
ELŐSZÓ

Ez a könyv az értékelésről szól – a részvények, vállalkozások, franchise-ok és reáleszközök értékeléséről. Alapvető elve, hogy bármilyen eszköz értékelhető, még ha néhány esetben pontatlanul is. Nemcsak a különböző típusú eszközök értékelésére használt modellek közötti különbségeket próbálja meg feltárni, hanem a modellekben lévő közös elemeket is.

Az első és a jelen kiadás között eltelt hat év – túlzás nélkül állítható – eseménydús volt. Egy új szektor – a technológiai – születésének, valamint a piac történelme során az egyik legelképezetőbb értéknövekedésnek voltunk szemtanúi, amikor 2000 elején a vállalatok értéke elérte az 1400 milliárd dollárt. Ilyen piaci körülmények között sokan jutottak arra a következtetésre, hogy a régi értékelési módszerek és elvek nehézkesek és alkalmatlanok, s úgy döntöttek, hogy az új piachoz saját szabályokat alkotnak. Ugyanakkor az elmúlt év minden korábbinál tisztábban megmutatta, hogy az értékelés alapvető elvei nem változtak. Nem meglepő, hogy a könyv áttekinti ezeknek a fiatal, gyakran kevés bevétellel és nagy üzleti veszteséggel küszködő cégeknek az értékelését. Ezenkívül láthattuk a fejlődő piacok tündöklését és bukását, majd ismételt tündöklését, ahogy az 1996–1997-es ázsiai válság megtépázta a részvények értékét előbb a kontinensen, majd nem sokkal később Latin-Amerikában és Oroszországban. Ebben a kiadásban sokkal többet foglalkozunk az országcsoporttal és kezelésének legjobb módjaival, mint az előző változatban.

A világban az 1990-es években tapasztalható, a részvényesi érték maximalizálását övező fokozódó érdeklődés eredményei az „új és jobb” értéknövelő módszerek, mint például a gazdasági hozzáadott érték és a befektetés pénzáramlás-alapú megtérülése. Habár véleményünk szerint kevés „új és jobb” van ezekben a megközelítésekben, de megvolt az a hasznos hatásuk, hogy a figyelmet az értéknövelésre terelték, amely több figyelmet érdemel, mint amennyit az első kiadás szentelt neki.

Úgy tűnik, az idő egy másik, az első kiadásban bemutatott témát is utolért, ez pedig nem más, mint az az ötlet, hogy az opcióárazási modellek hasznosak lehetnek egy vállalat vagy részesedés értékelésekor. A reálcím nemcsak aktuális téma, de alapvető nézőpontváltást is jelent az értékelésben. A problémakörnek négy fejezetet szentelünk.

Végül, az utóbbi hét év legüdvezítőbb változása az, hogy mi olvasók milyen egyszerűen hozzáférhetünk anyagokhoz az interneten. Következésképpen, a könyvben tárgyalt értékelések mind megtalálhatók a könyvhöz tartozó webhelyen (www.damodaran.com), mint ahogyan számos adatkészlet és táblázat is.¹ Sőt, a könyvben található értékelések frissítése az interneten keresztül történik, így a könyv sokkal közelebb kerülhet a valós idejű értékeléshez.

¹ Természetesen angol nyelven. (A szerk. megj.)

Az értékelés különböző szempontjainak bemutatása és tárgyalása során négy alapelvet követtünk. Először, megpróbáltuk olyan átfogóan bemutatni az értékelést végző elemző számára rendelkezésre álló értékelési modellek széles körét, amennyire csak lehet, miközben igyekeztünk bemutatni a modellek közös alkotóelemeit, és próbáltunk olyan keretet adni, amely bármilyen értékelési feladat során segít a helyes modell kiválasztásában. Másodsor, a modelleket a valós életből vett példákön keresztül mutatjuk be, szőröstül-bőröstül, hogy az olvasó átélhesse az egyes módszerek alkalmazása során felmerülő nehézségeket. Megvan a nyilvánvaló veszélye, hogy némelyik értékelés utólagosan reménytelenül rossznak tűnik majd, de ennyi ráfordítás fedezi majd a hasznot. Harmadszor, összhangban azzal az elképzelésünkkel, hogy az értékelési modellek egyetemesek és nem piachoz kötöttek, a könyvet teletűzdeltük az Egyesült Államokon kívüli piacok példáival. Végezetül, igyekeztünk olyan mértékben külön kezelhető részekre osztani a könyvet, amennyire csak lehetett, így az olvasó szabadon ugrálhat a számára érdekes fejezetek között a folytonosság érzetének elvesztése nélkül.

ASWATH DAMODARAN

New York, New York

2001. december

1. FEJEZET

BEVEZETÉS AZ ÉRTÉKELÉS VILÁGÁBA

Minden eszköznek, legyen az pénzügyi vagy reáleszköz, van értéke. Az eszközökbe történő befektetés és azok kezelésének sikere nemcsak annak ismeretén múlik, hogy mi ez az érték, hanem annak megértésén is, hogy az honnan ered. Minden eszköz értékelhető, de némely eszközt könnyebb értékelni, mint másokat, és az értékelés részletei esetről esetre változnak. Így az ingatlan értékelése más adatokat igényel, és más formát követ, mint a tőzsdén forgó részvényé. A meglepő azonban nem az eszközök értékelésére használt módszerek különbözősége, hanem az alapelvek hasonlóságának mértéke. Az értékeléshez bizonytalanság kapcsolódik. A bizonytalanság gyakran magából az értékelt eszközből fakad, habár az értékelési modell is fokozhatja azt.

Ebben a fejezetben lefektetjük az értékelés filozófiai alapjait, és megmutatjuk, hogyan használják, illetve hogyan lehet használni az értékelést különböző keretek között, a portfóliókezeléstől a vállalati pénzügyekig.

1.1. AZ ÉRTÉKELÉS FILOZÓFIAI ALAPJAI

Oscar Wilde jellemezte úgy a cinikust, aki „mindennek ismeri az árát, de semminek sem tudja az értékét”. Ez akár néhány elemzőre és sok befektetőre is igaz lehetne, akik a befektetések „nagyobb bolond” elmélete követőinek meglepően széles táborát gyarapítják. Ez az elmélet azzal érvel, hogy egy eszköz értéke mindaddig irreleváns, amíg van „nagyobb bolond”, aki megveszi tőlük az eszközt. Habár ez biztosíthat bizonyos mértékű profitot, mégis veszélyes játék, mert nincs garancia arra, hogy lesz még ilyen befektető a közelben, amikor elérkezik az eladások ideje.

A józan befektetés alaptétele úgy szól, hogy egy befektető sohasem fizet többet egy eszközért, mint amennyit az ér. Ez a megállapítás logikusnak és nyilvánvalónak tűnhet, de minden generáció és minden piac elfelejti, majd újra felfedezi egyszer. Ott vannak azok, akik elég álnokok azzal érvelni, miszerint az értéket a tulajdonos szemével kell nézni, így minden ár elfogadható, ha van más befektető, aki hajlandó megfizetni ezt az árat. Ez nyilvánvaló képtelenség. Lehet, hogy csak a vélemény számít, ha az eszköz egy festmény vagy egy szobor, de a befektetők nem esztétikai vagy érzelmi okok miatt vesznek meg (és nem is szabad emiatt megvenniük) egy eszközt. A pénzügyi eszközök megvásárlásának célja az azoktól remélt pénzáramlás megszerzése. Következésképpen, az értékről alkotott véleményt realitásokkal kell alátámasztani, amiből az következik, hogy bármely eszközért fizetett árnak tükröznie kell azt a pénzáramlást, amelyet attól elvárunk. Az ebben a könyvben bemutatott értékelési modellek ezeknek a pénzáramlásoknak a szintjéhez és várható növekedéséhez próbálják az értéket viszonyítani.

Számos olyan terület van az értékelésben, amely egyet nem értés forrása, beleértve a valós érték becslésének mikéntjét, valamint azt, hogy mennyi ideig tart, amíg az árak igazodnak a valós értékhez. De van egy pont, amelyben nem lehet véleménykülönbség: az eszközök ára nem indokolható pusztán azzal az érveléssel, hogy lesznek más befektetők, akik a jövőben hajlandók lesznek magasabb árat fizetni.

1.2. ÁLTALÁNOSSÁGOK AZ ÉRTÉKELÉSEL KAPCSOLATBAN

Mint minden analitikus tudomány, az idők során az értékelés is kifejlesztette saját mítoszait. Ebben a részben megvizsgálunk és lerombolunk néhányat ezek közül a mítoszok közül.

1. mítosz: Az értékelés objektív, mert az értékelési modellek kvantitatívak

Az értékelés nem az a tudomány, amelynek néhány támogatója láttatni szeretné, és nem is a valós érték objektív keresése, amellyé az idealisták szeretnék tenni. Az értékelés során használt modellek lehetnek kvantitatívak, de a bemenő adatok sok teret hagynak a szubjektív döntések számára. Így a modellek révén kapott végső eredményt a folyamatba vitt torzítások színesítik. Sőt sok értékelésnél először az árat állapítják meg, majd azután következik az elemzés.

A nyilvánvaló megoldás, hogy még az értékelés megkezdése előtt megszabadulunk minden torzítástól, de ezt mondani könnyebb, mint megtenni. Egy cégről szóló külső információktól, elemzésektől és véleményektől való függésünk valószínűtlenné teszi, hogy a legtöbb értékeléshez torzítás nélkül fogjunk hozzá. Ez a hatás kétféleképpen csökkenthető. Egyrészt úgy, hogy a cég értékéről mindaddig nem foglalkozunk nyilvánosan állást, amíg az értékelés be nem fejeződik. Nagyon sok esetben a cég alul- vagy túlértékelttségéről szóló döntés megelőzi a tényleges értékelést,¹ ami súlyosan torzított elemzéshez vezet. Másrészt úgy, hogy az elemzés előtt minimálisra csökkentjük érdekeltségünket a cég alul- vagy túlértékelésében.

Az intézményi megfontolások szintén befolyásolják az értékelés torzításának mértékét. Elfogadott tény például, hogy a részvényelemzők sokkal gyorsabban adnak vételi, mint eladási javaslatot² (vagyis sokkal valószínűbb, hogy alulértékelt vállalatot találnak, mint túlértékeltet). Ez egyrészt azokra a nehézségekre vezethető vissza, amelyekkel az elemzők akkor szembesülnek, ha adatokat vagy híreket szeretnének gyűjteni olyan vállalatokról, amelyekre korábban eladási javaslatot tettek. Másrészt arra a nyomásra, amely a portfóliókezelők felől érheti őket, ha azoknak nagyobb pozíciója van az adott részvényben. Az elmúlt években – a részvényelemzők a befektetési banki üzletág részéről nehezedő nyomás miatt – ez a tendencia súlyosbodott.

Ha külső fél által készített értékelést használunk, az értékelést végző elemző(k) torzítását is figyelembe kell venni, mielőtt a döntést meghozzuk. Egy vállalatfelvásárlás célvállalatának önértékelése például valószínűleg pozitívan torzított. Ez nem teszi használhatatlanná az adott értékelést, azonban arra int, hogy az elemzést fenntartással kezeljük.

¹ Ez leginkább a vállalatfelvásárlások során szembetűnő. Sokszor úgy tűnik, hogy a cég megvételéről szóló döntés megelőzi a vállalat értékelését. Ezért nem meglepő, hogy az elemző majdnem mindig támogatja a döntést.

² A legtöbb évben a vételi javaslat 10:1 arányban haladta meg az eladási javaslatok számát. A legutóbbi években ez a tendencia még erősebb.