
TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS AZ ÉRTÉKELÉS VILÁGÁBA 1

1.1.	Az értékelés filozófiai alapjai	1
1.2.	Általánosságok az értékeléssel kapcsolatban	2
1.3.	Az értékelés szerepe	6
1.4.	Összefoglalás	9
1.5.	Kérdések és feladatok	9

2. AZ ÉRTÉKELÉS KÜLÖNBÖZŐ MEGKÖZELÍTÉSEI 10

2.1.	Diszkontált pénzáramlás alapú értékelés	10
2.2.	Relatív értékelés	17
2.3.	Opciós értékelés	22
2.4.	Összefoglalás	24
2.5.	Kérdések és feladatok	24

3. A PÉNZÜGYI KIMUTATÁSOK ÉRTELMEZÉSE 26

3.1.	Az alapvető számviteli kimutatások	26
3.2.	Eszközök mérése és értékelése	28
3.3.	A finanszírozási szerkezet mérése	34
3.4.	Az eredmény és a jövedelmezőség mérése	41
3.5.	A kockázat mérése	47
3.6.	A pénzügyi beszámolók elemzésének egyéb kérdései	53
3.7.	Összefoglalás	57
3.8.	Kérdések és feladatok	58

4. A KOCKÁZAT ALAPJAI 60

4.1.	Mi a kockázat?	60
4.2.	Részvénykockázat és elvárt hozam	61
4.3.	A kockázat-hozam modellek komparatív elemzése	75

4.4.	A teljesítési kockázat modelljei	78
4.5.	Összefoglalás	82
4.6.	Kérdések és feladatok	83

5.

AZ OPCIOÁRAZÁS ELMÉLETE ÉS MODELLJEI 88

5.1.	Az opcióárazás alapjai	88
5.2.	Az opció értékét meghatározó tényezők	90
5.3.	Opcióárazási modellek	91
5.4.	Az opcióárazás kibővítései	107
5.5.	Összefoglalás	109
5.6.	Kérdések és feladatok	109

6.

PIACI HATÉKONYSÁG – DEFINÍCIÓ, TESZTEK ÉS BIZONYÍTÉKOK 111

6.1.	Piaci hatékonyság és befektetésértékelés	111
6.2.	Milyen a hatékony piac?	112
6.3.	A piaci hatékonyság következményei	112
6.4.	A piaci hatékonysághoz szükséges feltételek	113
6.5.	A piaci hatékonysággal kapcsolatos állítások	114
6.6.	A piaci hatékonyság tesztelése	116
6.7.	A piaci hatékonyság tesztelésekor elkövethető legnagyobb hibák	121
6.8.	Néhány kisebb hiba, amely problémát jelenthet	122
6.9.	Bizonyítékok a piac hatékonyságára	122
6.10.	Az árfolyamváltozások idősoros tulajdonságai	123
6.11.	A piaci reakciója az információs eseményekre	131
6.12.	Piaci anomáliák	135
6.13.	Bizonyítékok a bennfentes kereskedőkkel és profi befektetőkkel kapcsolatban	144
6.14.	Összefoglalás	149
6.15.	Kérdések és feladatok	150

7.

KOCKÁZATMENTES KAMATLÁBAK ÉS KOCKÁZATI PRÉMIUMOK 154

7.1.	A kockázatmentes kamatláb	154
7.2.	Részvénykockázati felár	158
7.3.	Kötvények hitelkockázati felára	174
7.4.	Összefoglalás	178
7.5.	Kérdések és feladatok	178

8.

**A KOCKÁZATOT BEFOLYÁSOLÓ PARAMÉTEREK
ÉS A FINANSZÍROZÁSI KÖLTSÉGEK BECSLÉSE 180**

8.1.	A saját tőke és a tőke költsége	180
8.2.	A saját tőke költsége	181
8.3.	A saját tőke költségétől a tőkeköltségig	208
8.4.	A legjobb vállalati gyakorlat	221

8.5.	Összefoglalás	221
8.6.	Kérdések és feladatok	222

9.

A VÁLLALATI EREDMÉNY MÉRÉSE 228

9.1.	Számviteli és pénzügyi szemléletű vállalati mérlegek	228
9.2.	Az eredménykategóriák módosítása	229
9.3.	Összefoglalás	249
9.4.	Kérdések és feladatok	249

10.

A VÁLLALATI EREDMÉNY ÉS A PÉNZÁRAMLÁS 251

10.1.	Az adóhatás	251
10.2.	Az újrabefektetés szükségessége	261
10.3.	Összefoglalás	272
10.4.	Kérdések és feladatok	272

11.

A NÖVEKEDÉSI ÜTEM BECSLÉSE 275

11.1.	A növekedés jelentősége	275
11.2.	Múltbeli növekedés	276
11.3.	A növekedés elemzői becslése	287
11.4.	A növekedés alapvető meghatározó tényezői	291
11.5.	A növekedés kvalitatív aspektusa	309
11.6.	Összefoglalás	311
11.7.	Kérdések és feladatok	311

12.

AZ ÉRTÉKELÉS LEZÁRÁSA: MARADVÁNYÉRTÉK-KALKULÁCIÓ 313

12.1.	Az értékelés lezárása	313
12.2.	A túlélés kérdése	328
12.3.	Záró gondolatok a maradványértékről	331
12.4.	Összefoglalás	332
12.5.	Kérdések és feladatok	332

13.

AZ OSZTALÉKDISZKONT-MODELLEK 335

13.1.	Az általános modell	335
13.2.	A modell változatai	336
13.3.	Az osztalékdiskont-modell alkalmazásának kérdései	360
13.4.	Az osztalékdiskont-modell tesztjei	361
13.5.	Összefoglalás	364
13.6.	Kérdések és feladatok	365

14.
A SAJÁT TŐKÉRE JUTÓ SZABAD PÉNZÁRAMLÁSOKAT
DISZKONTÁLÓ MODELLEK 368

14.1. A részvénytulajdonosok számára visszajuttatható hozamok meghatározása	368
14.2. A saját tőkére jutó szabad pénzáramlások alapján értékelő modellek	375
14.4. Összefoglalás	402
14.5. Kérdések és feladatok	402

15.
A VÁLLALAT ÉRTÉKELÉSE: TŐKEKÖLTSÉG- ÉS MÓDOSÍTOTT
JELENÉRTÉK ALAPÚ MEGKÖZELÍTÉS 406

15.1. A vállalati szabad pénzáramlás	406
15.2. A vállalat értékelése: tőkeköltség alapú megközelítés	409
15.3. A vállalat értékelése: módosított jelenértéken alapuló megközelítés	428
15.4. A tőkeáttétel hatása a vállalat értékére	432
15.5. Módosított jelenérték és finanszírozási tőkeáttétel	445
15.6. Összefoglalás	449
15.7. Kérdések és feladatok	449

16.
A RÉSZVÉNY ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA 453

16.1. A működéshez nem kapcsolódó eszközök értéke	453
16.2. A vállalat értéke és a saját tőke értéke	471
16.3. Menedzsment és alkalmazotti opciók	472
16.4. Részvényérték különböző szavazati jogok mellett	482
16.5. Összefoglalás	484
16.6. Kérdések és feladatok	484

17.
A RELATÍV ÉRTÉKELÉS FUNDAMENTÁLIS SZORZÓSZÁMAI 487

17.1. A relatív értékelés használata	487
17.2. Standardizált értékek és szorzószámok	488
17.3. A szorzószámok használatának négy alapvető lépése	490
17.4. A relatív értékelés és a diszkontált pénzáramlás alapú értékelés összeegyeztetése	501
17.5. Összefoglalás	502
17.6. Kérdések és feladatok	502

18.
EREDMÉNYALAPÚ SZORZÓSZÁMOK 503

18.1. Árfolyam/nyereség (P/E) ráta	503
18.2. A PEG ráta	523
18.3. A PEG ráta más változatai	534
18.4. Összefoglalás	546
18.5. Kérdések és feladatok	547

19. KÖNYV SZERINTI ÉRTÉKEN ALAPULÓ SZORZÓSZÁMOK 550

19.1. A saját tőke piaci és könyv szerinti értékének hányadosa	550
19.2. A saját tőke piaci/könyv szerinti értéke hányados alkalmazásai	562
19.3. A P/BV ráták használata beruházási stratégiák kidolgozásában	572
19.4. Vállalatérték/könyv szerinti érték ráták	574
19.5. Tobin-féle q: piaci érték/pótlási érték	579
19.6. Összefoglalás	581
19.7. Kérdések és feladatok	581

20. BEVÉTELALAPÚ ÉS IPARÁG-SPECIFIKUS SZORZÓSZÁMOK 584

20.1. Bevételel alapú szorzószámok	584
20.2. Iparág-specifikus szorzószámok	609
20.3. Összefoglalás	615
20.4. Kérdések és feladatok	615

21. PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÓ VÁLLALATOK ÉRTÉKELÉSE 619

21.1. A pénzügyi szolgáltató vállalatok osztályokba sorolása	619
21.2. A pénzügyi szolgáltató vállalatok sajátosságai	621
21.3. Általános értékelési keretrendszer	623
21.4. A diszkontált pénzáramlások alapján történő értékelés	624
21.5. Eszközalapú értékelés	641
21.6. Relatív értékelés	642
21.7. További kérdések a pénzügyi szolgáltató vállalatok értékelésében	648
21.8. Összefoglalás	651
21.9. Kérdések és feladatok	652

22. VESZTESÉGES VÁLLALATOK ÉRTÉKELÉSE 654

22.1. Veszteségek: következmények és okok	654
22.2. Veszteséges vállalatok értékelése	658
22.3. Összefoglalás	683
22.4. Kérdések és feladatok	683

23. FIATAL, ILLETVE INDULÓ VÁLLALKOZÁSOK ÉRTÉKELÉSE 687

23.1. Információs korlátok	687
23.2. Új paradigmák vagy régi alapelvek: életciklus-alapú megközelítés	688
23.3. A kockázati tőke értékelése	690
23.4. Az általános elemzési keret	692
23.5. Értékteremtő tényezők	705
23.6. Előrejelzési hibák	708
23.7. Következtetések befektetők számára	709
23.8. Következtetések menedzserek számára	709

23.9. A várakozások játszámája	710
23.10. Összefoglalás	712
23.11. Kérdések és feladatok	712

24.

ZÁRTKÖRŰ TÁRSASÁGOK ÉRTÉKELÉSE 714

24.1. Mi különbözteti meg a zártkörű társaságokat más vállalatoktól?	714
24.2. A zártkörű társaságok értékeléséhez szükséges adatok kalkulációja	715
24.3. Értékelési motívumok és az értékek meghatározása	737
24.4. A magántőke értékelése	742
24.5. Összefoglalás	744
24.6. Kérdések és feladatok	745

25.

VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOK ÉS -ÁTVÉTELEK 747

25.1. A vállalatfelvásárlások háttere	747
25.2. A vállalatátvételek értékre gyakorolt hatásainak empirikus bizonyítékai	750
25.3. A vállalatfelvásárlások lépései	751
25.4. Vállalatátvételek értékelése: torzítások és általános tévedések	771
25.5. A vállalatfelvásárlás strukturálása	773
25.6. A menedzseri és a tőkeáttételes kivásárlások elemzése	780
25.7. Összefoglalás	785
25.8. Kérdések és feladatok	786

26.

INGATLANOK ÉRTÉKELÉSE 790

26.1. Reáleszközök, illetve pénzügyi eszközök	790
26.2. Értékelés a diszkontált pénzáramlások alapján	791
26.3. Összehasonlító/relatív értékelés	812
26.4. Ingatlanbefektetési ügyletek érték meghatározása	815
26.5. Összefoglalás	817
26.6. Kérdések és feladatok	817

27.

EGYÉB ESZKÖZÖK ÉRTÉKELÉSE 820

27.1. Pénzáramlást termelő eszközök	820
27.2. Pénzáramlást nem termelő eszközök	831
27.3. Opció eszközök	834
27.4. Összefoglalás	834
27.5. Kérdések és feladatok	834

28.

A HALASZTÁSI OPCIO ÉS ANNAK ÉRTÉKELÉSI VONATKOZÁSAI 837

28.1. Egy projekt halasztására vonatkozó opció	837
28.2. Szabadalom értékelése	846
28.3. Természeti erőforrásokra vonatkozó opciók	852

28.4. Egyéb alkalmazások	858
28.5. Összefoglalás	859
28.6. Kérdések és feladatok	859

29.

A NÖVEKEDÉSI ÉS A KISZÁLLÁSI OPCIO ÉRTÉKELÉSÉNEK MOZZANATAI 861

29.1. A növekedési opció	861
29.2. Mikor értékes a növekedési opció?	868
29.3. Növekedési opcióval rendelkező vállalat értékelése	871
29.4. A pénzügyi rugalmasság értéke	873
29.5. A kiszállási opció	877
29.6. A nettó jelenérték és a reálopciók értékelés összeegyeztetése	879
29.7. Összefoglalás	880
29.8. Kérdések és feladatok	881

30.

CSŐDKÖZELI VÁLLALATOK ÉRTÉKELÉSE 883

30.1. Csődközeli, magas tőkeáttételű vállalatok saját tőkéje	883
30.2. A részvény opcióként történő értékelésének következményei	885
30.3. A részvény értékének becslése opcióként	888
30.4. Következmények a döntéshozás számára	894
30.5. Összefoglalás	896
30.6. Kérdések és feladatok	896

31.

ÉRTÉKTEREMTÉS: DISZKONTÁLT PÉNZÁRAMLÁS ALAPÚ ÉRTÉKELÉSI KERET 898

31.1. Értékteremtő és az értékre nem ható intézkedések	898
31.2. Értéknövelési módszerek	899
31.3. Értéknövelési lánc	922
31.4. Záró gondolatok az értéknövelésről	925
31.5. Összefoglalás	926
31.6. Kérdések és feladatok	926

32.

ÉRTÉKTEREMTÉS: GAZDASÁGI HOZZÁADOTT ÉRTÉK, BEFEKTETETT TŐKE KÉSZPÉNZHOZAMA ÉS MÁS MÓDSZEREK 930

32.1. Gazdasági hozzáadott érték (EVA)	931
32.2. A befektetett tőke készpénzhozama	945
32.3. Záró gondolatok az értékteremtésről	951
32.4. Összefoglalás	951
32.5. Kérdések és feladatok	952

33. KÖTVÉNYEK ÉRTÉKELÉSE 954

33.1. Kötvényárfolyamok és kamatlábak	954
33.2. A kamatlábak meghatározó tényezői	959
33.3. A kötvények speciális tulajdonságai és azok hatása az árazásra	973
33.4. Összefoglalás	989
33.5. Kérdések és feladatok	990

34. TŐZSDEI ÉS TŐZSDÉN KÍVÜLI HATÁRIDŐS ÜGYLETEK ÉRTÉKELÉSE 993

34.1. Határidős és opciós ügyletek	993
34.2. Tőzsdei határidős ügyletek – intézményi keretek	996
34.3. Határidős ügyletek árazása	1000
34.4. Speciális hatások a határidős ügyleteknél	1010
34.5. Összefoglalás	1011
34.6. Kérdések és feladatok	1012

35. ÁTTEKINTÉS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK 1014

35.1. Választási lehetőségek az értékelési modelleknél	1014
35.2. Melyik megközelítést kell használni?	1015
35.3. A megfelelő diszkontált pénzáramlásra alapuló modell kiválasztása	1019
35.4. A megfelelő relatív értékelési modell kiválasztása	1023
35.5. Mikor kell opcióárazási modelleket használnunk?	1027
35.6. Összefoglalás	1027
Irodalomjegyzék	1029
Tárgymutató	1041