

## ELSŐ FEJEZET

# Érték – ez nem egyszerűen csak egy szám!



### *A terep feltérképezése*

Oscar Wilde egyszer úgy írta le a cinikus embert, mint aki ismeri mindennek az árát, de nem ismeri semminek sem az értékét. Ugyanez mondható el azokról a befektetőkről is, akik a befektetést játszmának tekintik, győzelemnek pedig azt, hogy kitűnnek a többiek közül.

A józan befektetéstől azt várjuk el, hogy a befektető nem fizet többet a megszerzendő vagyonelemért, mint amekkora annak az értéke. Ha elfogadjuk ezt a tételt, akkor ebből az következik, hogy még a vásárlás előtt meg kell próbálnunk értékelni a megvenni szándékozott dolgot. Már hallok is azt az érvelést, hogy az érték szubjektív dolog, és bármekkora ár indokolható azzal, hogy léteznek olyan (más) befektetők, akik számára a befektetés megéri ezt az összeget. Ez nyilvánvalóan abszurd felvetés! A (szubjektív) várakozásoknak kizárólagos szerepük lehet egy festmény vagy szobor esetében, de mi pénzügyi eszközt veszünk, mégpedig azért, hogy bezsebeljük belőle mindazokat a cash flow-kat, amelyeket várakozásunk szerint megkapunk. A részvény árát nem indokolhatjuk mindössze arra hivatkozva, hogy léteznek más befektetők, akik a jövőben többet fognak majd fizetni érte. Ez a gondolatmenet egy drága székfoglalós játékhoz lenne hasonló, ahol az a kérdés, hogy hol leszel éppen abban a pillanatban, amikor elhallgat a zene.

## Az értékelés kétfajta megközelítése

Valójában tucatnyi értékelési modell létezik, de csak kétféle értékelési megközelítés: a *belső* és a *relatív* értékelés. *Belső értékelés* esetén egyszerű feltevésből indulunk ki: a vagyonelem belső értékét azok a pénzáramok határozzák meg, amelyeket a teljes (hátralévő) élettartama alatt – várakozásunk szerint – generálni fog, továbbá az is szerepet játszik, hogy mennyire érezzük bizonytalanoknak ezeket a pénzáramokat. A magas és állandó pénzáramlást biztosító vagyonelemek értékesebbek, mint az alacsony és ingadozó cash flow-jú eszközök. Többet kell fizetnünk azért az ingatlanért, amelynek hosszú távú bérlői magas bérleti díjat fizetnek, mint egy spekulatívabb másikért, amelyből nemcsak alacsonyabb bérletidíj-bevétel származik, de időről időre változik a bérbeadott terület aránya is.

Miközben elsősorban a belső értékelést kellene használni, mégis a legtöbb vagyonelemet relatívan értékelik. *Relatív értékelés* esetén azt nézzük meg, hogy a piac hogyan árazza a hasonló vagyonelemeket. Ha például egy ház értékét szeretnénk relatívan meghatározni, akkor azt fogjuk meg nézni, hogy a környéken mennyiért adtak el hasonló házakat. Részvények esetében a hasonló, vagyis azonos „peer groupba” tartozó részvények árazását vesszük alapul. Így például akkor fogjuk vásárlásra érdemesnek tartani az Exxon Mobil részvényét, amellyel a nyereségének nyolcszorosán kereskednek, ha a hasonló olajtársaságok részvényei a nyereségük tizenkétszeresén kelnek el. Mivel ez a megközelítés, ahol egyetlen számot rendelünk a vállalathoz vagy a vagyontárgyhoz, filozófiájában tér el a belső értékeléstől – ráadásul ezt a számot kevésbé az ún. fundamentumok, mint inkább az befolyásolja, hogy mások mennyit hajlandók fizetni –, ezért a továbbiakban az árazás (pricing) kifejezéssel illetjük a relatív értékelést.

A belső értékelés teljesebb képet mutat arról, hogy mi minden befolyásolja az üzletág vagy a részvény értékét, de vannak olyan időszakok, amikor az árazás realisabb becslést ad arra, hogy az aktuális piaci körülmények között mennyit kaphatunk az üzletágért vagy a részvényért. Mivel semmi nem gátol meg minket abban, hogy mindkét megközelítés alapján értéket rendeljünk ugyanahhoz a befektetéshez, ezért mindig világosan látnunk kell, hogy mi a feladatunk: értékelés vagy árazás. Hiszen eltérő eszköztárat kell használni a kitűzött feladat függvényében.

## Miért érdekes mindez a számodra?

A befektetők nagyon különböző befektetési filozófiák mentén működnek a piacon. Egyesek az időzítésre figyelnek, és azelőtt akarnak vásárolni, mielőtt a piac meglódul felfelé. Mások abban hisznek, hogy a növekedési és jövőbeli eredménytermelő lehetőségek alapján tudnak mazsolázni a részvények közül.

Néhányan elmerülnek az árazási diagramokban, és technikai elemzőnek mondják magukat; mások pénzügyi arányokat számolnak ki, és a fundamentális elemzésre esküsznek. Ez utóbbi elemzés lefűr egészen a vállalat által megtermelhető cash flow-kig, és belőlük vezeti le az értéket. Egyesek a rövid távú nyereséget hajkurásszák, mások a hosszú távú értéknövekedésre játszanak. Az a tudás, hogy miként kell a vagyonelemeket értékelni, mindezen befektetők számára hasznos, csak a befektetési folyamat más és más pontján építenek rá. Az időzítésre figyelők rögtön a folyamat elején használhatják az értékelési vagy árazási eszközöket annak kiderítésére, hogy van-e az eszközöknek (részvényeknek, kötvényeknek vagy ingatlanoknak) olyan csoportja vagy osztálya, amelyet alul- vagy fölültértékel a piac. A mazsolázók egyes vállalatokra vonatkozóan értékelnek, keresve az olcsó és a drága részvényeket. Még a technikai elemzők (beleértve a chartistákat) is használhatják az értékelést arra, hogy megtalálják az irányváltásokat, például amikor megtörik a dráguló részvény pályája, és megindul lefelé (vagy megfordítva).

Az érték és/vagy az ár meghatározásának szükségessége egyre inkább kiterjed(t) a befektetéseken és a portfóliókezelésen túlra. Az értékelésnek és árazásnak valójában a vállalati életciklus minden szakaszában megvan a maga szerepe. Amikor egy kis magánvállalat növekedni akar, az árazás és értékelés kulcsszerepet kap a kockázati tőkések és más intézményi befektetők megszólításakor. Hiszen az a részvényhányad, amelyet ők kérnek a tőkejuttatásért cserébe, azon múlik, hogy saját várakozásuk alapján ők hogyan értékelik (árazzák) a céget. Amikor a vállalat növekszik és úgy dönt, hogy nyilvános kibocsátással lép a részvényt piacra, akkor szintén az értékességének felmérése alapján alakítják ki a kibocsátáskori ajánlati árat. A megállapodott cégek ismét az alapján döntenek befektetésekről, hitelfelvételről és a tulajdonosoknak szánt juttatásokról, hogy ezek a lépések várhatóan miként befolyásolják a (vállalatnak és részvényének

az) értékét. S a számvitel sem marad érintetlen. A számviteli standardok legmarkánsabb globális trendje az ún. valós értéken (fair value) történő kimutatás, amikor a vagyontárgyak értékelését a mérlegre alapozva, valós értéken végzik el, nem pedig a történelmi költségekből kiindulva. Ezért ha csak néha nézünk rá a pénzügyi kimutatásokra, akkor is szükségünk van az értékelési és az árazási alapok ismeretére.

## Néhány igazság az értékelésről

Mielőtt elmerülnénk az értékelés mélységeiben, érdemes tisztáznunk néhány általános igazságot az értékelésről. Ennek nemcsak akkor veszed majd hasznát, ha másoktól kapott értékelésekkel kell foglalkoznod; hanem növeli a biztonságérzetet saját értékelések készítésekor is.

### *Minden értékelés elfogult*

Szinte soha nem üres, fehér papírt magad elé téve vágsz bele a társaság vagy a részvény értékelésébe. Hanem már azelőtt van benyomásod, véleményed a cégről vagy a részvényről, mielőtt elkezded az adatokat betáplálni az általad használt modellekbe és mutatószámokba; majd – micsoda meglepetés – a következtetéseid visszatükrözik eredeti elfogultságodat.

A torzítás már ott elkezdődik, hogy melyik társaságokat értékeled. Ezek kiválasztása ugyanis nem véletlenszerűen történik. Lehet, hogy olvastál valamit (jó vagy rossz hírt) a cégről a sajtóban; netán valakitől hallottad, hogy ez vagy az a társaság alul- vagy túlértékelt. Majd folytatódik az értékeléshez szükséges információk összegyűjtésével. Az éves beszámoló vagy más pénzügyi jelentések nemcsak a számviteli adatokat tartalmazzák, hanem a teljesítmény vezetői értékelését is, amely gyakran a legkedvezőbb színben írja le az elért számokat.

Hivatásos elemzők esetében *intézményi tényezők* súlyosbítják az eddig leírt torzításokat. Például a részvényelemzők gyakrabban adnak vételi, mint eladási javaslatot – hiszen egyrészt szeretnének jó kapcsolatot ápolni az általuk követett társaságokkal, másrészt ugyanezirányú nyomást érzékelnek saját kollégáik részéről is, akik más üzleteket remélnék kötni ugyanezekkel a cégekkel. Ezen intézményi tényezőkhöz jön még az a *jutalmazási*