése csak olyan szempontból van hatással a kőolajárakra, ahogy azokra mi dollárban árazva tekintünk és a dollár más valutákhoz képest veszített értékéből.” (Szász Anna 2009, 59. oldal). Amennyiben 2007 és 2008 közötti időszakban a dollár-euró árfolyamában változás nem történt volna, akkor az olajár emelkedése is kisebb mértékű lett volna. Tehát a nyersolaj ára euróban mindkét időszakban ugyanaz lett volna, a dollárban megadott értéke pedig a már említett közel 60%-kal emelkedne. Ez megmutatja számunkra, hogy a dollár értéke csökkenésének következménye, hogy megváltoztatja a dollárban kifejezett értéket az euróban és egyéb valutákban számított árakhoz képest.²⁸

²⁶ IEA: India húzza az olajkereslet növekedését, [online]. Letöltés: 2016. december 18. Megjelent: NRG report honlapja 2016. ápril 14. Hozzáférés (URL):

<http://nrgreport.com/cikk/2016/04/14/iea-india-miatt-no-csak-az-olajkereslet> letöltve: 2016. november 16.

²⁷ Martion FELDSTEIN: The dollar hits an oil slick [online]. Letöltés: 2016. november 8. Megjelent: Project Syndicate honlap 2008. május 23. Hozzáférés (URL):

<https://www.project-syndicate.org/commentary/the-dollar-hits-an-oil-slick>

²⁸ SZÁSZ Anna: Az olajárak változása a XXI. században [elektronikus dokumentum]. Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2009. PDF fájl. Hozzáférés (URL): http://elib.kkf.hu/edip/D_14396.pdf

22. ábra A nyers olajár és USD árfolyam közötti összefüggés az elmúlt 12 évben



forrás: Oilprice honlapja

Miután megállapítottuk, hogy mindegy milyen valutában fejezzük ki a kőolaj értékét, vizsgálatunk tárgya az olajár és USD között fennálló korreláció, amennyiben beszélhetünk erről. A 22. ábra érzékletesen szemlélteti a dollár és az olajár közötti összefüggéseket. Az ábra arra a következtetésre enged sejtetni, hogy inverz korreláció áll fenn a két tényező között, különösen akkor, ha kialakul egy tartós trend a piacon, úgymint például 2003 és 2008 között. Amikor a dollár esetében egy tartós árfolyamcsökkenést figyelhetünk meg (bear trend), akkor az olajár az egyik legerősebb árfolyam emelkedését élte meg (bull trend). A nyersolaj emelkedése 2011-ig tartott, amikor a dollár is elérte mélypontját, majd 2014-ig a kőolaj és a dollár is hasonló mozgást írt. Ezt követően a dollár esetében ismét emelkedést figyelhetünk meg, miközben az olaj árfolyama viszont erősen csökkenni kezdett. A tartományok közötti mozgás alapján megállapíthatjuk, hogy az összefüggés a két árfolyam között nem tökéletes.²⁹ Rengeteg oka van annak, hogy miért is befolyásolja a dollár értéke a nyersanyagok árát, ezen belül is a vizsgált olajárát. Megemlíthetjük, hogy a dollár több árucikk esetében viszonyítási alap az árképzés során. Tehát amennyiben a dollárt vizsgálva, annak árfolyama esni kezdene a yennel szemben, akkor a vásárlóereje csökkenne olyan mértékben, ahogy a yennel rendelkező személynek az éppen növekedne, tehát több dollárban árazott terméket tudna megvenni a

²⁹ Rakesh UPADHYAY: How The U.S. Dollar Influences Oil Prices [online]. Letöltés időpontja: 2016. október 20. Megjelent OilPrice honlapon 2016. május 20. Hozzáférés (URL): <http://oilprice.com/Energy/General/How-The-US-Dollar-Influences-Oil-Prices.html>

piacon. Másrészt, ha a piac alacsonyabb olajárat határoz meg dollárban, akkor ez azt jelenti, hogy egy dollár több olajat ér. A klasszikus közgazdaságtan alapján, a kereslet általában növekszik, ha az ár csökkenni kezd.³⁰

Széleskörben ismert, hogy a kőolaj ára USD-ben kifejezett. A valuta árfolyama ingadozhat, de ez jelentős mértékben nem változtatja meg az olaj iránti alapvető keresletet és kínálatot. Ám a valuta/deviza árfolyam változásának legnagyobb problémája, hogy az olajországek dollárban realizálják a bevételeiket, tehát abban az esetben, ha dollár veszít értékéből, akkor kevesebb javat tud vásárolni, amit nevezhetünk a már említett közvetett hatásnak. Ennek következtében, vagyis hogy vásárló erejüket növeljék, megemelhetik az olaj dollárban kifejezett árát. Azok az országok, akiknek nem dollár valutájú gazdaságuk van, a dollár árfolyamának csökkenésével olcsóbban tudják az olajat megvásárolni, bár ez természetesen nem feltétlenül fog kereslet növekedéssel járni, hiszen ezek az országok gyakorlatilag harmadik világbeli és fejlődő országok, akik a piacon kialakult árcsökkenést nem képesek kihasználni, mert nem rendelkeznek a hozzá szükséges tőkével.³¹

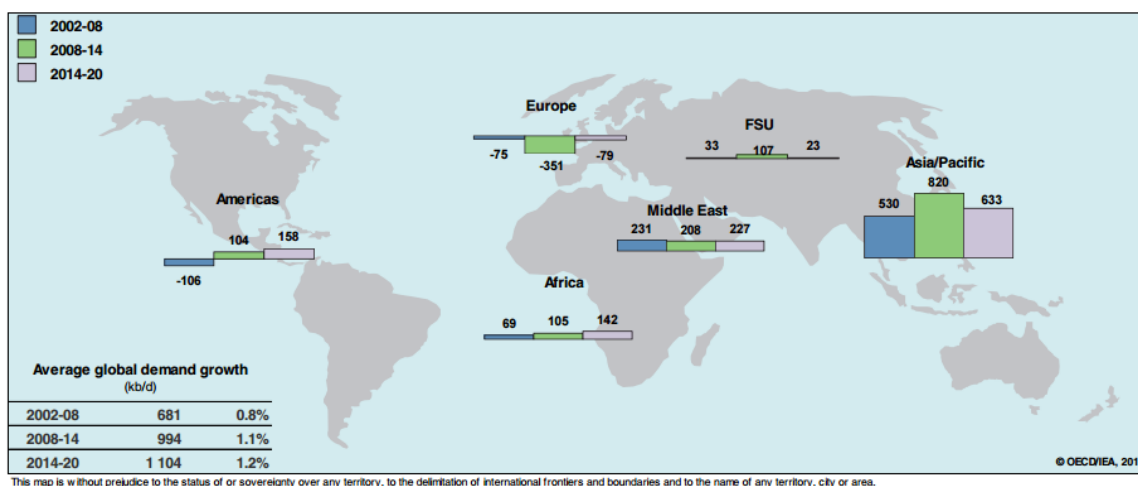
2.2 Kitekintés - az olajpiac jövőbeli várható alakulása

A nagyobb termelés és a kisebb kereslet együttesen felborította az olajpiaci egyensúlyt, aminek következménye az árak zuhanása lett. Ekkora volumenű árcsökkenés mellett várható, hogy a növekvő kereslet majd segít helyreállítani a piacokon kialakult viszonyokat. Azonban túl nagymértékű volt az ár csökkenése, miközben a piaci viszonyok pedig rendkívül rugalmatlanoknak tekinthetők. Vagyis hiába nő a kereslet az alacsonyabb áraknak köszönhetően, az egyensúlyi helyzet megteremtése rendkívül nehéz. A gazdasági lassulás megállításához idő kell, a lakossági fogyasztás növekedése pedig nem elegendő. Az OPEC tagállamai 2016. szeptemberi ülésükön megállapodtak, hogy ez év novembertől napi 32,5 millió hordóra korlátozzák olajtermelésüket (jelenleg ez az érték 33,24 millió hordó/nap). 2008 óta nem volt ehhez hasonló esemény az OPEC történetében, melyre egyből emelkedő olajárakkal reagált az olajpiac. 2016. november végi ülésük fő kérdése, hogy a tagállamok milyen arányban osszák meg a kitermelés csökkenését egymás között.

³⁰ Charles KOWALSKI: How the Dollar Impacts Commodity Prices [online]. Letöltés időpontja: 2016. október 25. Megjelent The Balance honlapon 2016. szeptember 10. Hozzáférés (URL): <https://www.thebalance.com/how-the-dollar-impacts-commodity-prices-809294>

³¹ SZÁSZ Anna: Az olajárak változása a XXI. században [elektronikus dokumentum]. Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2009. PDF fájl. Hozzáférés (URL):http://elib.kkf.hu/edip/D_14396.pdf

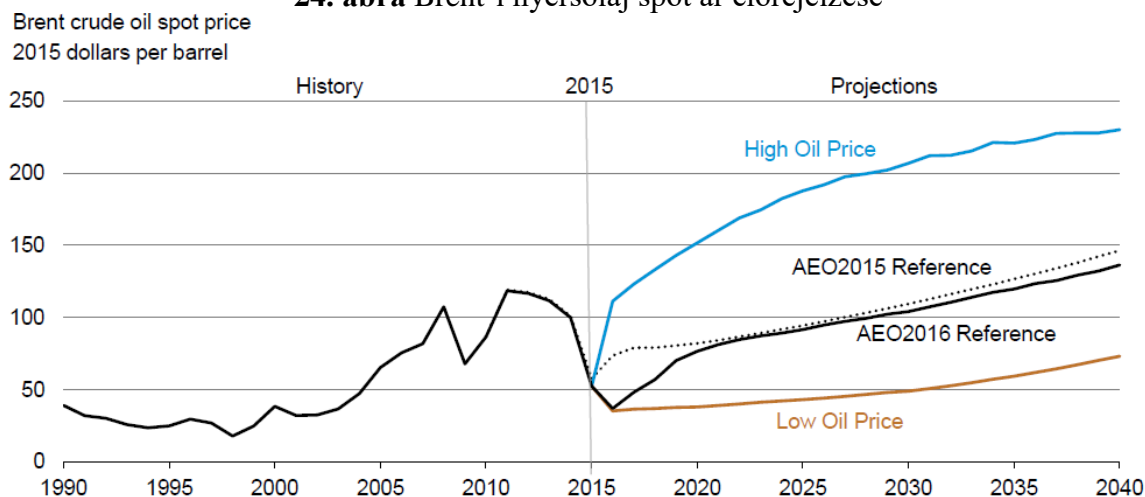
23. ábra Olaj iránti kereslet növekedés - átlagos éves növekedés



forrás: Oil Medium- Term Market, 2015

A kereslet alakulását a világ energiaigénye alapján becsülhetjük, ami elsősorban az OECD-n kívüli térségekben nő (23. ábra). Az eddig gyorsan növekvő Közel-Kelet nem gyakorol jelentős hatást a növekedésre. Az ázsiai országok esetében a környezetvédelem erősödése és a szennyezés elleni küzdelem hatással lesz a kereslet növekedésre, bár fontos hangsúlyozni, hogy a nem OECD- ázsiai országok esetében továbbra is a fő forrást a fosszilis ásványkincsekből nyerik, és a növekedés még a közép-távú előrejelzésben szerepel.

24. ábra Brent-i nyersolaj spot ár előrejelzése



Source: EIA, Annual Energy Outlook 2016 Reference case and Annual Energy Outlook 2015 Reference case

forrás: U.S. Energy Information Administration Éves Energia Kitekintése alapján

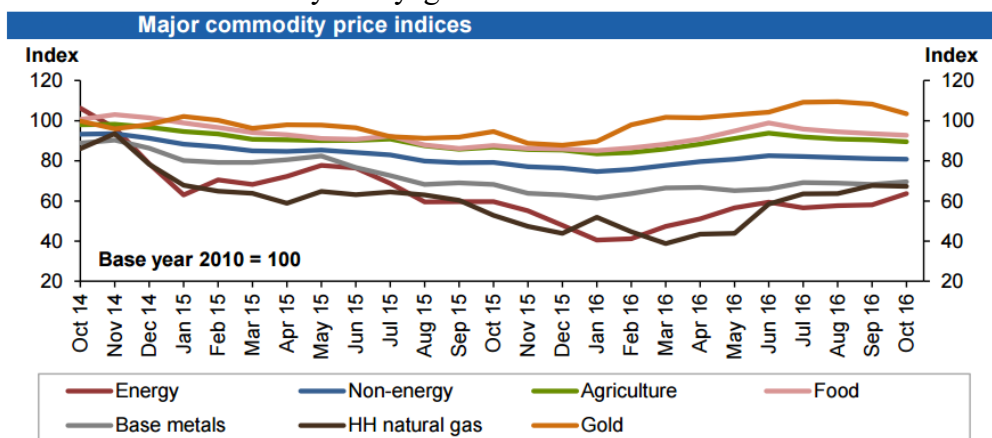
Az EIA 2016 augusztusában kiadott Annual Energy Outlook 2016 (AEO2016) kiadványában foglalkozik a Brent típusú olaj árának várható alakulásával. Három olajár

eshetőséggel igyekszik megvizsgálni az alternatív árak lehetséges hatásait. Ezek a referencia, a magas, illetve az alacsony olajár (24. ábra).

Az alacsony olajár esetében a kereslet alacsony, a kínálat pedig viszonylag magas, míg a magas olajár verzió esetében pedig a fordítottja igaz, vagyis az kereslet viszonylag magas és a kínálat alacsony. A nyers olajár a magas olajárát feltételező scenárió esetében emelkedéssel kezdődik és utána is emelkedő tendenciát folytat az előrejelzésben. Az olajár eshetőségek illusztrálják a globális kereslet és kínálat elmozdulásait. Tehát mindhárom verzió esetében az olajár fokozatosan növekszik, ami jelzi számunkra, hogy a kereslet növekedni fog, mégpedig a nem-OECD országok esetében, ami durván 60%-át fogja kitenni a világ olaj felhasználásának (közel 75 millió hordó/ nap) 2040-ben.

Nem irracionális a 40 dolláros olajár, sőt, valószínűleg szükséges, hogy a túlkínálat elmúljon. Ez azért van, mert sem a kínálat, sem a kereslet nem reagál az árakra rövidtávon. Mégis a jövőben várható a növekedés, még a pesszimistának nevezhető esetben is (Low Oil Price). Tehát az előrejelzések szerint 2040-ig az 50 és 225 dolláros sávban fog az olajár mozogni.

25. ábra Nyersanyagár változások 2014-2016 között



Source: World Bank, Commodity price data.

forrás: OPEC honlapja

Gondok azonban nem csak az olajpiacon vannak. A gazdasági lassulás más nyersanyagok esetében is árzuhanást idézett el (25. ábra). A kereslet csökkenése a réz, a vas és az acél árát is komolyan mérsékelte, így ezekben az ágazatokban is nehéz helyzetben vannak az exportáló országok. Emellett a gázpiacon is túlkínálat alakult ki, ami jól demonstrálja számunkra, hogy nem olaj specifikusak a gondok, de a legszembetűnőbb változás ott jelent meg.³²

³² Mi lesz veled olajipar? In: Panoráma magazin 2016. február, XII. évfolyam, 2. szám, 2016. február 2. p.10-11

Az olaj árát befolyásoló jövőbeni tényezők között több olyan is akad, amely az árakat mindkét irányba elmozdíthatja. Az árfelhajtó tényezők között mindenképpen meg kell említenünk, hogy azok az országok, ahol magas költségszint mellett tud a kitermelés megvalósulni - kiemelve az Egyesült Államokat, Kanadát és Nagy-Britanniát -, a kitermelő vállalkozások a termelésük visszafogására kényszerülnek. A kereslet folyamatos növekedése esetén, illetve OPEC-en kívüli országok kitermelésének csökkenése is növelheti az olaj piaci árát. Fontos megemlíteni, hogy a magas olajár esetén jelentős mennyiségi tőkebefektetés halasztódott el, melynek közreműködésével megfordulhat a helyzet és a kialakult helyzet ellenkezője, vagyis a kínálati oldal szűkösége mutatkozhat. Az árcsökkenés irányába mutató tényezők között jelenik meg a már említett Irán visszatérése a világpiacra, illetve Líbia helyzete is stabilizálódhat, amelynek hatására egy újabb nagy termelő ország jelenik meg a világpiac színpadán.³³

4. táblázat A világ növekedési üteme és felülvizsgálata, 2016-2017 (%)

Economic growth rate and revision, 2016-2017, %									
	World	OECD	US	Japan	Euro-zone	China	India	Brazil	Russia
2016*	2.9	1.6	1.5	0.7	1.6	6.7	7.5	-3.4	-0.6
Change from previous month	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
2017*	3.1	1.7	2.1	0.9	1.3	6.2	7.2	0.4	0.8
Change from previous month	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1

Note: * 2016 = Estimate and 2017 = Forecast.

Source: OPEC Secretariat.

forrás: OPEC honlapja

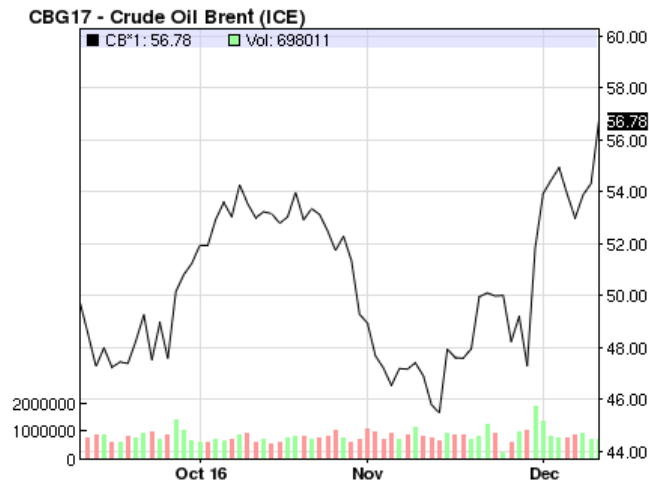
Az OPEC módosította a világ növekedési ütemére vonatkozó előrejelzését 2016 novemberében, melyet a 4. táblázat mutat be. A jövő évre vonatkozó előrejelzések alapján a világ növekedési üteme összességében javul az OECD országok, Japán, és az USA mellett, de a többi ország esetében csökkenés prognosztizálható. A jövőben a kérdés, hogy a világon megjelenő növekedési ütem képes lesz-e a kereslet-kínálat egyensúlyát újfent kialakítani.

Az OPEC 2016.11.30-án tartott bécsi gyűlésén sikeresen megállapodtak a termelés csökkentéséről és a csökkenés arányának felosztásáról a tagországok között. Ez számokban kifejezve annyit jelent, hogy napi 33,8 millió hordóról napi 32,5 millió hordóra csökkentik a

³³ Az olaj piacát befolyásoló tényezők a kuvaiti sztrájtól az amerikai termelőkig [online]. Letöltés időpontja 2016. október 06. Megjelent: Elemzőközpont honlap 2016. április 21. Hozzáférés (URL): <http://www.elemzeskozpont.hu/az-olaj-piacat-befolyasolo-tenyezok-kuvaiti-sztrajktol-az>

kitermelési szintet. Az egyezményhez a nem OPEC országok is csatlakoztak és termelésüket 600 millió hordóval csökkentik a napi kibocsátásukat.³⁴

26. ábra A Brent nyersolaj ára 2016. október és 2016. december között



forrás: NASDAQ honlapja

A piac gyorsan reagált a döntésre, melynek következménye 8%-os olajár emelkedés a Brent típusú olajár esetében (26. ábra). Amennyiben a megegyezést sikerül hosszútávon betartani, az elemzők további emelkedést várnak a piacon. A megállapodás 6 hónapra vonatkozott, de 2017. május 28-án ismét ülést hívnak össze a csökkentés lehetséges meghosszabbítása miatt. További eredménye a tárgyalásnak, hogy Irán teljes jogú OPEC taggá vált, Indonézia viszont elhagyta a szövetséget.

³⁴ Megegyeztek az olajtermelők, nőhet a benzin ára, [online]. Letöltés időpontja: 2017. január 09.
Hozzáférés:http://hvg.hu/gazdasag/20161130_Megegyeztek_az_olajtermelok_nohet_a_benzin_ara



3 Empirikus vizsgálat az olajár változás hatáselemzésére

3.1 A Rotary Fúrási Zrt. története

1930-ban jelent meg Európában a „Hét Nővér”, és kartellt hozott létre a kontinensen található kőolajlelőhelyek felosztása érdekében. Első lépésként megalapításra került az Európai Gáz- és Villamos Társaság, melynek angol rövidítése az EUROGASCO³⁵. A társaság segítségével szeretne volna a kartell befolyását megszilárdítani Európában a szegényebb országoktól szerzett koncessziós jogok által. Az ausztriai fúrások után Magyarországos is megjelent, de mivel első körben értékelhető eredményt nem találtak, ezért az áttörés előtt már csak a Standard Oil Company vállalta a kutatás költségeit. Az áttörés 1937-ben történt meg a Budafa-2 kúton, melyet több sikeres fúrás is követett, és elindult a termelés. A magyar állam ezt követően módosította a szerződést az EUROGASCO-val, és megalakult a Magyar-Amerikai Olajipari Rt. (MAORT), mely folyamatosan növelte termelési tevékenységét (5. táblázat).³⁶

5. táblázat A MAORT fúrási- és kőolaj termelési adatai

Év	Lemélyített fúrások		Kőolaj-termelés tonna
	db	méter	
1938	8	10 268	37 454,49
1939	23	28 946	141 849,44
1940	40	50 418	249 590,27
1941	53	66 175	421 660,42
1942	59	86 683	665 200,86
1943	60	87 589	837 710,72
1944	44	64 720	809 969,63
1945	11	17 489	655 567,54
1946	16	24 831	674 539,54
1947	30	43 484	569 347,52
1948	32	47 568	482 119,83
1949	48	70 754	502 421,16

forrás: Srágli Lajos: 1937: a felfedezés éve³⁷

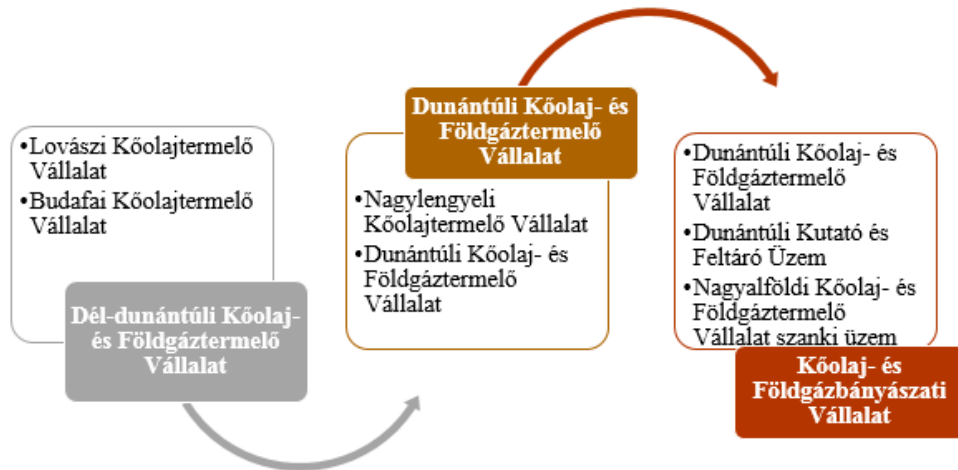
³⁵ European Gas and Electric Company

³⁶ A magyar olajipar története [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 7. Megjelent: Magyar Ásványolaj Szövetség honlapja 2016.07.27. Hozzáférés (URL): <http://www.petroleum.hu/magyolaj.html>

³⁷ SRÁGLI Lajos: 1937: a felfedezés éve [fájl]. Letöltés időpontja: 2016. december 8. ODF fájl . Hozzáférés (URL): <http://www.olajmuzeum.hu/uploads/File/A%20felfedezes%20eve%201937.pdf>

A Rotary Fúrási Zrt. története 1938. július 28-án kezdődött, amikor bejegyzésre került a MAORT, amely a magyar olajipari vállalatok megteremtője. A MAORT-ot a társaság jogelődjének tekinthetjük, miközben 90%-ban a Standard Oil Company tulajdonában volt.

27. ábra A Kőolaj és Földbányászati Vállalat létrejöttének folyamata



forrás: saját szerkesztés Lovászi története alapján³⁸

A nagykanizsai székhelyű Kőolaj- és Földgázbányászati Vállalat mélyfúrásai szervezetéből az Országos Kőolaj- és Gázipari Tröszt³⁹ (27. ábra) 1990. július 1-jén alapította meg 2,4 milliárd forintos alaptőkével a Rotary Fúrás Kft-t. A Kft. alapításával a fúrás tevékenység leválasztásra került, és ezzel elkezdődött a társaság önálló működése⁴⁰, majd 1994-ben megváltoztatva társasági formáját, és átalakult zártkörűen működő részvénytársasággá.

³⁸ Az olajosok és a falu [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 7. Megjelent Sulinet honlapján. Hozzáférés (URL):

http://www.sulinet.hu/oroksegtar/data/telepulesek_ertekei/100_falu/Lovaszi/pages/009_az_olajosok_es_a_falu.htm

³⁹ 1991. október 1-jétől MOL Rt.

⁴⁰ **BÍRÓ** Tamás Ernőné: A Rotary Fúrás Rt hitelkérelmi üzleti terve egy hazai diesel elektromos berendezés beszerzésére Szakdolgozat. Berzsenyi Dániel Főiskola- Természettudományi kar, 2004

28. ábra Bakrman-1, R-68 berendezés Irakban



forrás: Rotary Fúrési Zrt.

A MOL Rt. a társaság tulajdonosaként 1999 decemberében határozott a Rotary Zrt. részvényeinek 100%-os értékesítéséről, melyhez kétfordulós pályázati felhívás került kiírásra 1999. december 16-án. A pályázati felhívást 2001 februárjában a MOL Rt. Igazgatósága hatálytalanította. 2001 szeptemberében újabb pályázati kiírás történt, amelyet később tovább módosítottak remélve a magasabb árat. Az új koncepció lényege, hogy a belföldi és a külföldi ágazat külön kerüljön értékesítésre. A MOL Rt. 2002. április 29-én döntött a külföldi üzletág eszközeinek és szerződéseinek eladásáról. 2002. július 30-ával a külföldi üzletág eladása megtörtént, a vevő a horvát CROSCO Ltd. Co. A belföldi üzletágra vonatkozó szerződés aláírására végül 2003. május 8-án került sor.⁴¹ Így a Rotary Fúrési Zrt. 100%-ban a horvát Croscos Naftni Servisi d.o.o. tulajdonába került.

A Rotary Zrt. legfőbb magyarországi megrendelője napjainkban is a MOL Group. A társaság működése kiterjed az ország egész területére, eloszlása azonban nem egyenletes. Jelentősebb külföldi munkákat Ausztriában, Líbiában, Irakban, Albániában, Szíriában végzett, ám ez 2016-ban jelentősen visszaszorult. Ennek oka, hogy a MOL Nyrt. beszüntette tevékenységét az Akri-Bijeel blokkban, Irak kurdisztáni régiójában (28. ábra).⁴² A mező felhagyás jelentősen érintette az általam vizsgált vállalatot is, hiszen ezen a területen két eszközzel végzett fúrási tevékenységet.

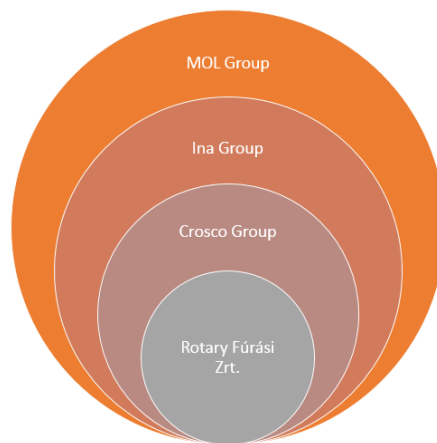
⁴¹ BÍRÓ Tamás Ernőné: A Rotary Fúrési Rt hitelkérelmi üzleti terve egy hazai diesel elektromos berendezés beszerzésére Szakdolgozat. Berzsenyi Dániel Főiskola- Természettudományi kar, 2004

⁴² <https://molgroup.info/hu/befektetoi-kapcsolatok/szabalyozott-informaciok/3326-a-mol-beszunteti-tevekenyseget-az-akri-bijeel-blokkban-irak-kurdisztani-regiojaban>

3.2 Vállalati felépítés és működés

A vállalat felépítését rendkívüli módon befolyásolja, hogy anyavállalata a Croscó Naftni d.o.o, mely az INA Group része, és így közvetve a MOL Group csapatába tartozik (29. ábra). A vállalat székhelye Nagykanizsa, ahol telephelye is található. Ezen kívül fiókteleppel rendelkezik Kiskunmajsán, Algyón és Irakban.

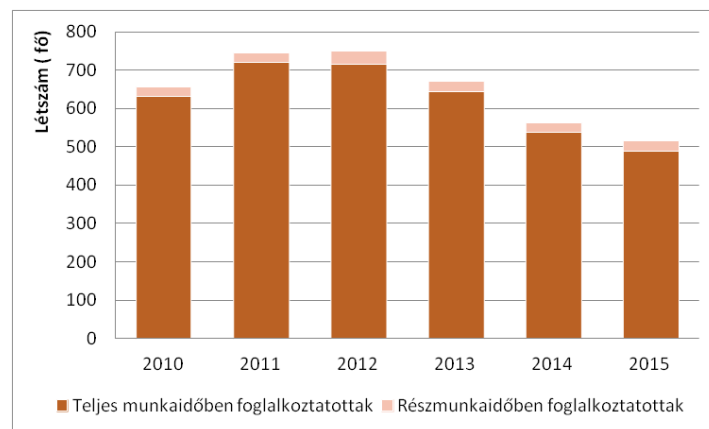
29. ábra Rotary Fúrási Zrt. elhelyezkedése a MOL Group-ban



forrás: saját szerkesztés

A központ elsődleges feladata pénzügyi, gazdasági és adminisztrációs tevékenységek elvégzése, az ellenőrzés, valamint a szakmai irányítás és koordináció. A létszámadatokon is megjelennek az iparág negatív hatásai, hiszen folyamatos csökkenés figyelhető meg itt is (30. ábra).

30. ábra Foglalkoztatottak számának alakulása 2010-2015 között



forrás: saját szerkesztés Rotary Kiegészítő melléklete alapján

A vállalkozás alaptevékenysége a szénhidrogén-kutató és feltáró kutak fúrása, kivizsgálása és kiképzése, valamint a már meglévő kutak javítása és karbantartása.

3.3 Iparági és piaci elemzés

A piac bemutatásához és megértéséhez szükséges a háttértényezők figyelembe vétele is, melyeknek gyakran nagy szerepe van a jövő alakításában és a fejlődésben. Ezek a vállalkozástól független tényezők, amelyek egyoldalúan hatnak a vállalkozásra. A tényezők ismerete rendkívül fontos, hiszen segítségével a vállalkozás versenyelőnyre tehet szert.⁴³ Feltárásukban a SWOT elemzés technikáját hívtam segítségül (31. ábra).

31. ábra A vállalat SWOT elemzése



forrás: saját szerkesztés

A SWOT elemzés az erősségek és gyengeségek összefoglalásával kezdődik, melynek segítségével azonosíthatók be a vállalat belső erős és gyenge pontjai.

A vizsgált vállalat szempontjából **erősségnek** tekinthető, hogy a vállalkozás fejlett technológiát alkalmaz a tevékenysége során, amit jól képzett, szakmailag minden igénynek megfelelő szakembergárda segít. A tevékenységéből adódó speciális szolgáltatások egyedülállónak teszik a piacon. Az eredményes működést elősegíti a hatékony költséggazdálkodás és az ezt támogató központ.

A **gyengeségek**, azok a vállalat belüli tényezők, amelyekben az adott vállalatnak versenyhátránya van a vetélytársaival szemben. Ezek a Rotary esetében a működő berendezések

⁴³ HOVÁNYI Gábor: Globális kihívások- menedzsment válaszok, Budapest: Komplex Kiadó, 2001 ISBN: 978 963 224 624 6

életkora, így a folyamatos és az előre tervezett karbantartások jelentős költségtényezőként szerepelnek a vállalat költséggazdálkodásában. Korlátot jelentenek a tevékenység állandóan változó helyszíne miatti információáramlási nehézségek.

A külső környezet elemzése ad képet a vállalat előtt álló lehetőségekről, és az azt érő fenyegetésekről.⁴⁴ **Lehetőségeket** jelentenek azok a vállalaton kívüli, a vállalat által befolyásolhatatlan tényezők, amelyek kedvező feltételeket teremtenek a fejlődés számára, és amelyeket kiaknázva képes a vállalat növelni piaci részesedését és javítani a tőke megtérülését. Itt a legfontosabb külső tényező az olajár növekedés, aminek hatására növekedhet a vállalat tevékenysége. Az igények növekedése a hazai szénhidrogén kutatás és feltárás folytatására ad indokot. A vállalat számára **fenyegetések** azok a gazdálkodó egységet befolyásoló külső hatások, amelyek kedvezőtlenül befolyásolják, korlátozzák a szervezet fejlődését, azaz amelyekben csak alkalmazkodni lehet. Ebben az esetben a kereslet további csökkenése lehet a fő komponens, illetve a speciális tevékenységből adódóan a vevő irányába keletkezhet kiszolgáltatott helyzet.

A SWOT elemzés akkor éri el célját, ha mind az azonosított belső gyengeségekre, mind a veszélyként megjelenő tényezőkre kezelési módokat találunk, cselekvési tervvel és annak végrehajtásával javítani tudunk a gyenge pontokon, illetve csökkenthetjük a veszélyeknek való kitettségünket. Az alábbiakban kísérletet teszek néhány megoldás megfogalmazására az azonosított tényezőket illetően szóba jöhető válaszlépéseket illetően (32. ábra).

32. ábra A SWOT analízissel azonosított gyengeségek és veszélyek kezelésére vonatkozó javasolt válaszlépések



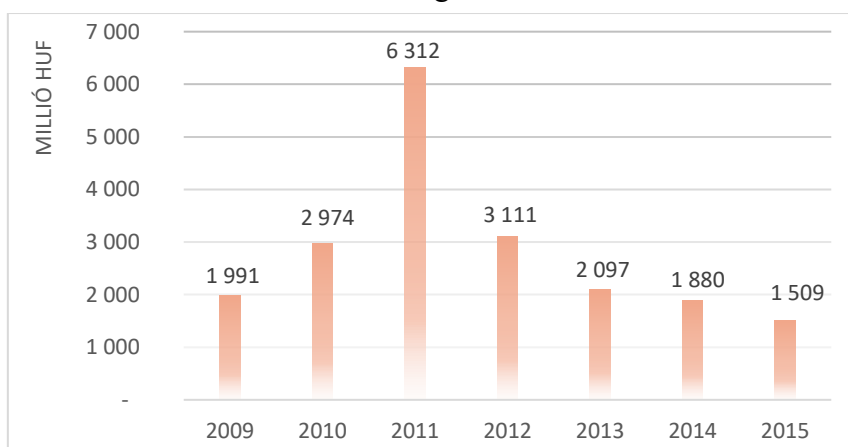
forrás: saját szerkesztés

⁴⁴ MAROSÁN György: Stratégiai tervezés. Budapest, Műszaki Könyvkiadó, 2001. ISBN:963 202 911 9

3.3.1 Szállítói állomány elemzése

A tevékenység jellegéből adódóan speciális szállítói háttér biztosítja a folyamatos munkavégzés lehetőségét, hiszen szükség van különleges szállítóeszközökkel rendelkező vállalkozásokra, amelyek a több tonnás berendezéseket és a hozzá kapcsolódó eszközök mozgatását végzik a fúrásponatok között. Szintén igény van speciális szaktudással rendelkező társaságokra, akik a berendezések fel- és leszereléséhez, elektromos bekötéséhez tudnak segítséget nyújtani. A szolgáltatást végző partnereken túl kiemelten fontos beszállítóknak tekintendők azok a partnerek, amelyeknek az eszközellátás, a felújítási munkák és a berendezések anyagellátása területén van érdekeltségük.

33. ábra Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból és a Kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben mérlegtételek alakulása, 2009-2015



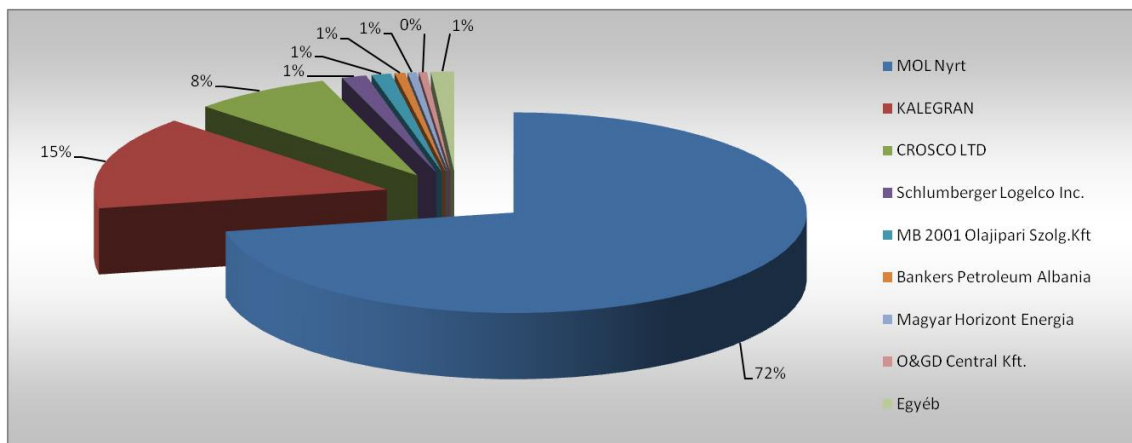
forrás: saját szerkesztés a Rotary Fúrási Zrt. Beszámolói alapján

A szállítói állományban megfigyelhető a folyamatos csökkenés (33. ábra). 2011-ben jelentős beruházások következtében növekedett a szállítói állomány, ebből adódik a kimagasló érték.

3.3.2 A vevőállomány elemzése

A Rotary Fúrási Zrt. árbevételének jelentős részét a MOL Group adta 2015-ben, ebből 72%-ot a MOL Nyrt. és 15,1%-ot a Kalegran Ltd. tett ki. Az adatokból is látszik a cég specifikus mivolta, hiszen a vevőköre rendkívül szűk (34. ábra).

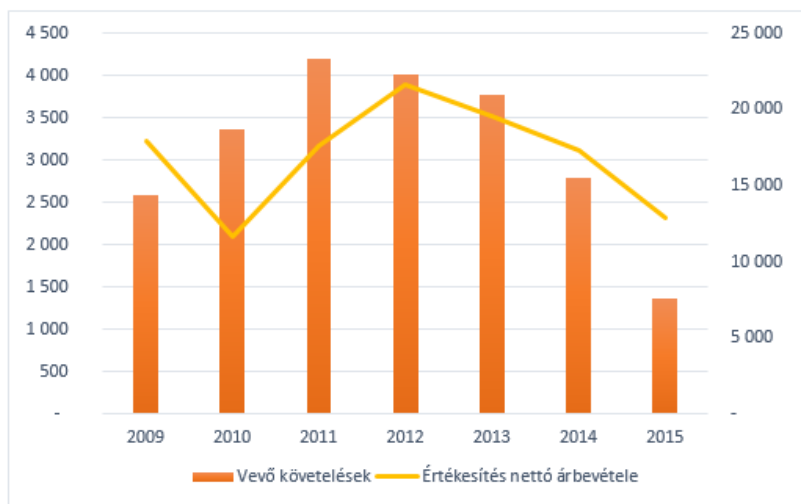
34. ábra Értékesítés nettó árbevételének partnerenkénti megoszlása 2015 évben



forrás: Rotary Fúrási Zrt. Üzleti jelentés

A vállalkozás fúrési és kútjavítási szolgáltatást a MOL-on kívüli harmadik félnek nem biztosított, e téren nagy változások a jövőben sem várhatók. Koncesszori tevékenységet a Magyar Horizont Energia Kft., az O&GD Central Kft., a LINDE Gáz Magyarország Zrt., a Folyópart Energia Kft. és a Petroszolg Kft. számára végeztet a vállalat.

35. ábra Követelések áruszállításból és szolgáltatásból és a Követelések kapcsolt vállalkozással szemben mérlegtételek alakulása, 2009-2015



forrás: saját szerkesztés a Rotary Fúrási Zrt. Beszámolói alapján

A vevőállomány alakulásán folyamatosan megfigyelhető a csökkenés (35. ábra). 2009-hez viszonyítva az utolsó évben 15%-ra csökkent a vevők mérleg fordulónapi értéke. Az értékesítés nettó árbevétele és a vevő- követelések szorosságának vizsgálata során, arra kerestem a választ, hogy van e kimutatható kapcsolat a piacon mutatkozó tendenciák és a vevő állomány csökkenése között. Segítségemre a korrelációanalízis volt, mely során 0,5651. A

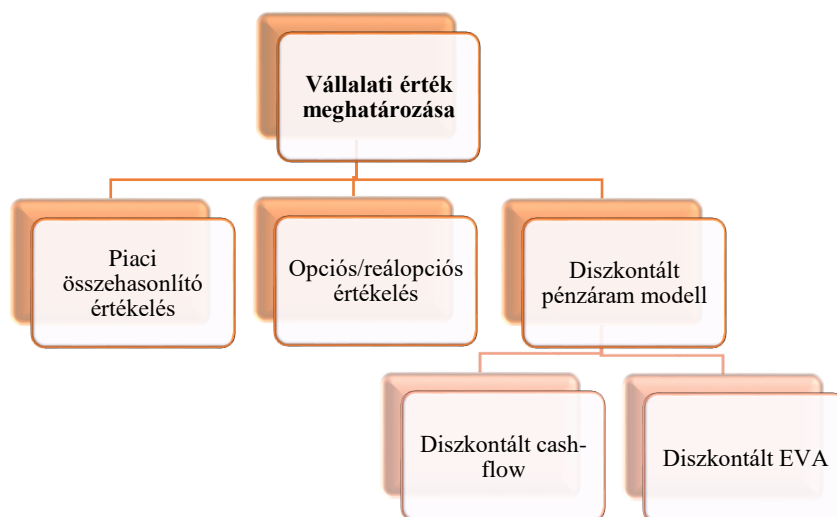
kapcsolatokat a következő intervallumokba tudjuk besorolni: 0,40-ig nincs, vagy laza a kapcsolat, 0,41-0,70-ig közepes, 0,71-0,90-ig szoros, 0,91-től nagyon szoros kapcsolatot értelmezhetünk. A végeredmény alapján közepes függés van csak a két tényező között, így a csökkenés indoklásaként megemlíthetjük a hatékony vevőpolitikát is.

3.4 Az alkalmazott értékelési modell és az értékelési folyamat

3.4.1 Elemzési módszertan

A vállalat értékének meghatározásában több modell is rendelkezésünkre áll. Három módszer alkalmazható, melyeket a 36. ábra mutat be.

36. ábra A vállalati érték meghatározásának módszerei

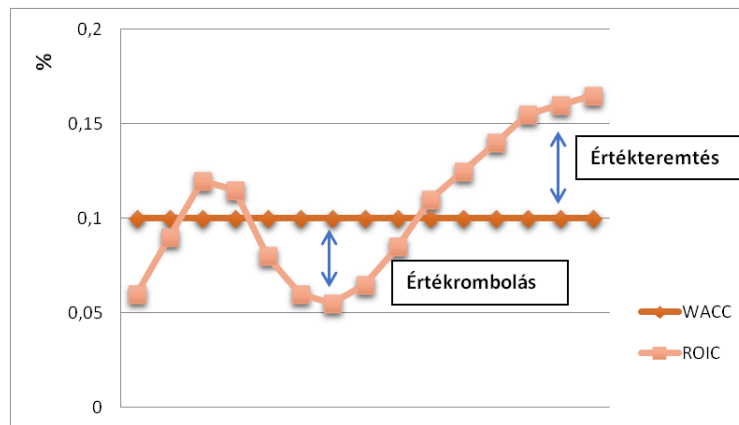


forrás: saját szerkesztés

Az elemzést az EVA (Economic Value Added) modell segítségével végeztem, mellyel meghatározható egy vállalat értéke, illetve az, hogy egy vizsgált időszakban képes-e értékteremtésre, és ha igen, akkor ez mekkora lehet.

A modell szerint a befektetett tőkével arányos hozamot (ROIC) és a vállalati tőkekölség (WACC) viszonyát kell meghatározni. Amennyiben a ROIC mutató értéke meghaladja a WACC mutató értékét, a kettő különbsége alapján értékteremtő peridusról beszélhetünk. Amennyiben viszont a tőkekölség meghaladja a befektetett tőkével arányos hozamot, értékromlás következik be (37. ábra).

37. ábra Az EVA modell segítségével meghatározható értékteremtő/értékromboló periódus szemléltetése



forrás: saját szerkesztés

Az EVA mutatót Stern Stewart & Co védette le, miután Stewart *The Quest for Value*-Az érték nyomában című könyve kiadásra került 1991-ben. Azóta az Egyesült Államokon keresztül Európán át ismert és kedvelt vállalatérték meghatározó módszer lett. Az EVA mutató a XX. század terméke, ám maga a felvetés, mely szerint a tőkeköltségen felül megmaradó hozamra kell koncentrálni, már 1890-ben is említésre került Alfred Marshall által.⁴⁵

Az EVA modell levezetéséhez az alábbi főbb lépések által juthatunk:

1. Múltbeli értékvezérlők meghatározása az előrejelzés bázisadataiként.
2. A növekedés érdekében visszaforgatott jövedelem mértékének, a NOPLAT növekedési ütemének, illetve a befektetett tőkearányos hozamnak a meghatározása.
3. A jövőbeni NOPLAT tervezése.
4. Maradványérték becslése.
5. A diszkontált vállalati érték meghatározása.
6. Teljes vállalati érték meghatározása.

A folyamat több lépésből álló levezetést igényel, melyet az áttekinthetőség érdekében egy ábra segítségével szemléltetünk (38. ábra). A vállalati érték meghatározása két ágon fut, melynek a végén az utolsó szinten kiszámított ROIC és WACC mutató közötti különbséget kell meghatározni.

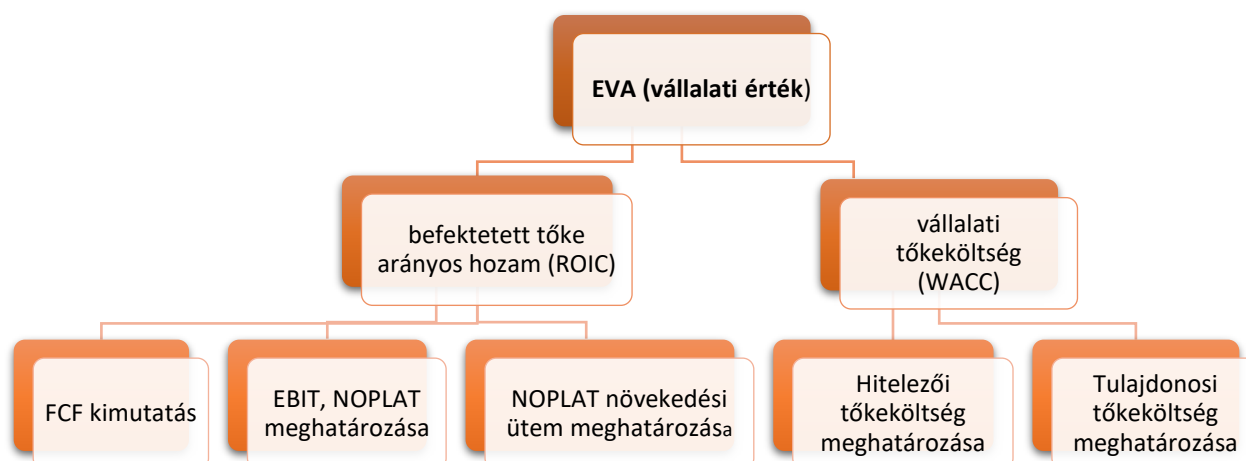
⁴⁵TURNER Anna: Egy vállalkozás hatékonyságának vizsgálata [fájl] 2009. szeptember PDF fájl. Hadmérnök folyóirat, IV. évfolyam 3. szám 2009. szeptember. Hozzáférés (URL): http://hadmernok.hu/2009_3_pap.pdf letöltve: 2016. november 24. http://phd.lib.uni-corvinus.hu/223/1/turner_anna.pdf

A ROIC mutató meghatározásához szemléltetett első szinten a múltbeli értékvezérlők meghatározására van szükség az előrejelzés bázisadatainak számszerűsítéséhez (FCF kimutatás, az EBIT és NOPLAT értékeinek meghatározása). Ezt követően a növekedés érdekében visszaforgatott jövedelem mértékének (ΔIC), a NOPLAT növekedési ütemének (g) meghatározására lesz szükség annak érdekében, hogy rendelkezésünkre álljanak a szükséges értékvezérlők az előrejelzés elkészítéséhez. A NOPLAT és a befektetett tőke (amit a gazdasági mérlegből származtatunk) hányadosaként számíthatjuk ki a ROIC értékét. Az előbb ismertetett értékvezérlők historikus adatokból származnak. Ezen historikus adatokból számított értékvezérlőket előre kell jelezni és kiszámítani a várható értéküket, hogy a vállalatérték meghatározható legyen. Az előrejelzéshez legalább két értékvezérlő becslése szükséges, melyek előre jelzett értékeiből a többi már kalkulálható. Az előrejelzés alapja a vállalati helyzetelemzés, amely prognosztizálja a vállalat jövőbeli helyzetét, így az esetleges előrejelzési módszert meghatározza. (Pálinkó-Szabó, 2011, 18-24, 34-39.o.)

A másik ágon a vállalat átlagos tőkekölségének meghatározása következik. Ebben az esetben a hitelezői tőkekölséget és a tulajdonosi tőkekölséget kell meghatároznunk. Annak érdekében, hogy rendelkezésre álljanak az értékek még további adatokat kell becsülnünk. Elsőként a hitelezői tőkekölség meghatározása következik, amit a hitelkockázati prémium és kockázatmentes kamatláb becslés segítségével kapunk meg. A tulajdonosi költség esetében a piaci kockázati prémium és béta becslése szükséges. Ezt követően a két érték segítségével tudjuk előállítani a WACC értékét.

Amennyiben rendelkezésünkre állnak a megfelelő értékvezérlők ki tudjuk számolni a vállalatértékét is.

38. ábra A vállalati érték (EVA) meghatározásának szemléltetése



forrás: saját szerkesztés

A vállalat értékének meghatározásához több információforrás felhasználására volt szükség, amelyek segítették az EVA modell által igényelt mutatók, jövőbeli prognosztizációk meghatározását (39. ábra).

39. ábra Az elemzés során felhasznált információforrások



forrás: saját szerkesztés

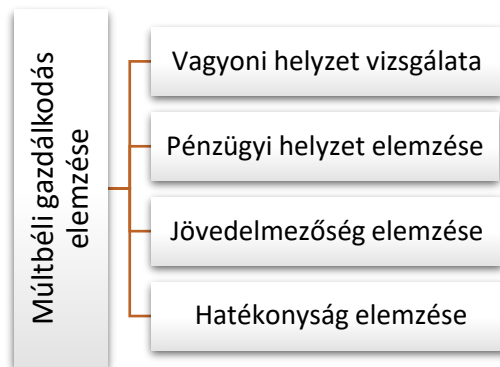
Mielőtt az EVA modell levezetésre kerülne, a vállalat korábbi gazdálkodási adatait vizsgálom meg, tehát a vállalat értékelése folyamán historikus, múltbeli adatokból fogok kiindulni. Az elemzés információs bázisát a vállalat 2010-2015 évekre készített éves beszámoló (mérleg, eredménykimutatás, kiegészítő melléklet), továbbá az üzleti jelentés képezi, tehát az elmúlt öt évre vonatkozóan végzek vizsgálatot.

E vonatkozásban nem célok részletes elemzés készítése, ugyanakkor mindenképpen fontos a főbb múltbeli tendenciák megismerése az EVA modell felállítását megelőzően.

3.4.2 Múltbeli gazdálkodás elemzése

A múltbeli gazdálkodási viszonyok megismerésére átfogó jelleggel értékelem a vállalat vagyoni, pénzügyi és jövedelmezőségi helyzetét, illetve a működés hatékonyságát (40. ábra).

40. ábra Múltbeli gazdálkodás elemzésének lépései



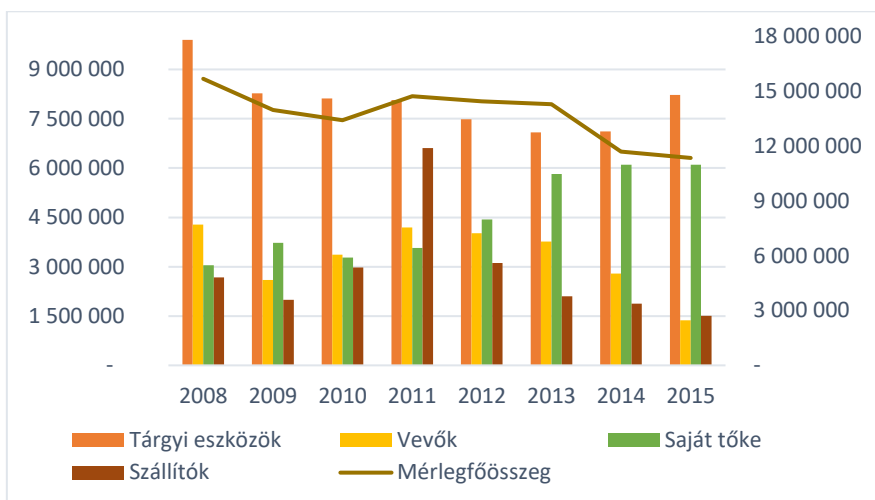
forrás: saját szerkesztés

Az elemzés első lépéseként a **vagyoni helyzet** alakulását, azaz az egyes mérlegtételek, mérlegcsoportok és főcsoportok változásait vizsgáltam. Kétféleképpen vettem mindezt szemügyre: elsőként az értékek évek közötti abszolút változást, majd az egyes évek közötti relatív változásokat számítottam ki. A kapott adatokból a következőket állapítottam meg:

Az eszköz oldalon a befektetett eszközök abszolút és relatív változását vizsgálva 2014-ig csökkenő tendencia volt megfigyelhető és csak azt követően volt jelentős növekedés. Mindez a tárgyi eszközök növekedésnek tudható be. Az eszköz oldalon a többi mérlegétel esetében csökkenés tapasztalható, melyek közül a legjelentősebb a vevőállomány visszaesése.

A forrás oldalon a vállalat saját tőke állománya minden évben pozitív volt, tehát növekedést tudott elérni, bár a növekedés mértéke is évről évre alacsonyabb.

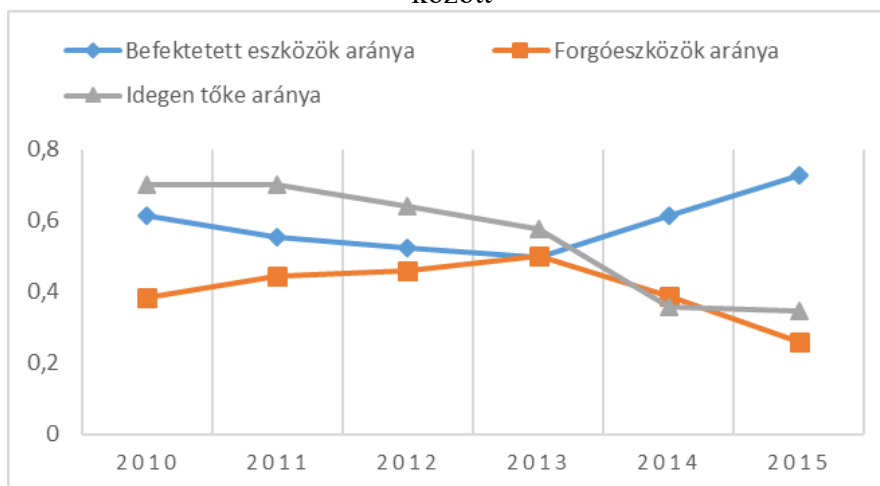
41. ábra Az egyes mérleg sorok bemutatása 2008-2015 között



forrás: saját szerkesztés Rotary Fűrési Zrt. Beszámolói alapján

Összességében elmondható, hogy a vizsgált vállalat esetében megfelelő növekedési lehetőséget tapasztalunk mind az eszközök és források tekintetében. Mindezt a vizsgált évek pozitív mérleg szerinti eredménye is alátámasztja, ugyanakkor a negatív piaci hatások már megfigyelhetők az egyes mérlegtételek vonatkozásában (41. ábra).

42. ábra Rotary Fűrési Zrt. egyes mérlegfőösszeghez viszonyított aránymutatói 2010-2015 között



forrás: saját szerkesztés

A következő lépésként az egyes mérlegtételek, mérlegcsoportok és főcsoportok arányának vizsgálatát végeztem el a vizsgált időszakban. Ebben az esetben három arányszámot szeretnék kiemelni (42. ábra): az első a befektetett eszközök aránya a mérlegben, ami 2014-től növekedésnek indult, és ami annak a következménye, hogy a piaci viszonyokat kihasználva

beruházott a társaság két új fúróberendezésbe. A következő a forgóeszközök aránya, amely csökkenést mutat az évek során a főcsoport összes elemét, de ezek közül is legjelentősebben a készleteket és a pénzeszközöket érintően. Ennek hatására a vállalat a likviditási stabilitásából, rugalmasságából veszített az évek alatt. A vevőállomány folyamatos csökkenésének oka a már említett kedvezőtlen iparági környezet, illetve az elmaradt termelési eredmények, mely miatt a megrendelő (Kalegran Ltd.) a tevékenység leállítása mellett döntött, és a berendezések az időszakos felújítását követően már nem folytatták a szerződés szerinti fúrési szolgáltatást.⁴⁶ A harmadik arányszám pedig az idegen tőke aránya, mely a pénzeszközökkel párhuzamosan csökken, és ami a hosszú lejáratú hitelek visszafizetéséből adódik.

A vállalat **pénzügyi helyzetének** elemzése során mind rövid, mind hosszútávon vizsgáltam (6. táblázat).

6. táblázat Pénzügyi helyzet elemzésének mutatói, 2010-2015

Megnevezés	Pénzügyi helyzet elemzés mutatói					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Eladósodottság foka	0,70	0,70	0,64	0,46	0,36	0,34
Likviditási ráta	0,57	0,72	1,24	1,20	1,15	0,76
Likviditási gyorsráta	0,47	0,62	1,05	1,06	0,99	0,59
Rövid távú dinamikus likviditás	0,00	0,16	0,52	0,38	0,80	0,14
Hosszú távú dinamikus likviditás	0,04	1,16	0,73	1,01	13,63	-
Osztalékhányad	-	0,50	0,63	-	0,21	-
Hitel fedezetségi mutató	0,41	0,52	0,78	0,93	0,82	0,54

forrás: saját szerkesztés

A **hosszú távú pénzügyi helyzet** megítélésére vonatkozó eladósodottság foka mutató kedvező képet mutat a folyamatos csökkenés miatt. A vállalkozás nem mondható jelentősen eladósodottnak a jelentősebb tárgyi eszköz beszerzés mellett sem.

A **rövid távú fizetőképességet** jelző indexek közül a hitel fedezeti mutató 2013-tól folyamatos csökkenést mutat, ami nem kedvező, hiszen a 1 feletti érték lenne a megfelelő. A mutató kedvezőtlen mivolta a már taglalt vevőkövetelések csökkenésének tudható be. A likviditási mutató is 1 felett tekinthető elfogadhatónak, ami 2012 és 2014 között meg is valósult, ám ezt követően ez is csökkenésnek indult. Az egy éven belül pénzzé tehető eszközök kevésbé fedezik a kötelezettségeket, tehát a mutatószámok értékei alapján is bebizonyosodott, hogy a vállalat fizetőképessége romlik. A dinamikus likviditás esetében arra keresem a választ, hogy a vállalkozás adott évi üzemi (üzleti) eredménye milyen mértékben nyújt fedezetet a rövid és

⁴⁶ Rotary Fúrási Zrt. Üzleti jelentés, 2015

hosszú lejáratú kötelezettségekre. A mutató kritikus értékeket mutat az utolsó vizsgált évben rövid távon, míg hosszú távon az 50% feletti szintet folyamatosan teljesíti.

A **jövedelmezőség** elemzése során négy mutatószámot képeztem, és vizsgáltam meg azok alakulását (7. táblázat).

7. táblázat Jövedelmezőség vizsgálatának mutatói, 2010-2015

Megnevezés	Jövedelmezőség vizsgálat mutatói					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Árbevétel arányos jövedelmezőség (ROS)	- 0,03	0,11	0,07	0,07	0,14	0,03
Tőkearányos jövedelmezőség (ROE)	- 0,11	0,61	0,24	0,33	0,40	0,07
Eszközányos jövedelmezőség (ROA)	- 0,03	0,04	0,19	0,14	0,24	0,04
Befektetés megtérülési mutató (ROI)	- 0,03	0,04	0,16	0,10	0,21	0,04

forrás: saját szerkesztés

A ROS mutató kifejezi, hogy az eredmény a bevétel hányad részéből származik. Az utolsó vizsgált évben az eredmény nem kedvező, ami mind az árbevétel mind az adózott eredmény csökkenéséből ered. A ROE mutató esetében 2013-ig növekedést figyelhetünk meg, majd ezt követően csökkenő tendencia alakult ki a mutatóban, ami kifejezi számunkra, hogy a tevékenységből származó vagyon és a tulajdonosok által rendelkezésre bocsátott tőke milyen megtérülést mutat. A ROA mutató megmutatja számunkra az eszközök jövedelemtermelő képességét, itt is a fokozatos eredménycsökkenés jelei mutatkoznak. Az utolsó mutató, a ROI esetében is kedvezőtlen képet kapunk, ami alapján arra következtethetünk, hogy egyre kevesebb eredményt tud a vállalat termelni a meglévő eszközállománnyal.⁴⁷

A **hatékonyság elemzéséhez** szükséges a termelési mutatók meghatározása. A termelési mutatók a vállalkozás eredményességének fontos jelzői, mert ismertetik, hogyan alakult a vizsgált időszakban a vállalat értékteremtő képessége (8. táblázat).⁴⁸

⁴⁷ Dr. SZTANÓ Imre, VERESS Attila Vezetői számvitel (2013) Letöltés időpontja:2016.11.24. Hozzáférés (URL):

http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_a2_1038_1039_1041_bavezetoiszamvitel/7_4_2_a_jo_vedelem_elemzesenek_mutatoszamai_1LNvwetTiHFd1J90.html letöltve 2016.11.24.

⁴⁸ PAP Andrea: Egy vállalkozás hatékonyságának vizsgálata [fájl] 2009. szeptember PDF fájl. Hadmérnök folyóirat, IV. évfolyam 3. szám 2009. szeptember. Hozzáférés (URL):

http://hadmernok.hu/2009_3_pap.pdf letöltve: 2016. november 24.

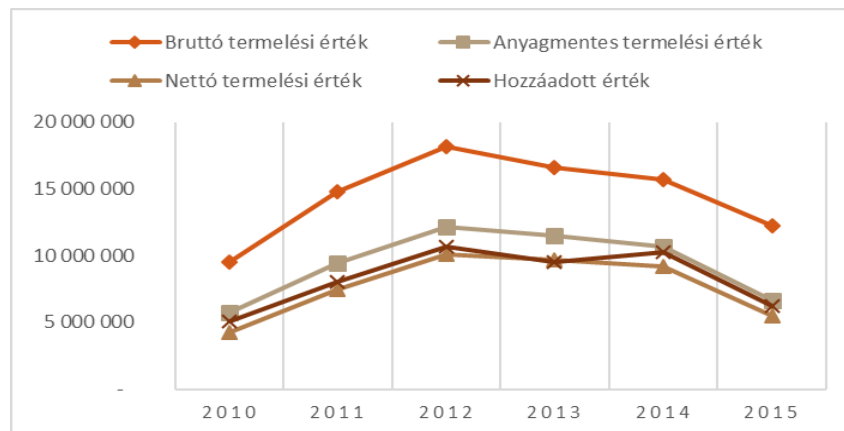
8. táblázat Hozammutatók alakulása, 2010-2015

A tétel megnevezése	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
ÉRTÉKESÍTÉS NETTÓ ÁRBEVÉTELE	11 658 678	17 611 787	21 665 205	19 594 061	17 282 051	12 850 275
- Eladott áruk beszerzési értéke	16 434	110 280	898 299	808 804	989 970	56 410
- Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke	2 263 368	2 701 057	2 718 084	2 253 684	803 119	675 485
+ Saját termelésű készletek állományváltozása	153 155	-142 004	84 546	-25 701	-84 597	0
+/- Saját előállítású eszközök aktivált értéke	15 792	154 784	34 690	111 081	288 741	135 138
= Bruttó termelési érték	9 547 823	14 813 230	18 168 058	16 616 953	15 693 106	12 253 518
- Anyagköltség	1 214 624	2 675 981	2 342 003	2 220 474	1 667 310	1 276 221
- Igénybe vett szolgáltatások értéke	2 640 732	2 677 091	3 679 307	2 940 950	3 368 276	4 309 051
= Anyagmentes termelési érték	5 692 467	9 460 158	12 146 748	11 455 529	10 657 520	6 668 246
- Értékcsökkenési leírás	1 426 584	1 990 334	2 035 201	1 772 890	1 494 482	1 168 540
= Nettó termelési érték	4 265 883	7 469 824	10 111 547	9 682 639	9 163 038	5 499 706
Személyi jellegű ráfordítások	3 986 360	5 461 015	5 944 565	5 837 190	5 952 061	4 652 134
+ Értékcsökkenési leírás	1 426 584	1 990 334	2 035 201	1 772 890	1 494 482	1 168 540
+ Adózás előtti eredmény	-348 951	596 518	2 706 326	1 941 805	2 820 527	410 301
= Hozzáadott érték	5 063 993	8 047 867	10 686 092	9 551 885	10 267 070	6 230 975

forrás: saját szerkesztés

A számított értékeket a jobb szemléltetés, a tendenciák megfigyelhetősége érdekében diagramba rendeztem (43. ábra).

43. ábra Hozammutatók alakulása, 2010-2015



forrás: saját szerkesztés

A diagramon jól látható, hogy minden mutató esetében 2012-től kezdve csökkenés figyelhető meg. A mutatók csökkenésének oka nem az anyagköltség és az igénybevett szolgáltatások emelkedése volt, hanem az árbevétel folyamatos csökkenése, amely a kialakult piaci helyzetre válasz (9. táblázat). A hozzáadott értékek az adózás előtti eredmény fokozatos csökkenése miatt indultak negatív irányba.

9. táblázat Hatékonysági mutatók, 2010-2015

Hatékonysági mutatók (%)						
Megnevezése	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bérhatékonyság	1,07	1,37	1,70	1,66	1,54	1,18
Tárgyi eszköz hatékonyság	0,53	0,93	1,35	1,37	1,29	0,67
Tőkehatékonysági mutató	0,75	1,07	1,33	1,34	1,53	1,22
Eredményhatékonyság		12,52	3,74	4,99	3,25	13,40
Komplex hatékonysági mutató	0,70	1,05	1,48	1,49	1,42	0,99

forrás: saját szerkesztés

A bérhatékonyság megmutatja a felhasznált bér értékteremtő képességét.⁴⁹ A vizsgált időszakban a mutató pozitív értékeket mutat, de 2012-től elindult csökkenő irányba. A tárgyi eszköz hatékonyság esetében is ugyanez a tendencia figyelhető meg. Az eredményhatékonysági mutató esetében az adózás előtti eredményt használtam fel, amely megmutatja, hogy „egységnyi eredmény realizáláshoz mekkora termelési értéket kell a vállalkozásnak elérnie”. (Pap A. 2009, 370 old.) 2010-ben a negatív adózás előtti eredmény miatt nem értelmezzük a mutatót. A tőkehatékonyság az előző definíció alapján azt jelenti, hogy mekkora az egységnyi lekötött tőke értékteremtő mivolta. Ez az érték 2014-ben tekinthető a legjobbnak, melynek oka, hogy a nettó termelési érték értéke magas volt, és a kötelezettségek pedig csökkentek 2013-hoz viszonyítva. A komplex hatékonysági mutató a vállalat fejlődésének mérésére szolgál. A mutató 1 feletti értéke az elfogadható.⁵⁰ A két szélső vizsgált évet leszámítva minden évben megfelelő szintű, melynek oka, hogy a csökkenő nettó termelési értékkel párhuzamosan a bérköltség is csökkent.

A vizsgálatok alapján megállapítottam, hogy a vállalat vagyonának növekedése mellett a fizetőképesség romlásával kellett számolnia, ugyanakkor hosszú távon a pénzügyi helyzet még kielégítőnek tekinthető. Jövedelmezősége és működésének hatékonysága is romlásnak indult. A negatív tendenciák legfontosabb eredményeként a kialakult piaci helyzetre folyamatos csökkenéssel reagáló árbevétel jelölhető meg.

⁴⁹ PAP Andrea: Egy vállalkozás hatékonyságának vizsgálata [fájl] 2009. szeptember PDF fájl. Hadmérnök folyóirat, IV. évfolyam 3. szám 2009. szeptember. Hozzáférés (URL): http://hadmernok.hu/2009_3_pap.pdf letöltve: 2016. november 24.

⁵⁰ PAP Andrea: Egy vállalkozás hatékonyságának vizsgálata [fájl] 2009. szeptember PDF fájl. Hadmérnök folyóirat, IV. évfolyam 3. szám 2009. szeptember. Hozzáférés (URL): http://hadmernok.hu/2009_3_pap.pdf letöltve: 2016. november 24.

3.4.3 Az FCF módszer alkalmazása – a szabad pénzáram levezetése

Elemzésem következő pontjában a vállalat szabad pénzáramának⁵¹ levezetését tűztem ki célul, mely a szabályozott cash flow kimutatással szemben a forrást biztosítók között felosztható pénzáramot számszerűsíti, és nem a vállalat főtevékenységhez kapcsolódó változásoknak a pénzállomány változására mutatott hatásait mutatja be. A módszerrel meghatározhatjuk az egész vállalat vagy egy projekt értékét. A FCF az a pénzáram, amely a vállalati működéséhez kapcsolódó pénzáramokat tartalmazza, a kapcsolódó adófizetési kötelezettséget is beleértve, de még a hitelezők tulajdonosok kifizetése előtt a vállalatnál marad (10. táblázat).⁵²

10. táblázat Az FCF levezetésének sémája

A tétel megnevezése	
+	Árbevétel
-	Működési költségek (amortizáció nélkül)
±	Működéshez kapcsolt pénzügyi hatások
=	EBITDA
-	Amortizáció
=	EBIT
-	EBIT-re eső adó
=	NOPLAT
-	Befektetési Cash Flow
=	FCF (Forrást biztosítók cash flow-ja)

forrás: saját szerkesztés

A szabad pénzáram levezetése előtt elkészítettem az átalakított mérleget, vagyis az úgynevezett gazdasági mérleget⁵³, amely fontos szerepet tölt be a vállalatértékelés folyamatában (44. ábra).

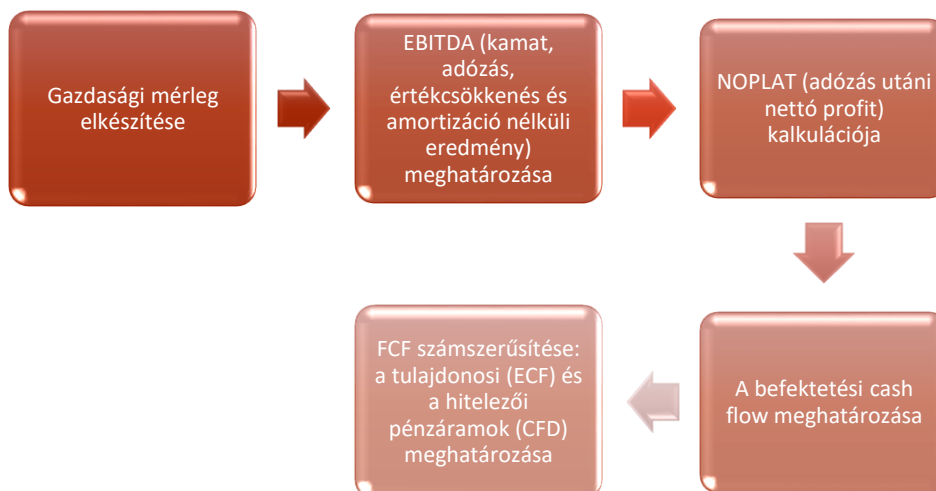
⁵¹ Free Cash Flow, továbbiakban FCF

⁵² PÁLINKÓ Éva, TÓTH Tamás: Vállalati pénzügyek Budapest: Typotex Kiadó 2014 Letöltés időpontja: 2016.11.07. Hozzáférés (URL):

http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2011-0023_Vallalati_penzugyek/5055/index.html 1

⁵³ *economic balance sheet*

44. ábra Az FCF levezetése során alkalmazott lépések



forrás: saját szerkesztés

A gazdasági mérleg kiindulópontja a számviteli mérleg, melyhez kapcsolódóan el kell végezni bizonyos korrekciókat.

A gazdasági mérleg eszköz oldalán a befektetett eszközök és a pénzeszközök a számviteli mérlegben megegyező összegben szerepelnek. A működő tőke meghatározása a következőképpen történik: a pénzeszközökön kívüli forgóeszköz állományból le kell vonni a tőkeköltség nélküli kötelezettségeket.⁵⁴ A vizsgált vállalat esetében azon rövid lejáratú kötelezettségek, amelyek nem vonnak maguk után kamat terhet a következők: vevőktől kapott előleg, kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók), egyéb rövid lejáratú kötelezettségek.

A gazdasági mérleg forrás oldala a következőképpen épül fel: első része tartalmazza a saját tőkét, mely a mérlegben szerepelt saját tőkén kívül magában foglalja a vállalat által képzett céltartalékokat, míg a másik része mindazt a külső forrást foglalja össze, amelyeket a működő tőke meghatározásakor nem vettük számba.

Az átalakítások után a mérleg fősszege nem egyezik meg a számviteli mérleg fősszegével, azonban az eszköz és forrás oldal gazdasági mérleg szerinti fősszegeinek itt is azonosnak kell lennie. A vállalat gazdasági mérlege a 3 és 4 számú mellékletekben szerepel.

⁵⁴ PÁLINKÓ Éva, TÓTH Tamás: Vállalati pénzügyek Budapest: Typotex Kiadó 2014 Letöltés időpontja: 2016.11.07. Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2011-0023_Vallalati_penzugyek/5055/index.html 1

Az éves szabad pénzáramok kiszámításának kezdőpontja a vállalati árbevétel, amit meg kell tisztítanunk a működés során felmerült költségektől (anyagjellegű és személyi jellegű ráfordítás). Mivel a működési eredményt pénzügyi hatások is befolyásolják, ami a Rotary Fűrési Zrt. esetében az árfolyamváltozás következményeiből adódnak, ezért ezzel is korrigálni kell az árbevételt, hogy megkapjuk az EBITDA⁵⁵ értékét. A mutató értéke beszédes lehet, annak ellenére, hogy nem hivatalos eredménykategória. Hasznossága abból fakad, hogy a különböző tárgyieszköz-igényességű iparágak esetén összehasonlítási lehetőséget nyújt⁵⁶, mivel a cégpolitika egyéb befolyásoló tényezői kiszűrésre kerülnek, így csak a tevékenységből származó bevételt kapjuk meg.⁵⁷

11. táblázat NOPLAT levezetése

Megnevezés	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Árbevétel	11 658 678	17 611 787	21 665 205	19 594 061	17 282 051	12 850 275
Működési költségek (amortizáció nélkül)	10 295 543	13 867 742	15 895 914	14 279 646	12 998 599	11 122 914
Működéshez kapcsolt pénzügyi hatások	-102 581	-489 067	333 974	-20 922	1 786	-90 350
EBITDA	1 260 554	3 254 978	6 103 265	5 293 493	4 285 238	1 637 011
Amortizáció	1 426 584	1 990 334	2 035 201	1 772 890	1 494 482	1 168 540
EBIT	-166 030	1 264 644	4 068 064	3 520 603	2 790 756	468 471
EBIT-re eső adó	0	0	364 835	553 111	403 605	-7 312
NOPLAT	-166 030	1 264 644	3 703 229	2 967 492	2 387 151	475 783

forrás: saját szerkesztés

Az EBITDA mutató értékéből az amortizáció és adó levonása után megkapjuk a NOPLAT⁵⁸ értékét (11. táblázat), mely a pénzáram előrejelzés értékmérő mutatója. „A NOPLAT korrigált adóval csökkentett működési eredmény, tisztán saját tőkefinanszírozás melletti adózott működési eredmény.” (Pálkó-Szabó, 2011) Általánosságban megfigyelhető, hogy a NOPLAT értéke az EBITDA mutatóhoz képest kevesebb, mint a felére csökkent. Az értékcsökkenés magas aránya jelentős eszköz és ingatlanparkra enged következtetni, mely a vállalat specifikus mivoltából adódik. A NOPLAT értékének hullámzó mivolta az árbevétel változásoknak tudható be.

Ezután a befektetési cash flow meghatározása történik a nettó forgótőke és a befektetett eszközök állományváltozásának segítségével. Így megkapjuk a forrást biztosító cash flow-ját

⁵⁵ EBITDA - kamat, adózás, értékcsökkenés és amortizáció nélküli eredmény

⁵⁶ Wikipédia Letöltés időpontja: 2016. november.21. Hozzáférés (URL):
<https://hu.wikipedia.org/wiki/EBITDA>

⁵⁷ Alapfogalmak[online]. Letöltés időpontja: 2016. november 21. Hozzáférés (URL):
<http://www.magyardmagnas.ro/alapfogalmak/e.html> letöltve:

⁵⁸ Net operating profit less adjusted taxes

(FCF), mely két részre osztható: a tulajdonosi (ECF) és a hitelezői pénzáramok (CFD). A hitelezői pénzáram alapja a hitelállomány változás és az eredménykimutatás fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások sora. A meghatározásnál figyelembe veszem a kamatok adó megtakarító hatását is oly módon, hogy az (1-effektív adó)-val szorzott kamatfizetést használom a levezetésben. Az ehhez kapcsolódó számítások a 5 számú mellékletben szerepelnek.

12. táblázat Szabad Cash Flow eredménykategóriái

Megnevezés	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCF (Forrást biztosítók cash flow-ja)	1 740 898	-2 886 625	3 242 095	4 542 818	4 635 415	604 681
ECF (Tulajdonosi pénzáram)	1 827 565	-2 358 161	2 548 275	1 271 262	2 851 601	732 411
CFD (Hitelezői pénzáram)	- 86 667	- 528 464	693 820	3 271 556	1 783 814	-127 730

forrás: saját szerkesztés a számított eredmények alapján

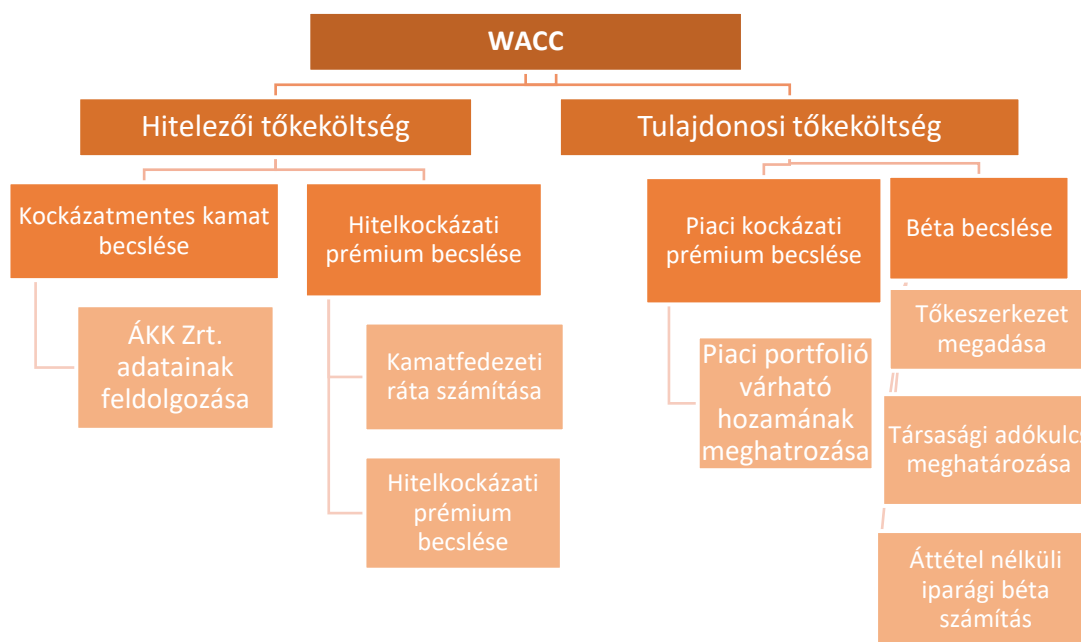
A szabad pénzáramokat vizsgálva megkaptuk az FCF kategóriát (12. táblázat), amely a forrásbiztosítók között szétosztható adózás utáni pénzáramot jelenti. Látható, hogy a 2011. évet kivéve minden évben pozitív eredményt kaptunk, ahol is jelentősen megnövekedett a rövid lejáratú hitelek állománya.

3.4.4 Tőkeköltség számítása

Kritikus elemnek tekinthető a tőkeköltség⁵⁹ számítás, hiszen ennek meghatározása értékelésünk legkomolyabb feladata. A WACC a vállalati átlagos tőkeköltség, ami az idegen források tőkeköltségének és a tulajdonosi tőke költségének súlyozott átlaga (45. ábra).

⁵⁹ Weighted Average Cost Of Capital, későbbiekben WACC

45. ábra A vállalati átlagos tőkeköltés levezetésének lépései



forrás: saját szerkesztés

A tőkeköltés számításához a hitelezői és tulajdonosi elvart hozamot kell becsülni, emellett a marginális adókulcsot is figyelembe kell venni. Számítása a következő:

$$r_{WACC} = \frac{E}{D + E} r_E + \frac{D}{D + E} r_D (1 - t_c)$$

1. képlet Vállalati átlagos tőkeköltés meghatározása

ahol r_E ⁶⁰ tulajdonosi tőkeköltés,

r_D hitelezői tőkeköltés,

t_c pedig a marginális adókulcs.

A hitelezői tőkeköltésre a kockázatmentes kamat és hitelkockázati prémium összegeként tekinthetünk, míg a béta (β) és a piaci kockázat a tulajdonosi tőkeköltés meghatározásának összetevői.⁶¹A tőkeköltés mindkét összetevője (hitelezői és tulajdonosi elvart hozam) esetén szükséges megállapítani a kockázatmentes hozamot, melynek kiszámítására a hosszú lejáratú magyar állampapírhozamokat használom fel. Választásom, azért erre esett, mert az állami háttér miatt tekinthetjük úgy, hogy nincs nem-telejesítési kockázata, a hosszú lejárat miatt nincs kamatkockázata, nincs újra-befektetési kockázata

⁶⁰ r_E :Return on Equity

⁶¹ Aswath DAMODARAN: A befektetések értékelése - Módszerek és eljárások. Budapest: Panem Kft., 2006. ISBN: 978 963 545 455 6

emellett nominális értékű állampapírhozamról van szó.⁶² A kockázatmentes hozam meghatározásában az Államadósság Kezelő Központ Zrt. által megadott zérókupon hozamgörbe volt segítségemre (13. táblázat).

13. táblázat Zérókupon hozamgörbe adatok, 2007-2016

Zérókupon hozamgörbe			Normalizált érték
2016.01.04	0,63%	4,02%	2,33%
2015.01.05	1,62%	4,07%	2,85%
2014.01.02	2,85%	6,73%	4,79%
2013.01.02	5,40%	6,10%	5,75%
2012.01.02	7,43%	10,13%	8,78%
2011.01.05	5,62%	7,90%	6,76%
2010.01.05	6,00%	7,88%	6,94%
2009.01.05	7,41%	9,48%	8,45%
2008.01.04	7,73%	6,73%	7,23%
2007.01.04	8,27%	6,27%	7,27%
Átlag			6,11%

forrás: saját szerkesztés az ÁKK Zrt. honlapján közzétett adatok alapján

10 év időtávra vizsgáltam az adatokat, melynek oka, hogy az olyan értékelések esetében, melyhez szükséges a kockázatmentes hozam ez az időtáv megfelelőnek tekinthető.⁶³

A hitelezői elvárt hozamhoz ezen felül meg kell határozni a hitelkockázati prémiumot (DM) a kamatfedezeti ráta segítségével. A hitelkockázati prémium a nem fizetés kockázata miatt merül fel. A kamatfedezeti rátát a korábbi fejezetpontban kiszámolt EBIT és fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások hányadosaként határoztam meg. A hitelkockázati prémium meghatározásában segítségemre volt Aswath Damodaran honlapján található „*Inputs for synthetic rating estimation*” táblázat, mely a vállalatok hitelkockázati prémiumát adja meg a kamatfedezeti ráta értékhatárok közé sorolásával (6. számú melléklet). Ennek alapján határoztam meg a vizsgált hat évben a DM értékét, melynek segítségével megkapjuk a hitelezői elvárt hozamot az alábbi számítás szerint: $r_D = r_f + DM$

A következő lépés a tulajdonosi tőkeöltség (r_E) meghatározása, melyhez legtöbbször a CAPM modellt alkalmazzák, mely egy „egyfaktoros modell, amely minden befektetés kockázati prémiumát egyetlen tényezőhöz kapcsolt érzékenység, a béta alapján határozza meg.”

⁶² Pálinkó Éva- Szabó Márta: Vállalati pénzügyek. Budapest: Typotex Kiadó, 2006. ISBN: 978 963 966 415 9

⁶³ Aswath DAMODARAN: A befektetések értékelése - Módszerek és eljárások. Budapest: Panem Kft., 2006. ISBN: 978 963 545 455 6

(Pálinkó-Tóth, 2014) A modellnek van kritikái, ami abból fakad, hogy feltételei a valóságot kevésbé tükrözik, de mindezen ellenvetések ellenére a modell felvetéseit elfogadom - és mivel elemzők nagy többsége ezt alkalmazza-, úgy gondolom nem követek el hibát, hogy beépítem az elemzésembe. A *CAPM* alapján a tulajdonosi tőkeköltség kalkulálása a következőképpen történik: ⁶⁴

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

2. képlet Tulajdonosi tőkeköltség

ahol r_m ⁶⁵ a piaci portfólió várható hozama,

MRP ⁶⁶ pedig a piaci kockázati prémium.

A tulajdonosi elvart hozam megállapításához szükségünk lesz a piaci portfólió várható hozamára, melyből kivonva a kockázatmentes hozamot rendelkezésünkre fog állni a piaci kockázati prémium⁶⁷, továbbá szükséges a béta meghatározása is.

A piaci kockázati prémium meghatározásánál az a megoldás kerül alkalmazásra, mely szerint az r_m megállapítása világindeks alapján történik⁶⁸, ennek becslésére az MSCI index Európára kiszámított bruttó éves hozamait átlagoljuk (14. táblázat).

14. táblázat Bruttó éves hozamok (Közép- Európa), 1988-2015

MSCI index (%)							
2015	-2,34	2008	-46,08	2001	-19,64	1994	2,66
2014	-5,68	2007	14,39	2000	-8,14	1993	29,79
2013	25,96	2006	34,36	1999	16,23	1992	-4,25
2012	19,93	2005	9,93	1998	28,91	1991	13,66
2011	-10,5	2004	21,39	1997	24,2	1990	-3,37
2010	4,49	2003	39,14	1996	21,57	1989	29,06
2009	36,81	2002	-18,09	1995	22,13	1988	16,35
Átlag				10,46			

forrás: saját szerkesztés MSCI index adatai alapján

Ez alapján megállapítható, hogy a piaci portfólió várható hozama 10,46%, így a képletbe behelyettesítve a következőt kapjuk:

⁶⁴ Capital Asset Pricing Model

⁶⁵ r_m : Return on Market

⁶⁶ MRP: Market Risk Prémium

⁶⁷ Pálinkó Éva- Szabó Márta: Vállalati pénzügyek. Budapest: Typotex Kiadó, 2006. ISBN: 978 963 966 415 9

⁶⁸ Pálinkó Éva- Szabó Márta: Vállalati pénzügyek. Budapest: Typotex Kiadó, 2006. ISBN: 978 963 966 415 9

$$MRP = r_m - r_f = 10,46 - 6,11 = 4,35\%$$

A béta kiszámítása a következő képlet alapján történik:

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + \frac{(1-t_c)D}{E} \right],$$

3. képlet Béta kiszámítása

ahol β_L az áttételes vállalat saját tőke kockázata, β_U az áttétel nélküli vállalat kockázata. Meghatározásának sajátossága, hogy a kiindulási alapnak a rendelkezésre álló iparági áttétel nélküli bétát vesszük, amit majd korrigálunk a vállalat jellemzőinek megfelelően, így megkapjuk az áttételes vállalat saját tőke kockázatát.⁶⁹

A béta meghatározás első lépése az áttétel nélküli iparági béta számítás, ez az érték szintén Aswath Damodaran honlapjáról összegyűjthető *Levered and Unlevered Betas by Industry* táblázatból. Ahol a szerző adott iparági besorolásokhoz hozzárendel béta értéket. A vállalat tevékenységének besorolásával nem volt gond, hiszen a szerző is meghatározott *Olaj/ Gáz termelés és kutatás* kategóriát. Ez alapján a vállalat áttétel nélküli bétája: 1,63.

Ezt követően a társasági adókulcs tényezőt kell megállapítanunk. Ebben az esetben a vizsgált időszakra vonatkozó effektív adókulcsokat használtam, amelyeket úgy állítottam elő, hogy az adófizetési kötelezettséget osztottam az adózás előtti eredménnyel.

A harmadik paraméter a tőkeszerkezetet megadása, számításának alapja a következő képlet:

$\frac{\text{Saját tőke (D)}}{\text{Idegen tőke (E)}}$. A felhasznált idegen tőke értéket a már kiszámolt gazdasági mérlegből vettem.

A következőkben a β -ra vonatkozó speciális tényezők beépítése is szükséges, ezek közül az első az országgockázat. Jelentősége a pontosabb érték meghatározásban van, hiszen a különböző országokban működő vállalatok tőkeköltségei eltérőek, mely a már említett országgockázatból fakad (15. táblázat).

15. táblázat Country risk premium - Hungary

Országgockázat (CRP)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015
3,0%	3,6%	3,6%	4,1%	4,0%	3,9%

forrás: saját szerkesztés Damodaran honlap- Country risk premium táblázata alapján

⁶⁹ Aswath Damodaran- Estimating Risk Parameters [fájl]. Letöltés időpontja: 2016.11.06. Excel fájl Hozzáférés (URL): <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Mindezt a béta kiszámításához kapcsolódó képletbe a λ tényező segítségével tudjuk beilleszteni. A lambda értékének számítása a következő:

$$\lambda = \frac{\text{Bevételi részesedés az adott országból vállalat}}{\text{Bevételi részesedés az adott országból átlagos vállalat}}$$

4. képlet A vállalat országkockázati mérőszámának kiszámítása

A lambda kiszámolásához szükséges paraméterek a KSH gyorsjelentéseiből származnak, mely segítségével meghatároztam az ipar belföldi értékesítésének nagyságrendjét.

16. táblázat A λ értékeinek meghatározása

λ értékei	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ipar belföldi értékesítés	0,58	0,81	0,45	0,42	0,39	0,36
Rotary Zrt. Belföldi értékesítése	0,99	0,78	0,68	0,58	0,49	0,77
Adott évi λ	1,69	0,97	1,52	1,38	1,25	2,10

forrás: saját szerkesztés a KSH adatai és a Rotary Fúrási Zrt. Beszámolóí alapján

Ezt követően a Rotary Fúrási Zrt. esetében is meghatároztam a belföldi értékesítés arányszámait az eredménykimutatásból vett adatok alapján, majd a kapott adatokat beillesztettem a fenti képletbe. A tulajdonosi elvárt hozamhoz a λ és az országkockázat szorzatát kell hozzáadni hozam prémunként (16. táblázat).

A 17. táblázatban a tőkeköltség levezetésének összefoglalója látható.

17. táblázat Rotary Fúrási Zrt. tőkeköltés számításának adatai, 2010-2015

Tőkeköltés összetevői	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kamatfedezeti ráta	0,00%	29,09%	10,70%	8,56%	5,67%	7,37%
Hitelkockázati prémium (DM)	20,00%	0,75%	1,00%	1,10%	1,75%	1,25%
Kockázatmentes hozam (r_f)	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%
Hitelezői elvárt hozam (r_D)	26,11%	6,86%	7,11%	7,21%	7,86%	7,36%
Piaci kockázati prémium (MRP)	4,35%	4,35%	4,35%	4,35%	4,35%	4,35%
Piaci portfólió várható hozama (r_m)	10,46%	10,46%	10,46%	10,46%	10,46%	10,46%
Béta (β)	4,60	4,69	4,00	3,12	2,96	3,05
Országkockázat (CRP)	3,00%	3,60%	3,60%	4,13%	4,03%	3,92%
λ	1,69	0,97	1,52	1,38	1,25	2,10
Tulajdonosi elvárt hozam (r_E)	31,20%	30,00%	28,99%	25,38%	24,02%	27,61%
E+D	9 736 028	10 930 588	11 474 800	9 807 450	8 436 254	8 599 111
D/E	1,97	2,06	1,59	0,68	0,38	0,41
E/(E+D)	0,34	0,33	0,39	0,59	0,72	0,71
D/(E+D)	0,66	0,67	0,61	0,41	0,28	0,29
1-tc	1,00	1,00	0,87	0,72	0,86	1,02
Tőkeköltés (r_{WACC})	27,82%	14,43%	14,98%	17,16%	19,23%	21,76%

forrás: saját szerkesztés

A vállalat átlagos WACC értéke 19,23% a vizsgált hat év átlagában, mivel minden évben rendelkezik idegen tőkével, ezért ez az átlagos érték lesz a diszkontráta. Tehát a vállalat előre jelzett tőkeköltése 19,23%, amit használni fogok az EVA értékelési modellben.

3.4.5 Értékteremtő tényezők számítása, előrejelzése az EVA (Economic Value Added) modell segítségével

A vállalat értékének kiszámításához a gazdasági profit⁷⁰ módszert használom, mert ahogy a nevében is benne rejlik, a gazdasági hozzáadott értéket adja meg. Ellentétben a többi elemzési lehetőséggel, az EVA módszer bemutatja az értéknövekedés vagy rombolás mértékét az adott üzleti évben. Megmutatja az elvárt hozam felett, illetve a szokásos vállalati tevékenységen túl elérhető hozamot. A modellt alakító paraméterek között megtaláljuk a befektetett tőkét (IC⁷¹), a befektetett tőke jövedelmezőségét (ROIC⁷²) és a már kiszámolt vállalat átlagos tőkeköltését⁷³.

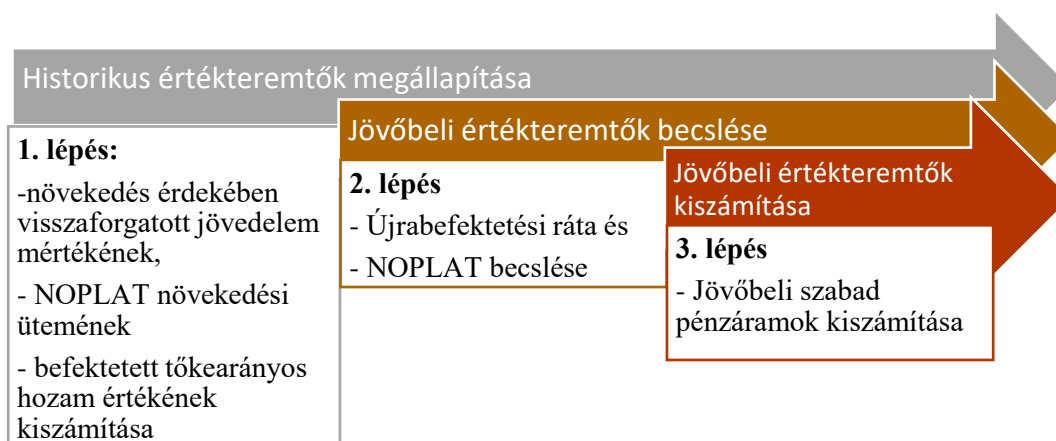
⁷⁰ Economic value added, későbbiekben EVA

⁷¹ Invested Capital

⁷² Return on Invested Capital

⁷³ Pálkó Éva- Szabó Márta: Vállalati pénzügyek. Budapest: Typotex Kiadó, 2006. ISBN: 978 963 966 415 9

46. ábra Értékteremtő tényezők számításának, előrejelzésének folyamata



forrás: saját szerkesztés

Először ki kell számolnunk historikus adatok alapján a múltbeli értékvezérlőket, melyek az előrejelzés bázisadatai lesznek a későbbiekben (46. ábra). Az értékelés alapja a már levezetett FCF kimutatás, ahol meghatároztuk az EBIT és NOPLAT értékeit. Szükségünk van továbbá a növekedés érdekében visszaforgatott jövedelem mértékének (ΔIC), a NOPLAT növekedési ütemének (g), illetve a befektetett tőkearányos hozam (ROIC) meghatározására is.⁷⁴

A fentiek alapján a historikus értékvezérlők a 18. táblázatban szereplő adatoknak megfelelően alakultak.

18. táblázat Értékvezérlők historikus adatok alapján, 2010-2015

Megnevezése	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Befektetett tőke (IC)	9 313 304	10 054 125	10 397 086	8 811 478	8 485 731	9 085 628
ROIC (%)	-0,02	0,13	0,36	0,34	0,28	0,05
k (%)	-4,46	0,27	-0,43	-0,11	0,25	-0,15
Árbevétel	11 658 678	17 611 787	21 665 205	19 594 061	17 282 051	12 850 275
NOPLAT	-166 030	1 264 644	3 703 229	2 967 492	2 387 151	475 783
g (%)		-8,62	1,93	-0,20	-0,20	-0,80
IC éves változása	740 821	342 961	-1 585 608	-325 747	599 897	-72 747
FCF előrejelzés	-906 851	921 683	5 288 837	3 293 239	1 787 254	548 530

forrás: saját szerkesztés

Az IC értékét a gazdasági mérleg segítségével határoztam meg, melyből a tárgyi eszközök, az immateriális javak és a működő tőke értékét vettem figyelembe. Az adatokból már

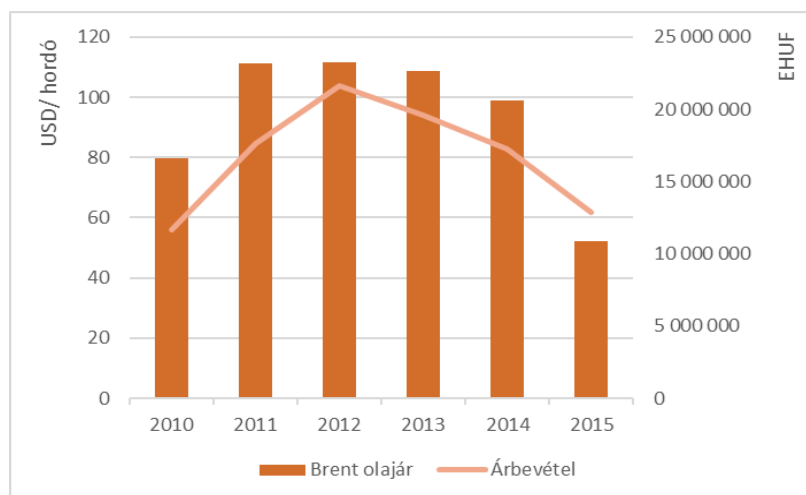
⁷⁴ PÁLINKÓ Éva, TÓTH Tamás: Vállalati pénzügyek Budapest: Typotex Kiadó 2014 Letöltés időpontja: 2016.11.09. Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2011-0023_Vallalati_penzugyek/5055/index.html

számítható a befektetett tőke változása. A NOPLAT értékét a szabad pénzáramok levezetéséből gyűjtöttem ki, és a NOPLAT növekedési üteme ezekből származtatható. Az árbevétel adatok az előrejelzés meghatározásában lesznek fontosak. A ROIC kiszámítható a NOPLAT és IC hányadosaként. A befektetett tőke és NOPLAT esetében is csökkenő tendenciát figyelhetünk meg, ami nehezíti az előrejelzés kimenetelét.

„A jövőbeli értékek meghatározása esetében két mutató előrejelzéséből számítható a fennmaradó értékvezérlők köre. Az újra befektetési ráta és a NOPLAT értékek előre vetítése szükséges ahhoz, hogy így minden - a vállalatérték számításához használt - mutató értéke meghatározható legyen” (Tóth 2012, 35. old.)

A jövőbeni NOPLAT meghatározásánál az árbevétel alakulását vettem figyelembe, melynek oka, hogy egy eredmény jellegű mutatóról beszélünk, és „a bevételek értékének növekedése megbízhatóbb képet mutat, azok előrejelzése jobban közelít a valósághoz - hiszen a számviteli politika, és a számviteli elszámolások hatással bírnak az eredmény jellegű tételekre, míg a bevételekre nem” (Damodaran, 2006, 285.o.). Ez alapján az árbevétel előrejelzéséből számoltam a jövőbeni NOPLAT értékeket.

47. ábra A vizsgált vállalat értékesítés nettó árbevételének és a brenti olajár kapcsolatának bemutatása



forrás: saját szerkesztés

Az árbevétel előrejelzés esetében a már említett *EIA Annual Energy Outlook 2016* kiadványt vettem alapul, és azzal a feltételezéssel éltem, hogy a piacon várhatóan emelkedni fognak az árak, így bevételecsökkenéssel nem, hanem inkább növekedéssel számolok. A vizsgált vállalat árbevételének és az olajárnak kapcsolatát az 47. ábra szemlélteti, ahol is látszik a kettő közötti erős kapcsolat. Így tehát a feltételezésem, mely szerint az árbevétel növekedés várható,

az olajár előrejelzések alapján elfogadható az elemzésben. A Rotary Üzleti jelentésében a 2016 évre vonatkozó árbevétel előrejelzés csökkenést mutat, ezért ezt az értéket még számításba veszem. Ezt követően az óvatos becslés miatt az „Alacsony olajár” scenáriót veszem alapul, amely esetében a 19. táblázat mutatja be az olajár alakulását. Majd a jövőbeli árbevétel növekedést ehhez igazítom.

19. táblázat Brent típusú olajár alakulása "Alacsony olajár" scenárió mellett

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Alacsony olajár</i>	35,23	36,38	36,88	37,6	37,95	39,04	40,09	41,27

forrás: saját szerkesztés Annual Energy Outlook alapján

Ezt követően a jövőbeli NOPLAT-okat kell meghatározni, melynek alapja a NOPLAT/árbevétel hányados a vizsgált években, majd a hányadosok átlagának segítségével jelzem előre, hogy az árbevétel hány százaléka lesz a NOPLAT a következő időszakban (20. táblázat).

20. táblázat NOPLAT/ árbevétel alakulása historikus adatok alapján, 2011-2015

Megnevezés	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Árbevétel	11 658 678	17 611 787	21 665 205	19 594 061	17 282 051	12 850 275
NOPLAT	-166 030	1 264 644	3 703 229	2 967 492	2 387 151	475 783
	-	0,07	0,17	0,15	0,14	0,04

forrás: saját szerkesztés

Az átlagos érték a vizsgált időszakban 11 százalék, mely annyit jelent, hogy az árbevétel 11 százaléka válik működésből származó eredménnyé. Miután meghatároztam a jövőbeli árbevétel alakulását és ezzel együtt a várható EBIT-et is, az újrabefektetési rátára irányul a figyelem. „Az újra befektetési ráta azt fejezi ki, hogy a vállalat mennyi eredményt forgat vissza a jövőbeli növekedés érdekében.” (Damodaran, 2006, 297.old.) A többéves átlagos újrabefektetési ráta kiszámítása a vizsgált vállalat esetében nem célra vezető, mert értéke negatív és a feltételezem az, hogy a jövőben növekedés várható, tehát eredmény visszaforgatásra lehet számítani, még a vállalatok érett korszakában is. Ágazati adatok konkrétan kőolaj termelésre nem álltak rendelkezésre Damodaran honlapján csak az olaj/gáz teljes iparágra. Ez az érték 8,26%, amely mellett kiszámítottam a historikus tőkearányos nyereségek segítségével is a K értéket a vállalatra nézve, mely ebben az esetben 7,34%, ami

közelít az ágazati adathoz, ezért ez kerül be az elemzésbe. Majd ez követően meghatározásra kerültek a jövőbeli értékvezérlők (21. táblázat).

21. táblázat Jövőbeli értékvezérlők alakulása, 2016-2020

	2016	2017	2018	2019	2020
Befektetett tőke (IC)	9 012 881	9 113 535	9 217 475	9 322 844	9 430 270
ROIC	15,22%	15,54%	15,57%	15,70%	15,66%
k	7,34%	7,34%	7,34%	7,34%	7,34%
Árbevétel	12 466 492	12 873 431	13 050 361	13 305 140	13 428 992
NOPLAT	1 371 314	1 416 077	1 435 540	1 463 565	1 477 189
g	188,22%	3,26%	1,37%	1,95%	0,93%
IC éves változása	100 654	103 940	105 369	107 426	108 426
FCF előrejelzés	1 471 969	1 520 018	1 540 908	1 570 991	1 585 615

forrás: saját szerkesztés

Miután rendelkezésemre állt a NOPLAT és az újrabefektetési ráta, a többi értékvezérlő kiszámításához az eddigi számítási módszerben annyi eltérést kellett alkalmazni, hogy a befektetett tőke kiszámítására a következő képlet vonatkozik:

$$\Delta IC = NOPLAT * K$$

5. képlet Befektetett tőke változás

A szabad pénzáramokat a NOPLAT és ΔIC különbségéből származtattam. A fenti számításokkal rendelkezésemre áll minden szükséges tényező a vállalatérték meghatározásához.

3.4.6 A vállalatérték meghatározása

A vállalatérték meghatározásától már csak egy lépés választ el, ez pedig a maradványérték becslése, ami az előrejelzési periódus felosztásának meghatározásához kapcsolódik (48. ábra). A vállalatok esetében meg különböztetünk gyors növekedési (explicit), illetve stabil növekedésű szakaszt (implicit), az utóbbi esetében olyan ütemben tudnak növekedni a vállalatok, ahogy a gazdaság ahol helyett foglalnak.⁷⁵

⁷⁵ PÁLINKÓ Éva, TÓTH Tamás: Vállalati pénzügyek Budapest: Typotex Kiadó 2014 Letöltés időpontja: 2016.11.09. Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2011-0023_Vallalati_penzugyek/5055/index.html 1

48. ábra A maradványérték meghatározásának folyamata

1. Az előrejelzési periódus felosztása explicit és implicit szakaszra

- Módszer: H-modell
- Információforrás: Bruttó hazai termék alakulásának előrejelzése, 2016-2020 (IMF World Economic Outlook)

2. Maradványérték meghatározása

- Módszer: Gordon modell

forrás: saját szerkesztés

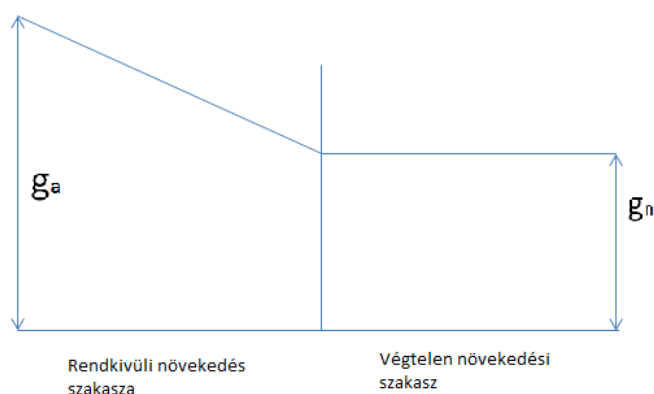
Amikor a vállalat elkezd a stabil növekedési szakaszt, akkor erre az időpontra kell meghatározni a maradványértékét⁷⁶, melyet a Gordon modell örökjáradék képlet segítségével számolhatunk ki. A modell feltételezi, hogy a stabil időszakban a vállalat szabad pénzárama állandó ütemben fog növekedni.

$$TV = \frac{EVA}{WACC - g}$$

6. képlet Gordon modell

A stabil növekedés időszak kezdetét 2020-ra becsültem a H-modell alapján (49. ábra), amely egy olyan két szakaszos növekedési modell, melyet Fuller és Hsia 1984-ben mutatott be.

49. ábra H modell bemutatása



forrás: saját szerkesztés

A modell azon a felvetésen alapul, hogy növekedési ütem lineárisan csökken, majd eléri az implicit szakaszt⁷⁷, amely tapasztalható a vizsgált vállalat esetében is. 2011-től folyamatos,

⁷⁶ TV= termin value

⁷⁷ PÁLINKÓ Éva, TÓTH Tamás: Vállalati pénzügyek Budapest: Typotex Kiadó 2014 Letöltés időpontja: 2016.11.09. Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2011-0023_Vallalati_penzugyek/5055/index.html

váltakozó csökkenést tapasztalhatunk, bár a historikus értékvezérlők esetében ez az egyenetlenség, amit a mutatóban megfigyelhetünk, a folyamatos és új projektek bevezetésével függ össze. 2020-ig érződik ez a fajta változékonyság, majd ezt követően stabil növekedési pályára áll.

22. táblázat Bruttó hazai termék alakulásának előrejelzése, 2016-2020

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bruttó hazai termék	2,3	2,45	2,4	2,2	2,1	2,1

forrás: saját szerkesztés az IMF World Economic Outlook alapján⁷⁸

Mivel a stabil növekedési időszakban a vállalatok növekedési üteme igazodik a gazdaság növekedési üteméhez, ezért a maradványérték meghatározásában az IMF által kiadott Magyarországra vonatkozó előrejelzése volt segítségemre (22. táblázat). Így a vállalatérték megadásához szükséges összes tényező rendelkezésünkre áll (23. táblázat).

23. táblázat Rotary Fúrási Zrt. vállalatértékének meghatározása

Megnevezése	0. év	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Befektetett tőke (IC)	9 085 628	9 012 881	9 113 535	9 217 475	9 322 844	9 430 270
ROIC (%)	0,05	0,15	0,16	0,16	0,16	0,16
k (%)	- 0,15	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
NOPLAT	475 783	1 371 314	1 416 077	1 435 540	1 463 565	1 477 189
g (%)	- 0,80	1,88	0,03	0,01	0,02	0,01
IC éves változása	- 72 747	100 654	103 940	105 369	107 426	108 426
WACC	0,22	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
EVA		- 362 093	- 336 688	- 337 217	- 329 456	- 336 493
TV						- 1 953 792
PV EVA		303 687	187 545	100 406	36 022	950 419
Diszkontált vállalati érték	7 434 802					
Pénzeszközök és működésben részt nem vevő eszközök	191 784					
Vállalatérték	7 626 586					

forrás: saját szerkesztés

A jelenérték számításához a gyors növekedési szakasz EVA értékeit, valamint a stabil növekedési szakasz maradványértékét diszkontáltam a megfelelő hatványkitevővel. Az így megkapott jelenérték összegéhez a 2016. év elejére meghatározott befektetett tőke összegét adjuk hozzá. A két érték együttes összege mutatja meg az értékteremtést, avagy az

⁷⁸

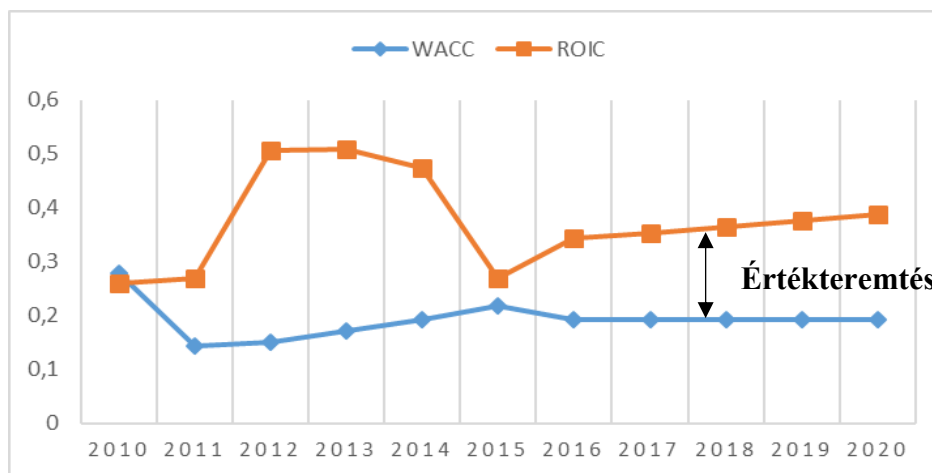
https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weorept.aspx?sy=2016&ey=2021&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=51&pr1.y=9&c=962%2C943%2C964%2C968%2C944%2C942%2C186&s=NGDP_RPCH%2CNGDP&grp=0&a= letöltve: 2016. december 7.

értékrombolást. Ezt követően az összeget korigálni kell még a pénzeszközökkel és működésben részt nem vett eszközök értékével, mert ezeket a tételeket nem vettem bele a működéshez szorosan kapcsolódó eszközök közé. A fentiek alapján a teljes vállalat értéke 2015-ben 7 626 586 Ft.

3.4.7 Az eredmények értékelése

Elemzésemben az EVA modellt használtam fel, mely segít megítélni, hogy a vállalat adott időszakban értéket teremt-e. Ennek megítélésében döntő tényező a ROIC és WACC viszonya, vagyis a működésbe fektetett eszközök hozamát viszonyítja a vállalati átlagos tőke költséghozamhoz. A vállalat számára az a legjobb, ha a ROIC értéke a tőke költséghozam fölött áll, mert ilyenkor értékteremtő periódusról beszélhetünk, fordított esetben pedig értékrombolásról, ami annyit jelent, hogy vállalati működés nem teljesíti a tulajdonosok és hitelezők által elvárt hozamot.

50. ábra A WACC és ROIC kapcsolata a vizsgált vállalat esetében, 2010-2020



forrás: saját szerkesztés

A Rotary Fúrási Zrt. esetében 2011-től értékteremtésről beszélünk a magas ROIC miatt, ami a magas NOPLAT-ból származik (50. ábra). A prognosztizált időszakban is ez a tendencia figyelhető meg. Értékteremtésről beszélünk annak ellenére, hogy a vállalat 2015-ben árbevétel csökkenéssel nézett szembe, amivel párhuzamosan a NOPLAT is csökkent. A jövőbeni kilátások is enyhe növekedési tendenciát mutatnak, a vállalat rendelkezik olyan versenylőnnyel, amely biztosítja számára a folyamatos hozamot az ágazaton belül.

Megállapítható, hogy a negatív iparági környezet ellenére is a vállalat működése az EVA modell alapján megfelelő.

A vállalat értékteremtő mivoltának fenntartása érdekében a menedzsment döntései rendkívül fontosak. Az értékteremtés fenntartásához a következő lehetőségeket kell számításba venni:

- Az átlagos tőkeköltség csökkentése a tőkeszerkezet optimalizálásának segítségével. Ebben az esetben nem a hitelek elvetéséről beszélünk, hanem megfelelő kondíciók választásáról, illetve olyan projektek finanszírozásáról, melyek pozitív megtérüléssel rendelkeznek.
- A NOPLAT növekedési ütemének növelése, melynek érdekében az osztalékfizetés helyett tőke visszaforgatást kell megvalósítani, olyan új, pozitív megtérülésű projektek választásával, amely növeli a vállalat értékét.
- A befektetett tőke megtérülésének növelése szintén elengedhetetlen, melyhez a megfelelő költséggazdálkodást és cash menedzsment járulhat hozzá. Fontos az árbevétel növelése és a vállalatra specifikusan kialakított megfelelő CAPEX alkalmazása.⁷⁹

Fontos megjegyezni, hogy a végeredményt befolyásolhatják az általam tett feltételezések is, mint például az újrabefektetési ráta mértéke. A becslés során a kapott értéket az Egyesült Államokból származó iparági adatokkal hasonlítottam össze, ami az eltérő gazdasági környezet miatt némileg torzíthatja a kapott értéket. Szintén fontos kiemelni, hogy az árbevétel alakulását a jövőbeli olajárhoz kötöttem, amit a múltbeli tendenciák ellenére a vállalat és megrendelői közötti jövőbeli szerződések jelentősen módosíthatják. Ezekről azonban nem áll rendelkezésünkre megfelelő információk, így becslésre tudunk csak hagyatkozni.

3.5 Jövőbeli kilátások

A Rotary Fúrási Zrt. vállalatértékének megállapítása után arra a következtetésre jutottam, hogy a vállalat működése során képes értékteremtésre. A számítás alapját a tőkeköltség, a befektetett tőkével arányos hozam és a befektetett tőke alkották. Az értéknövelés fenntartásához

⁷⁹ RUDNER Richárd: Mi rejlik az értékelési szorzószám mögött? 2014 [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 13. Hozzáférés (URL): <http://imap.dotindot.hu/cegerteklevel/566>

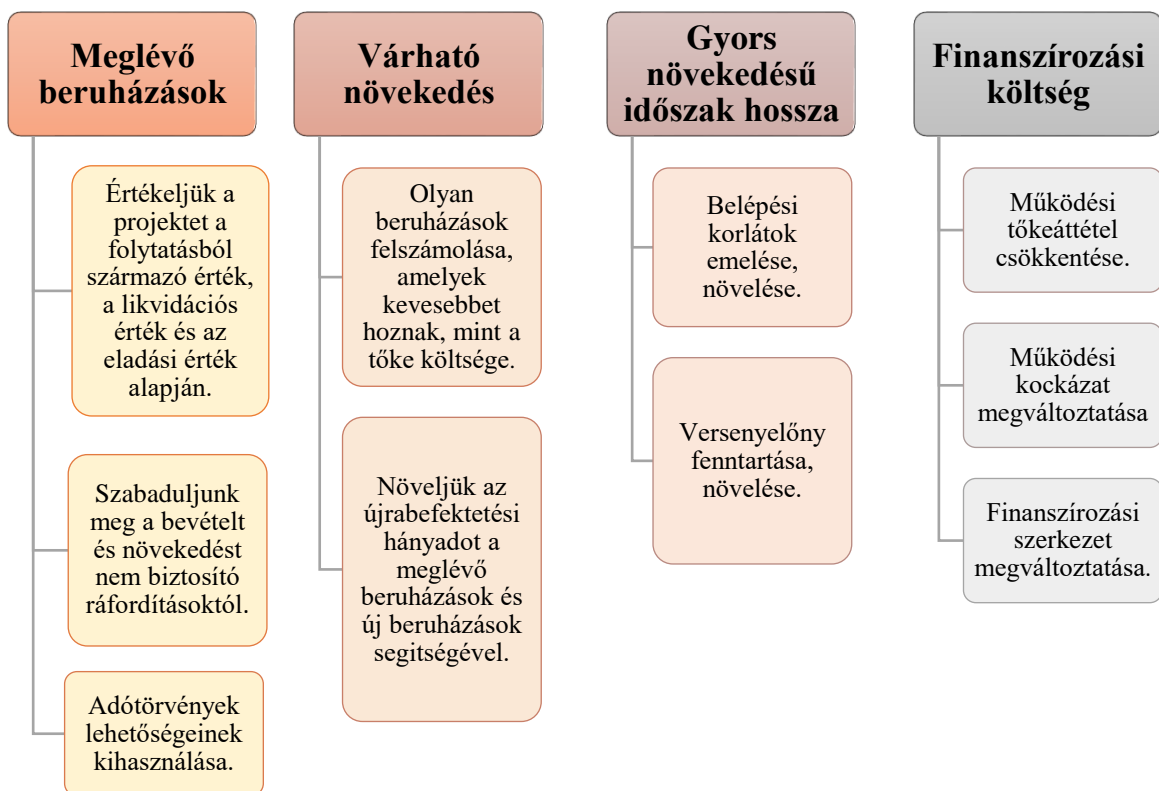
ezen paraméterek megfelelő értékei elengedhetetlenek, az előző fejezetben már említettem az ehhez szükséges lépéseket (51. ábra).

A vállalat értékét tehát növelheti:

- A meglévő beruházások által biztosított pénzáramlások növelésével.
- A várható növekedési ütemének növelésével.
- A gyors növekedésű időszak meghosszabbításával.
- A pénzáramlások diszkontálására használt tőkekölttség csökkentésével.⁸⁰

Ám ezen tényezők növelése a valóságban nem könnyű feladat, a megfelelő jövőbeli működés záloga a helyes stratégia megválasztása. Azon intézkedések, amelyek nem a WACC, ROIC és IC értékét befolyásolják, a vállalatértékre sem lesznek hatással.

51. ábra A vállalatérték növelésének aspektusai



forrás: saját szerkesztés

⁸⁰ DAMODARAN Aswath: A befektetések értékelése - Módszerek és eljárások. Budapest: Panem Kft., 2006. ISBN: 978 963 545 455 6 p.898.old

3.5.1 Meglévő beruházások pénzáramainak növelése

A beruházások kapcsán tett lépéseket ismertetem bővebben, mivel ez a terület a jövőbeli értékteremtés zálogának tekinthető.

Első lépés, hogy a vállalat eszközei között keressük az értéket, melyek a már működési eredményt biztosító megvalósult, illetve jövőbeli beruházások lesznek. Felül kell vizsgálni a jelenlegi és jövőbeli beruházásokat aszerint, hogy van-e köztük olyan tétel, amely kevesebb eredményt biztosít, mint a finanszírozására használt tőke költsége. Megvizsgálva ezen elemeket, három fontos értékmérőre kell fordítanunk a figyelmet, ezek a következők:

- a folytatásból származó érték,
- a likvidációs érték,
- az eladási érték.

A három lehetőséget megvizsgálva kell olyan döntést hoznia a menedzsmentnek, mely elősegíti a vállalat értéknövelését. A három lehetőség értékének kiszámítása segít annak eldöntésben, hogy melyik megoldás a legmagasabb értékű. Ha a folytatásból származó érték a legalacsonyabb, akkor a vállalatnak el kell gondolkodnia a projekt befejezésén. Fontos, hogy figyelembe vegyük azt, hogy akkor is a projekt megszüntetését kell választanunk, ha a projekt folytatása kevesebbet hoz, mint a tőkeköltsége.

Ha a másik két említett opció értéke a nagyobb, akkor azokat kell számításba venni. A likvidálás és eladás értéknövelése a következőképpen számítható:

- *Likvidálás esetén* a várható értéknövekmény = Likvidációs érték - Folytatásból származó érték.
- *Eladás esetén* a várható értéknövekmény = Eladási érték - Folytatásból származó érték.

Az eladás esetében az értéknövelés a következőképpen tud megvalósulni: az, aki eladja a projektet, cserében pénzt kap, melyet piacképes értékpapírba, illetve új projektbe, eszközbe fektethet. Az intézkedésnek mindenképpen hatása van az értékre az újabb befektetések révén.⁸¹

A működési hatékonyság növelése is értéket teremthet. A költség csökkentés lépésének csak akkor van értékteremtő mivolta, ha azok az erőforrások, amiktől megváltunk/megválnunk nem járulnak megfelelően hozzá a jelenlegi működéshez és a jövőbeli értékteremtéshez. Ennek egyik leggyakoribb formája a létszámleépítés.

⁸¹⁻⁸⁴ DAMODARAN Aswath: A befektetések értékelése - Módszerek és eljárások. Budapest: Panem Kft., 2006. ISBN: 978 963 545 455 6 p.899-900.old

3.5.2 Várható növekedési ütem növelése

A jövőbeli várható pénzáramlások magasabbak lesznek, ha az árbevétel növekedési üteme, a megcélzott eredmény hányad vagy a befektetett tőke arányos árbevétel nő, minden más paramétert változatlanul tekintve. Ezt figyelembe véve kell meghatározni adott vállalat értéknövelési láncát.

Át kell gondolni a projektek sikerességét, és csak azokat megtartani, amelyek a jövőben többet hoznak, mint a tőkeköltség. A meglévő tevékenység esetén, illetve olyan új beruházásokat választása szükséges, amely segítségével növelhetjük az újrabefektetési hányadot.

3.5.3 Gyors növekedésű időszak meghosszabbítása

Minden vállalat esetében elérkezik az idő, amikor stabil növekedésű vállalattá válik, és annak a gazdaságnak a növekedési ütemével azonosan tud növekedni, amelyben elhelyezkedik. Ez a szakasz a Rotary Fúrási Zrt. esetében becslésem alapján 2020-ban kezdődik.

Az értékteremtés abban az esetben tud megvalósulni, ha a vállalat beruházásai többelthozamot tudnak generálni. A többelthozamot eredményező tevékenység csábító lehet a versenytársaknak is, de feltételezésünkben létezik belépési korlát a piacra, amely segítségünkre van abban, hogy a versenytársak idő előtt ne eliminálják a többelthozamot. Ebből kifolyólag arra következtethetünk, hogy az értéknövelés egyik alternatívája a belépési korlátok emelése, illetve új belépési korlátok létrehozása.⁸⁴ Vagy másképpen fogalmazva a versenyelőny megfelelő fenntartása is növelheti vállalkozásunk értékét.

Ugyanakkor nem csak a strukturális előnyt kell figyelembe venni, hanem a környezeti adottságokat is, melyek szintén hozzájárulnak a versenyelőnyhöz. Ezen adottságoktól kezdve a technológián át a környezetet befolyásoló kormányzati intézkedésig minden mozgásban van. Így tehát hosszú távú előny a változáshoz és az alkalmazkodáshoz való képesség beépítése vagy erősítése, amely elengedhetetlen, hogy a vállalat továbbra meg tudja őrizni piaci részesedését.

3.5.4 A pénzáramlások diszkontálására használt tőkeköltség csökkentése

„Egy vállalat esetén a tőkeköltség a hitelből és a saját tőkéből történő finanszírozás összetett költsége. Az idő során a kapott pénzáramlásokat a tőkeköltséggel diszkontáljuk a jelenre. A pénzáramlásokat változatlanul tekintve a tőkeköltség csökkentése növelni fogja a vállalatértékét.” (Damodaran, 2006. p. 919)

A tőkeköltség csökkentésére a következő lehetőségek állnak a vállalkozás rendelkezésére:

1. A működési kockázat megváltoztatása, melyet csökkenteni úgy lehet, hogy a vállalat megpróbálja szolgáltatását függetleníteni a vevői igényektől. Ez alacsonyabb tőkeáttétel nélküli bétát és alacsonyabb hitel költséget okoz.
2. A működési tőkeáttétel csökkentése, mely a vállalat fix költségeinek csökkentését jelenti. A rugalmasabb költségszerkezet szintén csökkenti a tőkeáttétel nélküli bétát, a hitel költségeit és növeli az optimális tőkeszerkezetet.
3. A finanszírozási szerkezet megváltoztatása, mely a saját, illetve az idegen tőke arányának módosítását jelenti.

A vizsgált vállalat esetében értéknövelést tártunk fel a vállalatérték meghatározása során. A folyamatot szükséges fenntartani, esetleg tovább növelni azt. A vállalat érdeke az értéknövelés, ám figyelembe kell vennünk, hogy mindez nagy idő ráfordítást igényel és nehéz feladat. Elengedhetetlen hozzá a jól megszervezett és összehangolt munka a vállalati részegységek között, illetve a vállalat specifikus mivolta, mely versenyelőnyt jelent.

4 Összefoglalás, következtetések

Ahogy dolgozatom címében is megjelenik, az olajár változásának hatásait szerettem volna bemutatni egy általam választott, tevékenységében nagyban az olajpiachoz kötődő cég tekintetében.

A világpiacon befolyásoló főbb tendenciákat bemutatva arra kerestem a választ, mely tényezők, milyen módon és milyen mértékben hatnak az olajra. A keresletet és kínálatot alakító legfontosabb tényezőket vettem számba, amelyeket hatásuk alapján hosszú és rövid időtávra soroltam be. Ezek között találhatók átfedések is, amelyek mindkét piaci oldalt befolyásolják, ilyen például a természeti katasztrófák, országok közötti konfliktusok és az új technológiák. Arra a következtetésre jutottam, hogy minden apró változás a vizsgált tényezőkben hatással van az olajpiac árára. Az olajválságok jelentős erővel bírnak a fejlődő és fejlett országok esetében is, ezért a folyamatos megfigyelésnek és preventív kezelésnek rendkívül nagy szerepe van. Az olajexportáló országokat tömörítő OPEC igyekszik ellátni a kőolaj árának világpiacon szabályozását, melyet a kitermelhető mennyiség meghatározásával képes elérni.

Az olajár jövőbeli alakulására eltérő becslések találhatók. Az általam támogatott jövőbeli irányzat esetében arra a feltételezésre támaszkodtam, hogy a kőolaj készletek a következő 50 évben még rendelkezésünkre állnak, illetve az alternatív energiaforrások magas ára miatt a kőolajra, mint energiaforrásra szüksége van és lesz is a világnak. Ebből kifolyólag, és az olajárban megjelenő ciklikusságnak köszönhetően a jövőben várhatóan emelkedni fog az olaj ára.

Az olajpiac keresletének és kínálatának alakulása befolyással van az olajpiac szereplőire is. A hatásokat egy olajpiachoz kötődő cég vállalatértékelése segítségével szemléltettem. A vállalat esetében a főbb gazdálkodásra jellemző mutatók között megfigyelhető kapcsolat az olajár változás ciklikusságával. A Rotary Fúrás Zrt. gazdálkodási adatainak elemzéséből megállapítottam, hogy vagyonának növekedése és a hosszabb távon még kielégítőnek tekinthető pénzügyi helyzete ellenére likviditási pozíciójának alakulására oda kell figyelnie. Az iparági negatív tendenciák hatására csökkenő árbevétele miatt mind a jövedelmezőségi helyzete, mind működésének hatékonysága romlásnak indult.

A vállalat cégértékét az EVA módszerrel határoztam meg, majd arra a következtetésre jutottam, hogy a vállalat értéket teremtett, a historikus adatok és az általam becsült jövőbeli adatok esetében is értékteremtés várható. A modellben - összetett lépéssorozat során

számszerűsített - a befektetett tőkével arányos hozamot (ROIC) és a vállalati tőkeköltséget (WACC) hasonlítjuk össze, és értékteremtést mutathatunk ki, ha a ROIC mutató értéke meghaladja a WACC mutató értékét. A jövőbeli értékvezérlők kiszámításánál és az árbevétel becslésben az IEA olajár előrejelzést vettem alapul és határoztam meg az alakulását.

Megállapítottam, hogy a jelenlegi negatív iparági környezetben is megfelelően működik a vállalat, és rendelkezik olyan versenylőnnyel, amely biztosítja számára a folyamatos hozamot az ágazaton belül.

A vizsgált vállalat értékteremtő mivoltát szükséges a jövőben is fenntartani és növelni. A vállalat értéke belsőleg is befolyásolható, melynek legfontosabb alappillérei:

- A tőkeköltség csökkentése, melynek lényege az idegen és saját tőke arányának egyensúlya. Fontos, hogy törekedjünk az idegen tőkeelemek között a kamatfizetési kötelezettséggel nem járó elemek nagyobb súlyára
- Az eszközök pénzáramlásának növelése. A vállalat új fűróberendezés vásárlásának segítségével igyekszik hatékonyabbá tenni tevékenységét.
- A várható növekedési ütem növelése.
- A növekedési periódus hosszának növelése.

Természetesen az említett eszköztár rengeteg lehetőséget rejt magában, melynek kellő kihasználása ellensúlyozná a negatív piaci hatásokat.

Irodalomjegyzék

Szakirodalom

DAMODARAN Aswath: A befektetések értékelése - Módszerek és eljárások. Budapest: Panem Kft., 2006. ISBN: 978 963 545 455 6

DEÁK Szabolcs: A Porter- féle rombusz-modell főbb gazdasági összefüggései 2000 [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 20. Hozzáférés (URL): <http://www.eco.u-szeged.hu/download.php?docID=39355>

Dr. BARTHA Dénes: Modern vállalati pénzügyek [elektromos dokumentum] Letöltés ideje: 2016. október 20. Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop425/2011_0001_535_MVP/adatok.html

Dr. BOZSIK Sándor, Dr. Fellegi Miklós, Süveges Gábor, Dr. Szemán Judit- Haladó vállalati pénzügyek (2011) [elektromos dokumentum] Letöltés ideje: 2016. október 30. Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop425/0049_10_halado_vallalati_penzugyek/580/index.html

Dr. PUCSEK József Pénzügyi és számviteli kontrolling (2013) [elektromos dokumentum] Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_e7_penzugyi_es_szamviteli_kontrolling_scorm/borito_KoOFVIuT0LWwki2X.html

Dr. SZTANÓ Imre, VERESS Attila Vezetői számvitel (2013) Letöltés időpontja:2016.11.24. Hozzáférés ó (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_a2_1038_1039_1041_bavezetoisza_mvitel/adatok.html

HOVÁNYI Gábor: Globális kihívások- menedzsment válaszok, Budapest: Komplex Kiadó, 2001 ISBN: 978 963 224 624 6
Hozzáférés (URL): <http://www.petroleum.hu/magyolaj.html>

LÖVÉSZ Gábor: OPEC [elektronikus dokumentum]. Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2006. PDF fájl. Hozzáférés (URL): http://elib.kkf.hu/edip/D_12536.pdf

MAROSÁN György: Stratégiai tervezés. Budapest:. Műszaki Könyvkiadó, 2001. ISBN:963 202 911 9

PÁLINKÓ Éva- **SZABÓ** Márta: Vállalati pénzügyek. Budapest: Typotex Kiadó, 2006. ISBN: 978 963 966 415 9

PÁLINKÓ Éva, **TÓTH** Tamás: Vállalati pénzügyek Budapest: Typotex Kiadó 2014 Letöltés időpontja: 2016.11.07. Hozzáférés (URL): http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2011-0023_Vallalati_penzugyek/5054/index.html

PAP Andrea: Egy vállalkozás hatékonyságának vizsgálata [fájl] 2009. szeptember PDF fájl. Hadmérnök folyóirat, IV. évfolyam 3. szám 2009. szeptember. Hozzáférés (URL):http://hadmernok.hu/2009_3_pap.pdf letöltve: 2016. november 24.

RÉKASI Róbert: Egy öntészeti társaság privatizációs értékének elemzése [fájl] OTDK dolgozat 2013. PDF fájl. Hozzáférés (URL):

www.bgf.hu/PSZK/Szervezeti.../tdk/.../Rekasi_Robert%20dolgozat.pdf

ROBERTS Paul: Az olajkorszak vége; Budapest: HVG Kiadó, 2004. ISBN: 963 752 563 7

SOMOGYI Viola, **DÁNIEL** Zoltán András, **RÉDEY** Ákos: Fenntartható gazdaság, Pannon Egyetem, 2012 Letöltés időpontja: 2016. szeptember 20. Hozzáférés (URL):

http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/2010-0012_fenntarthato_gazdasag/adatok.html

SZŐRŐS Krisztina, **KRESALEK** Péter: Üzleti tervezés 2013 [online]. Letöltés időpontja: 2016. október 10. Hozzáférés (URL):

http://www.tankonyvtar.hu/en/tartalom/tamop412A/0007_d1_1075_1077_uzletiterv/a_swot_elenzes_JGReK9C3qqHeUPDS.html

Szakdolgozatok

BACSA Melinda: Az olajipar elemzése a 21. század eseményeinek tükrében az olajárakat befolyásoló tényezők, Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2009. PDF fájl. Hozzáférés (URL):

http://elib.kkf.hu/edip/D_15719.pdf

BÍRÓ Tamás Ernőné: A Rotary Fűrési Rt hitelkérelmi üzleti terve egy hazai diesel elektromos berendezés beszerzésére Szakdolgozat. Berzsenyi Dániel Főiskola- Természettudományi kar, 2004

DEÁK Balázs: A MOL- Csoport szabad pénzáramokon alapuló vállalatértékelési modellje, Szakdolgozat. Budapest BGF-GKZ, 2014. PDF fájl. Hozzáférés (URL):

http://193.6.240.222/konyvtar/uploads/doku_e-konyvtar/digitalis_dolgozatok/dido-2014/11155_de%C3%A1k_bal%C3%A1zs_2014m%C3%A1j_mesterk%C3%A9pz%C3%A9s_publikus.pdf

SZÁSZ Anna: Az olajárak változása a XXI. században [elektronikus dokumentum]. Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2009. PDF fájl. Hozzáférés (URL):

http://elib.kkf.hu/edip/D_14396.pdf

TIMÁR Dorottya: Marketing és az értékesítés kapcsolata a Nestlé Hungária Kft.-ben, [elektronikus dokumentum]. Szakdolgozat. Budapest BGF-KKK, 2009. PDF fájl. Hozzáférés (URL):

http://elib.kkf.hu/edip/D_14662.pdf

TÓTH Ágota Kinga: Közcélú feladatok ellátásának hatása a vállalat értékére, Szakdolgozat 2012. Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar

TÓTH Ágota Kinga: Vállalatértékelés pénzügyi és számviteli nézőpontból, Szakdolgozat 2012. Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar

Szakmai cikkek

CLAYTON ,Blake and **LEVI** Michael A.: Fiscal Breakeven Oil Prices: Uses, Abuses, and Opportunities for Improvement [fájl]. 2015. október PDF fájl. Hozzáférés (URL):<http://www.cfr.org/oil/fiscal-breakeven-oil-prices-uses-abuses-opportunities-improvement/p37275>

ERDŐS Nortti: Magyar fejlesztés, ami rendet vág [online]. Letöltés időpontja: 2016.10.18 Hozzáférés (URL): <http://www.vezess.hu/vezetunk/2013/11/13/magyar-fejleszt-es-ami-rendet-vag/>

KOTÁN Gergely- **LÁSZLÓ** Valéria- **SALI** András: Mennyire fontos az olaj, avagy hatások és visszahatások az olaj és tőkepiac között [fájl]. Hitelintézeti szemle 2007. Hatodik évfolyam 6. szám PDF fájl. Hozzáférés (URL): http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/HSZ6_kotan_laszlo_sali.pdf

LOONEY, R.: Oil Prices and the Iraq War: Market Interpretations of Military Developments, Strategic Insights, [online]. 2003. április PDF fájl. Hozzáférés (URL): http://calhoun.nps.edu/bitstream/handle/10945/25431/Oil_Prices_and_the_Iraq_War_Market_Interpretations_of_Military_Developments.pdf?sequence=1

MATTHIES Klaus: Production cuts to support oil prices, Intereconomics [fájl]. 2001 szeptember/ október PDF fájl. Hozzáférés (URL): <http://archive.intereconomics.eu/downloads/getfile.php?id=180>

Mi lesz veled olajipar? In: Panoráma magazin 2016. február, XII. évfolyam, 2. szám, 2016. február 2. p.10-11

MOHAI V. Lajos: A Hét Nővér és az OPEC, In: Panoráma magazin, 2014. október, XI. évf. 20. sz. p. 18-19.

MOHAI V. Lajos: Mesés állami olajvagyonok, In: Panoráma magazin XI. évfolyam, 2014, november, XI: évf. 11. sz. p. 14-15.

Oil Medium Term Market - Market Analysis and Forecast 2019 [online] Letöltés időpontja: 2016.10.13. Megjelent: EIA honlap 2014. június 18. Hozzáférés (URL): https://www.iea.org/oilmarketreport/2014_06_18_Oslo_MTOMR%202014.pdf

OPEC Monthly Oil Market Report, [online] Letöltés időpontja: 2016.11.28. Megjelent: OPEC honlapján november 11. Hozzáférés (URL): http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/MOMR%20November%202016.pdf

PEAVLER Rosemary: How to do Cost-Volume-Profit Analysis - An Introduction, [online]. Letöltés időpontja: 2016. november 14. Hozzáférés (URL):<https://www.thebalance.com/how-to-do-cost-volume-profit-analysis-an-introduction-393475>

RÓBEL Gábor: A kőolaj világpiacának várható alakulása, [fájl]. MTA Világgazdasági Kutatóintézet Kihívások, 183.szám, 2005. július PDF fájl. Hozzáférés (URL): www.vki.hu/kh/kh-183.pdf

RUDNER Richárd: Mi rejlik az értékelési szorzószám mögött? 2014 [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 13. Hozzáférés (URL): <http://imap.dotindot.hu/cegerteklevel/566>

SIKLÓSI Ágnes: Hatékonysági, jövedelmezőségi vizsgálatok és azok számviteli összefüggései az élelmiszeriparban, [elektronikus dok.]. Doktori (PhD) értekezés, Debreceni Egyetem 2009. Hozzáférés (URL): https://dea.lib.unideb.hu/dea/bitstream/handle/2437/85905/ertekezes_magyar.pdf?sequence=5

SUGÁR András: Változik e a kőolaj szerepe a világgazdaságban és Magyarországon? [fájl]. 2012. június 11. PDF fájl. Hozzáférés (URL): <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/666/1/kg2012n2p79.pdf>

TAKÁCS András: A fundamentális vállalatérték és a tőkepiaci érték viszonya a magyar tőzsdei vállalatoknál [elektronikus dok.]. Doktori (PhD) értekezés, Pécsi Tudományegyetem, 2008. Hozzáférés (URL): http://ktk.pte.hu/sites/default/files/mellekletek/2014/07/Takacs_Andras_disszertacio.pdf

UPADHYAY, Rakesh: How The U.S. Dollar Influences Oil Prices [online]. Letöltés időpontja: 2016. október 20. Megjelent OilPrice honlapon 2016. május 20. Hozzáférés (URL): <http://oilprice.com/Energy/Energy-General/How-The-US-Dollar-Influences-Oil-Prices.html>

VARGHA Péter Simon és **POGONYI** Csaba Az olajkorszak: vége (de még nem azonnal!) [online]. Letöltés időpontja: 2016. november 16. Megjelent Guruló Hordó Blog 2016.05.25. Hozzáférés (URL): http://gurulohordo.blog.hu/2016/05/25/olajkorszak_vege_de_meg_nem_azonnal

Internetes források

ANDRICS Dóra: A technológia harca az olajipari monstrumokkal, avagy mikorra várható az innováció rombolása?, [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 18. Megjelent: Gurulóhordó blog 2016. december 18. Hozzáférés (URL): http://gurulohordo.blog.hu/2016/11/18/a_technologia_harca_az_olajipari_monstrumokkal_avagy_mikorra_varhato_az_innovacio_rombolasa

A magyar olajipar története [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 7. Megjelent: Magyar Ásványolaj Szövetség honlapja 2016.07.27.

Alapfogalmak [online]. Letöltés időpontja: 2016. november 21. Hozzáférés (URL): <http://www.magyarmagnas.ro/alapfogalmak/e.html>

Az olaj piacát befolyásoló tényezők a kuvaiti sztrájtól az amerikai termelőig [online]. Letöltés időpontja 2016. október 06. Megjelent: Elemzőközpont honlap 2016. április 21.

Hozzáférés (URL): <http://www.elemzeskozpont.hu/az-olaj-piacat-befolyasolo-tenyezok-kuvaiti-sztrajktol-az>

Az olajosok és a falu [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 7. Megjelent Sulinet honlapján. Hozzáférés (URL):

http://www.sulinet.hu/oroksegtar/data/telepulesek_ertekei/100_falu/Lovaszi/pages/009_az_olajosok_es_a_falu.htm

COOK Troy, **PERRIN** Jack: Hydraulic fracturing accounts for about half of current U.S. crude oil production [online]. Letöltés időpontja: 2016. október 3. Megjelent: EIA honlap 2016. március 15. Hozzáférés (URL):<http://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=25372>

DAMODARAN online, Hozzáférés (URL): <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

IEA: India húzza az olajkereslet növekedését [online]. Letöltés: 2016. november 16. Megjelent: NRG report honlapja 2016. április 14.. Hozzáférés (URL):

<http://nrgreport.com/cikk/2016/04/14/iea-india-miatt-no-csak-az-olajkereslet>

FELDSTEIN Martion: The dollar hits an oil slick [online]. Letöltés: 2016. november 8. Megjelent: Project Syndicate honlap 2008. május 23. Hozzáférés (URL): <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-dollar-hits-an-oil-slick>

HORVÁTH Ágnes, **ANDRICS** Dóra: Csoda történt? Az OPEC mindenkit meglepett, [online]. Letöltés időpontja: 2016. december 18. Megjelent: Gurulóhordó blog 2016. december 01. Hozzáférés (URL):

http://gurulohordo.blog.hu/2016/12/01/csoda_tortent_az_opec_mindenkit_meglepett#more12015172

JONES, Oil: Why Oil price fluctuate? [online]. Letöltés időpontja: 2016. szeptember 15. Megjelent Jones Oil honlapján 2016. május 9. Hozzáférés (URL): <http://www.jonesoil.ie/blog/why-oil-prices-fluctuate/>

KOWALSKI Charles : How the Dollar Impacts Commodity Prices [online]. Letöltés időpontja: 2016. október 25. Megjelent The Balance honlapon 2016. szeptember 10. Hozzáférés (URL): <https://www.thebalance.com/how-the-dollar-impacts-commodity-prices-809294>

KRISTOPHER Gordon: Why is the breakeven price of crude oil so important? [online]. Letöltés időpontja: 2016. szeptember 20. Hozzáférés (URL):<http://marketrealist.com/2015/01/important-know-crude-oil-extraction-process/>

Megegyeztek az olajtermelők, nőhet a benzin ára, [online]. Letöltés időpontja: 2017. január 09. Hozzáférés:http://hvg.hu/gazdasag/20161130_Megegyeztek_az_olajtermelok_nohet_a_benzin_ara

SRÁGLI Lajos: 1937: a felfedezés éve [fájl]. Letöltés időpontja: 2016. december 8. ODF fájl Hozzáférés (URL):

<http://www.olajmuzeum.hu/uploads/File/A%20felfedezes%20eve%201937.pdf>

U.S. Energy Information Administration: Annual Energy Outlook, 2016 [fájl]. 2016. augusztus PDF fájl. Hozzáférés (URL): [https://www.eia.gov/forecasts/aeo/pdf/0383\(2016\).pdf](https://www.eia.gov/forecasts/aeo/pdf/0383(2016).pdf)

UDVARDI Géza: Emlékezés a 30 évvel ezelőtt létrehozott Kőolaj- és Földgázbányászati Vállalatra, a kiskunhalasi kőolaj- és földgázipari létesítményre [fájl]. Magyar Olajipari Múzeum Adattára Leltári szám: Ad. 1682-2009 PDF fájl. Hozzáférés (URL): <http://www.olajmuzeum.hu/uploads/File/Udvardi%20Geza.pdf>

Wikipédia Letöltés időpontja: 2016. november.21. Hozzáférés (URL): <https://hu.wikipedia.org/wiki/EBITDA>

Zérókupon hozamgörbe adatok, [online] Letöltés időpontja 2016. október 26. Megjelent: ÁKK Zrt. honlap, Hozzáférés (URL):

<http://www.akk.hu/hu/statisztika/hozamok-indexek-forgalmi-adatok/zerokupon-hozamgorbe>

Vállalati dokumentumok

Beszámoló (2008-2015): Rotary Fúrási Zrt. beszámolója, vállalati dokumentum

Üzleti jelentés (2008-2015): Rotary Fúrási Zrt. üzleti jelentése, vállalati dokumentum

Ábrajegyzék

1. ábra OPEC tagjai 2016-ban.....	3
2. ábra OPEC kormányok fiskális rendszere.....	4
3. ábra Az olaj hordónkénti előállítási költsége	6
4. ábra Nyersolaj árak 2015. november-2016. szeptember között.....	7
5. ábra Brent-i olajár alakulása az elmúlt 15 évben	8
6. ábra A brent-i olajár alakulása 2014 és 2016 között.....	10
7. ábra Olaj kereslet/kínálat egyenleg alakulása (millió hordó/nap).....	10
8. ábra Kínálatra ható tényezők.....	12
9. ábra A világ ismert kőolajtartalékainak megoszlása az OPEC országok részletezésében 2015-ben.....	13
10. ábra A világ olaj kínálata 2013-2016 között.....	13
11. ábra A teljes kőolaj és egyéb származékok termelése 2015-ben	14
12. ábra Az Amerikai Egyesült Államok olajtermelése 2000-2015 között.....	15
13. ábra A top 6 kőolajtermelő ország termelése az elmúlt 35 évben.....	16
14. ábra Olaj és gázkitermelés megoszlása 2015-ben.....	17
15. ábra Olajtartalékok mennyisége 2006-2015 között.....	18
16. ábra Az olaj keresletét befolyásoló tényezők csoportosítása	19
17. ábra A világgazdaság növekedési üteme, 2007-2016 (%)	20
18. ábra Kína növekedési üteme, 2001-2016 (%).....	20
19. ábra Elektromos vagy benzines autó összehasonlítása az olajár és akkumulátor árak függvényében	21
20. ábra A világ olajkeresletének alakulása, 2010-2019.....	22
21. ábra Kereslet alakulása 2013. május – 2016. március között	22
22. ábra A nyers olajár és USD árfolyam közötti összefüggés az elmúlt 12 évben.....	24
23. ábra Olaj iránti kereslet növekedés - átlagos éves növekedés.....	26
24. ábra Brent-i nyersolaj spot ár előrejelzése	26
25. ábra Nyersanyagár változások 2014-2016 között	27
26. ábra A Brent nyersolaj ára 2016. október és 2016. december között	29
27. ábra A Kőolaj és Földbányászati Vállalat létrejöttének folyamata.....	31
28. ábra Bakrman-1, R-68 berendezés Irakban.....	32
29. ábra Rotary Fúrási Zrt. elhelyezkedése a MOL Group-ban	33
30. ábra Foglalkoztatottak számának alakulása 2010-2015 között.....	33

31. ábra A vállalat SWOT elemzése	34
32. ábra A SWOT analízissel azonosított gyengeségek és veszélyek kezelésére vonatkozó javasolt válaszingyintézkedések	35
33. ábra Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból és a Kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben mérlegtételek alakulása, 2009-2015.....	36
34. ábra Értékesítés nettó árbevételének partnerenkénti megoszlása 2015 évben	37
35. ábra Követelések áruszállításból és szolgáltatásból és a Követelések kapcsolt vállalkozással szemben mérlegtételek alakulása, 2009-2015.....	37
36. ábra A vállalati érték meghatározásának módszerei	38
37. ábra Az EVA modell segítségével meghatározható értékteremtő/értékromboló periódus szemléltetése.....	39
38. ábra A vállalati érték (EVA) meghatározásának szemléltetése	41
39. ábra Az elemzés során felhasznált információforrások.....	41
40. ábra Múltbéli gazdálkodás elemzésének lépései	42
41. ábra Az egyes mérleg sorok bemutatása 2008-2015 között.....	43
42. ábra Rotary Fúrási Zrt. egyes mérlegfőösszeghez viszonyított aránymutatói 2010-2015 között.....	43
43. ábra Hozammutatók alakulása, 2010-2015	46
44. ábra Az FCF levezetése során alkalmazott lépések	49
45. ábra A vállalati átlagos tőkeköltség levezetésének lépései	52
46. ábra Értékteremtő tényezők számításának, előrejelzésének folyamata.....	58
47. ábra A vizsgált vállalat értékesítés nettó árbevételének és a brenti olajár kapcsolatának bemutatása	59
48. ábra A maradványérték meghatározásának folyamata.....	62
49. ábra H modell bemutatása	62
50. ábra A WACC és ROIC kapcsolata a vizsgált vállalat esetében, 2010-2020	64
51. ábra A vállalatérték növelésének aspektusai	66

Táblázatjegyzék

1. táblázat	„Költségvetési fedezeti” olajár, 2006-2015.....	5
2. táblázat	Az infláció alakulása az Európai Unióban, 2010-2015	11
3. táblázat	A világ legnagyobb olajvállalkozásai.....	17
4. táblázat	A világ növekedési üteme és felülvizsgálata, 2016-2017 (%)	28
5. táblázat	A MAORT fúrasi- és kőolaj termelési adatai.....	30
6. táblázat	Pénzügyi helyzet elemzésének mutatói, 2010-2015.....	44
7. táblázat	Jövedelmezőség vizsgálatának mutatói, 2010-2015.....	45
8. táblázat	Hozammutatók alakulása, 2010-2015	46
9. táblázat	Hatékonysági mutatók, 2010-2015.....	47
10. táblázat	Az FCF levezetésének sémája	48
11. táblázat	NOPLAT levezetése	50
12. táblázat	Szabad Cash Flow eredménykategóriái.....	51
13. táblázat	Zérókupon hozamgörbe adatok, 2007-2016.....	53
14. táblázat	Bruttó éves hozamok (Közép- Európa), 1988-2015.....	54
15. táblázat	Country risk premium - Hungary	55
16. táblázat	A λ értékeinek meghatározása	56
17. táblázat	Rotary Fúrasi Zrt. tőkeköltség számításának adatai, 2010-2015.....	57
18. táblázat	Értékvezérlők historikus adatok alapján, 2010-2015	58
19. táblázat	Brent típusú olajár alakulása "Alacsony olajár" scenárió mellett.....	60
20. táblázat	NOPLAT/ árbevétel alakulása historikus adatok alapján, 2011-2015	60
21. táblázat	Jövőbeli értékvezérlők alakulása, 2016-2020.....	61
22. táblázat	Bruttó hazai termék alakulásának előrejelzése, 2016-2020.....	63
23. táblázat	Rotary Fúrasi Zrt. vállalatértékének meghatározása	63

Mellékletek jegyzéke és mellékletek

1. melléklet Számviteli mérleg- Eszközök	82
2. melléklet Számviteli mérleg- Források.....	83
3. melléklet Számviteli mérleg- Források.....	84
4. melléklet Gazdasági mérleg- Forrás oldal	85
5. melléklet FCF levezetése.....	86
6. melléklet Inputs for synthetic rating estimation	87

1. melléklet Számviteli mérleg- Eszközök

Számviteli MÉRLEG (adatok E Ft-ban)								
A tétel megnevezése	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BEFEKTETETT ESZKÖZÖK	10 024 129	8 405 126	8 234 641	8 158 133	7 559 939	7 126 084	7 162 103	8 252 839
IMMATERIÁLIS JAVAK	106 493	120 598	100 137	77 699	36 124	36 790	39 518	25 085
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	-	-	19 055	17 000	12 915	8 830	4 745	660
Vagyoni értékű jogok	106 456	120 598	81 082	60 699	23 209	27 960	34 339	24 425
Szellemi termékek	37	-	-	-	-	-	434	-
TÁRGYI ESZKÖZÖK	9 900 460	8 271 318	8 116 869	8 068 737	7 487 923	7 085 096	7 117 045	8 223 414
Ingatlanok és a kapcsolódó vagyoni értékű jogok	432 003	348 782	424 809	401 724	398 746	381 094	364 763	368 842
Műszaki berendezések, gépek, járművek	9 402 763	7 820 575	7 362 664	6 616 860	6 858 313	6 032 290	5 239 687	7 404 537
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	4 368	3 801	8 257	5 840	5 343	4 371	3 255	3 521
Beruházások, felújítások	45 681	98 160	225 963	1 044 313	225 521	667 341	1 509 340	446 514
Beruházásokra adott előleg	15 645	-	95 176					
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	17 176	13 210	17 635	11 697	35 892	4 198	5 540	4 340
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	273	2 730	273	273	273	273	273	273
Egyéb tartósan adott kölcsön	16 903	12 937	17 362	11 424	35 619	3 925	5 267	4 067
FORGÓESZKÖZÖK	5 632 574	5 545 426	5 157 171	6 549 290	6 646 413	7 163 337	4 515 959	2 956 999
KÉSZLETEK	727 485	656 452	912 335	900 136	1 004 080	790 454	627 572	647 601
Anyagok	660 645	641 058	744 522	865 703	892 739	705 846	626 317	644 700
Befejezetlen termelés és félkész termékek	64 269	14 601	167 756	25 752	110 298	84 597	-	-
Áruk	24	793	57	11	11	11	11	2 378
Készletre adott előlegek	2 547	-	-	8 670	1 032	-	1 244	523
KÖVETELÉSEK	4 503 179	2 817 295	3 731 825	4 697 408	4 193 135	4 041 453	3 225 359	2 121 954
Követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	4 277 840	731 834	624 209	704 614	677 221	584 981	262 163	112 097
Követelések kapcsolt vállalkozással szemben	-	1 863 399	2 741 231	3 488 372	3 342 323	3 182 177	2 529 545	1 256 795
Egyéb követelések	225 339	222 062	366 385	504 422	173 591	274 295	433 651	753 062
ÉRTÉKPAPÍROK	-	-	1 000	1 000	-	-	-	-
Forgatási célú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok	-	-	1 000	1 000	-	-	-	-
PÉNZESZKÖZÖK	401 910	2 071 679	512 011	950 746	1 449 198	2 331 430	663 028	187 444
Pénztár, csekkek	2 222	279	249	6 177	7 982	4 937	15 519	15 420
Bankbetétek	399 688	2 071 400	511 762	944 569	1 441 216	2 326 493	647 509	172 024
AKTÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK	31 480	30 739	27 676	29 301	248 591	5 823	19 011	144 622
Bevételek aktív időbeli elhatárolása	-	-	5 706	3 977	217 001	92	4 102	143 315
Költségek, ráfordítások aktív időbeli elhatárolása	31 480	27 815	21 970	25 324	31 590	5 731	14 909	1 307
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	15668183	13981291	13 419 488	14 736 724	14 454 943	14 295 244	11 697 073	11 354 460

2. melléklet Számviteli mérleg- Források

SAJÁT TŐKE	3 042 603	3 725 218	3 275 704	3 573 962	4 435 453	5 824 147	6 101 147	6 101 147
JEGYZETT TŐKE	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072
JEGYZETT, DE MÉG BE NEM FIZETETT TŐKE (-)	-	-	-	-	-	-	-	-
TŐKETARTALÉK	1 241 297	1 241 297	1 359 327	1 359 327	1 359 327	1 359 327	1 359 328	1 359 328
EREDMÉNYTARTALÉK	-	763 234	1 208 201	861 305	1 163 648	2 029 224	1 800 340	3 497 936
LEKÖTÖTT TARTALÉK	-	-	19 055	17 000	12 915	8 830	4 745	205 811
ÉRTÉKELÉSI TARTALÉK	-	-	-	-	-	-	-	-
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	763 231	682 615	- 348 951	298 258	861 491	1 388 694	1 898 662	417 613
CÉLTARTALÉKOK	1 672	8 372	106 922	85 980	407 376	1 339 656	718 045	678 301
Céltartalék a várható kötelezettségekre	-	6 909	105 459	46 307	398 555	1 338 656	717 045	677 301
Céltartalék a jövőbeni költségekre	1 672	1 463	1 463	39 673	8 821	1 000	1 000	1 000
KÖTELEZETTSÉGEK	11 754 634	9 229 039	9 409 316	10 308 543	9 238 411	6 608 796	4 161 349	3 913 079
HÁTRASOROLT KÖTELEZETTSÉGEK	1 136	1 136	-	-	-	-	-	-
HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	5 849 276	3 463 502	393 749	1 260 424	3 857 783	2 239 694	229 978	-
Beruházási és fejlesztési hitelek	4 816 634	3 463 502	-	1 191 006	1 888 000	1 134 000	-	-
Egyéb hosszú lejáratú hitelek	1 032 642	-	354 003	49 500	1 960 359	1 105 694	229 978	-
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	-	-	39 746	19 918	9 424	-	-	-
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	5 904 222	5 764 401	9 015 567	9 048 119	5 380 628	4 369 102	3 931 371	3 913 079
Rövid lejáratú hitelek	2 580 802	3 402 263	5 160 179	1 729 903	1 581 698	1 561 992	1 392 824	1 950 786
Vevőktől kapott előleg	6 000	-	262 313	-	-	-	-	-
Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	2 625 225	1 005 930	2 028 176	2 223 973	1 502 152	1 915 580	1 167 297	962 124
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	48 232	985 460	946 142	4 386 217	1 609 290	181 617	712 305	547 178
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	643 963	370 748	618 757	708 026	687 488	709 913	658 945	452 991
PASSZÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK	889 274	1 018 662	627 546	768 239	373 703	522 645	716 532	661 933
Bevételek passzív időbeli elhatárolása	99 293	164 598	-	-	67 543	51 761	-	-
Költségek, ráfordítások passzív időbeli elhatárolása	707 159	430 297	296 142	523 125	169 073	314 329	602 734	571 816
Halasztott bevételek	82 822	423 767	331 404	245 114	137 087	156 555	113 798	90 117
FORRÁSOK ÖSSZESEN	15 688 183	13 981 291	13 419 488	14 736 724	14 454 943	14 295 244	11 697 073	11 354 460

3. melléklet Számviteli mérleg- Források

Gazdasági mérleg (átalakított mérleg) (adatok E Ft-ban)								
A tétel megnevezése	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BEFEKTETETT ESZKÖZÖK	10 024 129	8 405 126	8 234 641	8 158 133	7 559 939	7 126 084	7 162 103	8 252 839
IMMATERIÁLIS JAVAK	106 493	120 598	100 137	77 699	36 124	36 790	39 518	25 085
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	-	-	19 055	17 000	12 915	8 830	4 745	660
Vagyoni értékű jogok	106 456	120 598	81 082	60 699	23 209	27 960	34 339	24 425
Szellemi termékek	37	-	-	-	-	-	434	-
TÁRGYI ESZKÖZÖK	9 900 460	8 271 318	8 116 869	8 068 737	7 487 923	7 085 096	7 117 045	8 223 414
Ingatlanok és a kapcsolódó vagyoni értékű jogok	432 003	348 782	424 809	401 724	398 746	381 094	364 763	368 842
Műszaki berendezések, gépek, járművek	9 402 763	7 820 575	7 362 664	6 616 860	6 858 313	6 032 290	5 239 687	7 404 537
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	4 368	3 801	8 257	5 840	5 343	4 371	3 255	3 521
Beruházások, felújítások	45 681	98 160	225 963	1 044 313	225 521	667 341	1 509 340	446 514
Beruházásokra adott előleg	15 645	-	95 176					
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	17 176	13 210	17 635	11 697	35 892	4 198	5 540	4 340
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	273	2 730	273	273	273	273	273	273
Egyéb tartósan adott kölcsön	16 903	12 937	17 362	11 424	35 619	3 925	5 267	4 067
MŰKÖDŐ TŐKE (non cash working capital)	1 097 682	1 109 146	1 096 298	1 907 689	2 873 039	1 689 592	1 329 168	837 129
PÉNZESZKÖZÖK	401 910	2 071 679	512 011	950 746	1 449 198	2 331 430	663 028	187 444
Pénztár, csékek	2 222	279	249	6 177	7 982	4 937	15 519	15 420
Bankbetétek	399 688	2 071 400	511 762	944 569	1 441 216	2 326 493	647 509	172 024
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	11 523 721	11 585 951	9 842 950	11 016 568	11 882 176	11 147 106	9 154 299	9 277 412

4. melléklet Gazdasági mérleg- Forrás oldal

SAJÁT TŐKE	3 042 603	3 725 218	3 275 704	3 573 962	4 435 453	5 824 147	6 101 147	6 101 147
JEGYZETT TŐKE	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072	1 038 072
JEGYZETT, DE MÉG BE NEM FIZETETT TŐKE (-)	-	-	-	-	-	-	-	-
TŐKETARTALÉK	1 241 297	1 241 297	1 359 327	1 359 327	1 359 327	1 359 327	1 359 328	1 359 328
EREDMÉNYTARTALÉK	-	763 234	1 208 201	861 305	1 163 648	2 029 224	1 800 340	3 497 936
LEKÖTÖTT TARTALÉK	-	-	19 055	17 000	12 915	8 830	4 745	205 811
ÉRTÉKELÉSI TARTALÉK	-	-	-	-	-	-	-	-
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	763 231	682 615	- 348 951	298 258	861 491	1 388 694	1 898 662	417 613
CÉLTARTALÉKOK	1 672	8 372	106 922	85 980	407 376	1 339 656	718 045	678 301
Céltartalék a várható kötelezettségekre	-	6 909	105 459	46 307	398 555	1 338 656	717 045	677 301
Céltartalék a jövőbeni költségekre	1 672	1 463	1 463	39 673	8 821	1 000	1 000	1 000
Idegen tőke	8 479 446	7 852 361	6 460 324	7 356 626	7 039 347	3 983 303	2 335 107	2 497 964
HÁTRASOROLT KÖTELEZETTSÉGEK	1 136	1 136	-	-	-	-	-	-
HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	5 849 276	3 463 502	354 003	1 240 506	3 848 359	2 239 694	229 978	-
Beruházási és fejlesztési hitelek	4 816 634	3 463 502	-	1 191 006	1 888 000	1 134 000	-	-
Egyéb hosszú lejáratú hitelek	1 032 642	-	354 003	49 500	1 960 359	1 105 694	229 978	-
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	2 629 034	4 387 723	6 106 321	6 116 120	3 190 988	1 743 609	2 105 129	2 497 964
Rövid lejáratú hitelek	2 580 802	3 402 263	5 160 179	1 729 903	1 581 698	1 561 992	1 392 824	1 950 786
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	48 232	985 460	946 142	4 386 217	1 609 290	181 617	712 305	547 178
FORRÁSOK ÖSSZESEN	11 523 721	11 585 951	9 842 950	11 016 568	11 882 176	11 147 106	9 154 299	9 277 412

5. melléklet FCF levezetése

FCF levezetése 2008-2015 között								
<i>A tétel megnevezése</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Árbevétel	18 372 114	17 948 805	11 658 678	17 611 787	21 665 205	19 594 061	17 282 051	12 850 275
Működési költségek (amortizáció nélkül)	15 761 831	14 047 734	10 295 543	13 867 742	15 895 914	14 279 646	12 998 599	11 122 914
Működéshez kapcsolt pénzügyi hatások	101 675	- 220 848	- 102 581	- 489 067	333 974	- 20 922	1 786	- 90 350
EBITDA	2 711 958	3 680 223	1 260 554	3 254 978	6 103 265	5 293 493	4 285 238	1 637 011
Amortizáció	1 372 882	2 109 938	1 426 584	1 990 334	2 035 201	1 772 890	1 494 482	1 168 540
EBIT	1 339 076	1 570 285	- 166 030	1 264 644	4 068 064	3 520 603	2 790 756	468 471
EBIT-re eső adó	34 262	36 183	-	-	364 835	553 111	403 605	- 7 312
NOPLAT	1 304 814	1 534 102	- 166 030	1 264 644	3 703 229	2 967 492	2 387 151	475 783
Befektetési Cash Flow	- 2 984 709	2 425 034	1 906 928	- 4 151 269	- 461 134	1 575 326	2 248 264	128 898
FCF (Forrást biztosítók cash flow-ja)	-1 679 895	3 959 136	1 740 898	- 2 886 625	3 242 095	4 542 818	4 635 415	604 681
Hitel állomány változás	8 479 446	7 852 361	367 788	896 302	- 317 279	- 3 056 044	- 1 648 196	162 857
Adózás utáni kamatkiadás	413 877	410 496	281 121	367 838	376 541	215 512	135 618	35 127
ECF (Tulajdonosi pénzáram)	6 385 674	11 401 001	1 827 565	- 2 358 161	2 548 275	1 271 262	2 851 601	732 411
CFD (Hitelezői pénzáram)	-8 065 569	- 7 441 865	- 86 667	- 528 464	693 820	3 271 556	1 783 814	- 127 730

6. melléklet Inputs for synthetic rating estimation

For smaller and riskier firms			
<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D2/D	20,00%
0,5	0,799999	C2/C	16,00%
0,8	1,249999	Ca2/CC	12,00%
1,25	1,499999	Caa/CCC	9,00%
1,5	1,999999	B3/B-	7,50%
2	2,499999	B2/B	6,50%
2,5	2,999999	B1/B+	5,50%
3	3,499999	Ba2/BB	4,25%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	3,25%
4	4,499999	Baa2/BBB	2,25%
4,5	5,999999	A3/A-	1,75%
6	7,499999	A2/A	1,25%
7,5	9,499999	A1/A+	1,10%
9,5	12,499999	Aa2/AA	1,00%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,75%



BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM
ALKALMAZOTT TUDOMÁNYOK EGYETEME

BGE

GAZDÁLKODÁSI KAR ZALAEGRSZEG

SZERZŐI NYILATKOZAT

Alulírott, Szmodics Katinka Anikó büntetőjogi felelősségem tudatában nyilatkozom, hogy a szakdolgozatomban foglalt tények és adatok a valóságnak megfelelnek, és az abban leírtak a saját, önálló munkám eredményei.

A szakdolgozatban felhasznált adatokat a szerzői jogvédelem figyelembevételével alkalmaztam.

Ezen szakdolgozat semmilyen része nem került felhasználásra korábban oktatási intézmény más képzésén diplomaszerezés során.

Zalaegerszeg, 2017. január 13.

Szmodics Katinka Anikó s.k.

hallgató aláírása

ÖSSZEFOGLALÁS

A Rotary Fúrási Zrt. vállalatértékelése az olajár változás tükrében

Szmodics Katinka Anikó
(Pénzügy mesterszak- Vállalati pénzügyek szakirány)

Szakedolgozatom téma választásánál elsősorban azt volt a célom, hogy az energiapiacot leginkább foglalkoztató energiaforrások- ezen belül is a nyersolaj- árának változásainak okait azonosítsam, illetve hatásait bemutattassam egy általam választott vállalat esetében.

Korunk legfontosabb energiaforrásai közé tartozik a kőszén, a kőolaj és a földgáz, amelyeket közös néven fosszilis energiaforrásoknak hívunk. E három együttes teszi ki a világ energia ellátásának legnagyobb részét, ezért a velük történő bármilyen változás fontos történéseket indíthat el a piacon. Véleményem szerint a kőolaj árának változásai napjaink egyik legaktuálisabb kérdése, hiszen a helyettesítő alternatív energiaforrások ára túl magas még, így a mindennapok energiaellátásának eszközei maradnak továbbra is a fosszilis energiahordozók. Bár egyes elemzők szerint az irántuk támasztott keresletre vonatkozólag folyamatos csökkenést jósolnak, de nagyon eltérő időtávon. Míg a Royal Dutch Shell 5-15 éven belül várja a kőolaj keresletének tetőzését, addig Nemzetközi Energia Ügynökség (IEA) a következő 30-50 év után teszi ezt a pontot. Ebből arra következtethetünk, hogy rövidtávon még biztosan a mindennapjaink része lesz a kőolaj.

A dolgozatom első felében szeretném bemutatni az úgynevezett olajpiacot a szereplőivel, főbb eseményeivel, majd ezután az olajra leginkább ható tényezők azonosítására, illetve a piac (lehetséges) jövőbeli alakulásának ismertetése következik, melyben leginkább a Nemzetközi Energia Ügynökség és Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) éves előrejelzéseit veszem alapul. A világpiaci árat befolyásoló főbb tendenciákat bemutatva arra kerestem a választ, mely tényezők, milyen módon és milyen mértékben hatnak

az olajjára. A keresletet és kínálatot alakító legfontosabb tényezőket vettem számba, amelyeket hatásuk alapján hosszú és rövid időtávra soroltam be. Ezek között található átfedések is, amelyek mindkét piaci oldalt befolyásolják, ilyen például a természeti katasztrófák, országok közötti konfliktusok és az új technológiák. Arra a következtetésre jutottam, hogy minden apró változás a vizsgált tényezőkben hatással van az olajpiac áraira. Az olajváltások jelentős erővel bírnak a fejlődő és fejlett országok esetében is, ezért a folyamatos megfigyelésnek és preventív kezelésnek rendkívül nagy szerepe van. Az olajexportáló országokat tömörítő OPEC igyekszik ellátni a kőolaj árának világpiaci szabályozását, melyet a kitermelhető mennyiség meghatározásával képes elérni. Az olajár jövőbeli alakulására eltérő becslések találhatók. Az általam támogatott jövőbeli irányzat esetében arra a feltételezésre támaszkodtam, hogy a kőolaj készletek a következő 50 évben még rendelkezésünkre állnak, illetve az alternatív energiaforrások magas ára miatt a kőolajra, mint energiaforrásra szüksége van és lesz is a világnak. Ebből kifolyólag, és az olajban megjelenő ciklikusságnak köszönhetően a jövőben várhatóan emelkedni fog az olaj ára. Az olajpiac keresletének és kínálatának alakulása befolyással van az olajpiac szereplőire is. A hatásokat egy olajpiachoz kötődő cég vállalatértékelése segítségével szemléltettem.

A következő fejezetben a Rotary Fúrási Zrt. vállalatértékének meghatározását tűztem ki célul, majd az ehhez kapcsolódó következtetések levonása következik. Választásom azért a nagykanizsai székhelyű Rotary Fúrási Zrt.-re eset, mert a vállalkozás alaptevékenysége a szénhidrogén-kutató és feltáró kutak fúrása, kivizsgálása és kiképzése valamint a már meglévő kutak javítása és karbantartása, ami rendkívül szorosan kapcsolódik az olajpiachoz, ezért nagyon kitett az olajpiac bármiféle változásának. A vállalatértékelés az évek folyamán egyre fontosabb tudományággá nőtte ki magát. Meghatározása rendkívül bonyolult, hiszen nagy részben jövőbeli feltételezések színesítik, jelentős szerepet kapnak benne a szubjektív döntések. Fontos, hogy a vállalatérték meghatározása kinek a szempontjából történik, hiszen más érdekek vezérlik a menedzsment tagjait, a tulajdonosokat vagy éppen a fogyasztókat stb.

A vállalat esetében a főbb gazdálkodásra jellemző mutatók között megfigyelhető kapcsolat az olajár változás ciklikusságával. A Rotary Fúrási Zrt. gazdálkodási adatainak elemzéséből megállapítottam, hogy vagyonának növekedése és a hosszabb távon még kielégítőnek tekinthető pénzügyi helyzete ellenére likviditási pozíciójának alakulására oda kell figyelnie. Az iparági negatív tendenciák hatására csökkenő árbevétele miatt mind a jövedelmezőségi helyzete, mind működésének hatékonysága romlásnak indult.

A vállalat cégértékét az EVA módszerrel határoztam meg, majd arra a következtetésre jutottam, hogy a vállalat értéket teremtett, a historikus adatok és az általam becsült jövőbeli

adatok esetében is értékteremtés várható. A modellben - összetett lépéssorozat során számszerűsített - a befektetett tőkével arányos hozamot (ROIC) és a vállalati tőke költséget (WACC) hasonlítjuk össze, és értékteremtést mutathatunk ki, ha a ROIC mutató értéke meghaladja a WACC mutató értékét. A jövőbeli értékvezérlők kiszámításánál és az árbevétel becslésben az IEA olajár előrejelzést vettem alapul és határoztam meg az alakulását.

Megállapítottam, hogy a jelenlegi negatív iparági környezetben is megfelelően működik a vállalat, és rendelkezik olyan versenyelőnyvel, amely biztosítja számára a folyamatos hozamot az ágazaton belül.

A vizsgált vállalat értékteremtő mivoltát szükséges a jövőben is fenntartani és növelni. A vállalat értéke belsőleg is befolyásolható, melynek legfontosabb alappillérei:

- A tőkeköltség csökkentése, melynek lényege az idegen és saját tőke arányának egyensúlya. Fontos, hogy törekedjünk az idegen tőkeelemek között a kamatfizetési kötelezettséggel nem járó elemek nagyobb súlyára
- Az eszközök pénzáramlásának növelése. A vállalat új fűróberendezés vásárlásának segítségével igyekszik hatékonyabbá tenni tevékenységét.
- A várható növekedési ütem növelése.
- A növekedési periódus hosszának növelése.

Természetesen az említett eszköztár rengeteg lehetőséget rejt magában, melynek kellő kihasználása ellensúlyozná a negatív piaci hatásokat.