

A RÁBA NYRT. KOMPLEX RÉSZVÉNYELEMZÉSE

NÉMETH ZOLTÁN¹

Összefoglalás

Tanulmányom témájaként a Rába Járműipari Holding Nyrt. komplex részvényelemzését, egyúttal a vállalat értékelését választottam. Úgy gondolom, hogy a nagy múlttal rendelkező, hazai központú Rába az elmúlt két-három évben egy rendkívül sikeres vállalattá vált. A munkám célja az volt, hogy megállapítsam, vajon mekkora belső értékkel rendelkezik a vállalat egésze, figyelembe véve az állam többségi tulajdonosi részesedését a cégcsoportban. A céget jelen állapotában alulértékeltnek találtam, hiszen alig 300 Ft-tal van az aktuális részvényárfolyam a kibocsátási névérték felett. Meglátásom szerint további emelkedés várható, a befektetők által felismert növekedés már a 2013-as évben is megmutatkozott a részvények teljesítményében. A vállalatcsoport vezetősége az elmúlt három évben kiváló stratégiai irányt határozott meg, melynek pozitív, eredményre és cash flowra gyakorolt hatásai már világosan láthatóak. Az elemzéseim és a számításaim alapján úgy gondolom, hogy sikerült a reális 1 részvényre jutó belső értéket, valamint a következő évek növekedési pályáját meghatároznom.

Kulcsszavak

belső érték, fundamentális elemzés, Rába Nyrt., technikai elemzés

Summary

For the topic of my publication I chose stock analysis of Raba Automotive Holding Plc. as well as valuation of the company. I think the firm which has a significant history and domestic base is become an especially successful company for 2-3 years to date. The goal of my work was to establish the value of the entire company considering majority stake of state in the partnership group. I found the current company undervalued, because actual share price is barely above par. As I see further stock rise is possible, recognized growth by investors is already revealed in performance of shares in 2013. Board of executives of the company defined an excellent strategic direction in the last three years which already has positive effects on earnings and cash-flow. Based on my analyzes and calculations I feel I succeeded in determining fair value/share as well as forecasting growth path of further few years.

Key words

fundamental analysis, intrinsic value, Raba Plc, technical analysis

¹ hallgató, Széchenyi István Egyetem és IBA (International Business Academy), e-mail: hu.nemethzoltan@gmail.com

Bevezetés

Elemzésem alanyául azért választottam ezt a vállalatot, mert pár hónappal ezelőtt egy, a Rába Futómű Kft. és a Széchenyi István Egyetem által közösen életre hívott, angol nyelvű projektben vehettem részt, mint csapatvezető. A vállalat tevékenysége és magyar járműipari szereplőként hozzáadott értékteremtése fokozottan érdekelni kezdett. Mivel a vállalatértékelés és a tőzsde különösen közel áll hozzám szakmai érdeklődés szempontjából, ezért örültem, amikor lehetőséget kaptam a cégnél való szakdolgozatírásra.

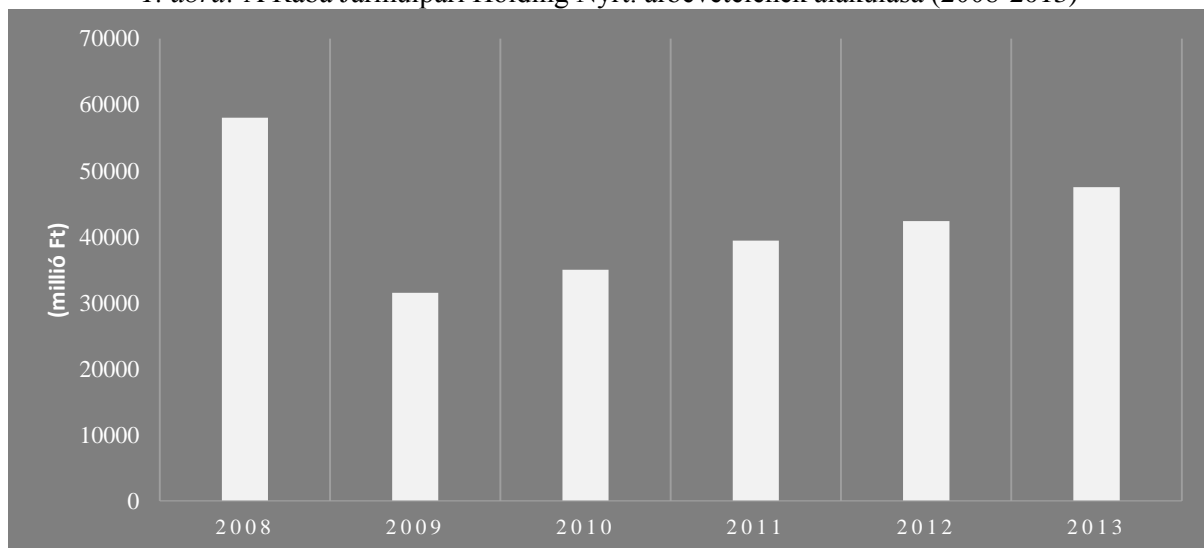
A Rába Holding értékelése azért is időszerű és érdekes, mert az utóbbi két évben a Rába a piaci várakozásokkal ellentétben nem állami megrendelések hatására bővült, sőt mi több, minden üzletágban a profitábilis termékek értékesítése felé vette az irányt. Alapfeltevésem szerint a Rába Nyrt. jelenleg növekedési pályán van, és az elkövetkezendő három-négy esztendőben kiegyensúlyozott pénzügyi teljesítményt fog nyújtani a vállalatcsoport. Bízom benne, hogy az értekezésem rávilágít azokra az értékvezérlőkre és növekedési pontokra, amelyek az utóbbi egy évben a harmadik legnagyobb részvényár növekedést produkáló vállalattá tették a céget a Budapesti Értéktőzsdén.

A cégcsoport értékelését komplexen, azaz fundamentális és technikai módszerrel is elemezni fogom. A fundamentális elemzés keretében röviden bemutatom a választott részvénytársaságot, környezetét és üzleti stratégiáját. Ezek után a vállalat részegységeinek további elemzésével fogom meghatározni a cég növekedésének forrásait, mely az utolsó, vállalatértékelési részhez lesz elengedhetetlenek. A technikai elemzési megközelítést tőzsdei grafikonelemzéssel fogom ismertetni, hogy aztán a dolgozat végén levonjam a szükséges következtetéseket és lezárjam a művem.

A vállalat és az iparág

A Rábát 1896-ban alapították, napjainkra az egyik legnagyobb magyar járműipari vállalat lett, emellett a világ egyik jelentős független futómű- és futómű főegység gyártója. A vállalatcsoport haszongépjármű futóműveket, futómű főegységeket és alkatrészeket, haszon- és személygépjárművekhez alkatrészeket, illetve speciális járműveket gyárt. Exportorientált vállalat, az árbevétel főként három régióból (USA, EU, FÁK) származik. A győri székhelyű Rába Járműipari Holding nyilvános részvénytársaság, részvényeit a Budapesti Értéktőzsdén jegyzik 1997 óta. A társaság jegyzett tőkéjét 13 473 446 darab 1000 forint névértékű részvény alkotja. A vállalati árbevétel alakulását a 2008-as világgazdasági válságtól napjainkig az 1. ábra mutatja.

1. ábra: A Rába Járműipari Holding Nyrt. árbevételének alakulása (2008-2013)



Forrás: Saját szerkesztés

Habár 2008-ról 2009-re óriásit esett vissza a cégcsoport összárbevétele, a következő években helytállt a Rába a kihívásokkal teli gazdasági környezetben is. A dinamikusan növekvő árbevétel igazolni látszik a csoportszintű stratégiát, mely az innováción, a minőség iránti elkötelezettségen és a szoros vevői együttműködéseken alapul.²

A munkám céljainak megfelelően 2011 őszétől 2013. december 31-ig elemeztem a vállalatot és a befolyásoló környezetet. A 2011-ben bekövetkezett nagyarányú állami tulajdonszerzést követően a vállalat a piaci várakozásoktól eltérően (állami megrendelések felé fordulást prognosztizálta a piac) a hagyományos piaci értékesítések felé vette az irányt, ez pedig teret adott a további, iparágon felüli növekedéshez és fejlődéshez. Az üzleti tevékenységek megtisztítása és egyértelműsítése következtében a Rába Nyrt-nek már csak három kapcsolt vállalkozása van (Rába Futómű Kft., Rába Járműalkatrész Kft., Rába Jármű Kft.), mivel a Fehrer Automotive-Rába Kft.-ben meglévő részesedését 2013 februárjában eladta.

A tulajdonosi szerkezetre a többségi állami tulajdon jellemző 2011 novembere óta, a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt. egyúttal az egyetlen 5% feletti részesedést birtokló szereplő.

Állami szerepvállalás

2011. november 7-én az állam a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt.-n (MNV) keresztül vételi ajánlatot tett 815 forintos áron a Rába Holding Nyrt. összes részvényére. Államháztartási szereplőnek már ezt megelőzően is volt részesedése a vállalatban, főként a Nyugdíjreform- és Adósságsökkentő Alap részvénytulajdonosaként. Az MNV 13,4 milliárd forintot kapott országos költségvetési átcsoportosítás útján, ebből akár az összes részvényt is megvásárolhatta volna. A részvényesek végül a várakozásoknak megfelelő mennyiségű papírt ajánlottak fel, az állam 73,68 %-os részesedést szerzett, melyet az Európai Unió versenyhatósága is jóváhagyott. Fontos megjegyezni, hogy nem államosítás történt, hiszen az MNV egy szabályozott tőkepiaci tranzakció keretében nyilvános vételi ajánlatot tett. Mindezt azután, hogy a korábbi maláj befektetővel, a DRB Hicommal történt megállapodást követően a DRB részvénytulajdonosaként az állami szereplő a 25 százalékos tulajdoni arányt átlépte a Rábában. A hivatalos nyilatkozat szerint a kormány a nemzeti vagyon felelős kezelése és gyarapítása mellett kötelezte el magát. Mindezen túl gazdaságfejlesztési elképzelései egybevágóak a járműipari ágazatban történő nagyobb állami szerepvállalással.³

A tulajdonosi átrendeződés után a Rába tőzsdéi cég maradt, ez az üzletfejlesztéseken alapuló további növekedéshez szükséges transzparencia miatt kulcsfontosságú volt. Értékesítési, illetve tevékenység beszüntetési szándék miatt az eszközök átértékelésére nem került sor, ahogyan a Rába számottevő ingatlanvagyonát sem emelték ki újraértékelés és továbbértékesítés célzattal a társaságból. Ebből az is következik, hogy az MNV egységes entitásként kezeli a Rábát, nem pedig vagyonelemekben gondolkodik.

Iparági trendek

A járműipar változása napjainkban egyre nagyobb ütemben gyorsul főként a sebesen változó törvényi szabályozásoknak, a környezetvédelmi direktíváknak, előírásoknak és a technológiai újításoknak köszönhetően. Ezek a feltételek nemcsak a járműgyártókat, hanem láncolatukon keresztül a beszállítókat is érintik. A tehergépkocsi gyártó vállalatok tetemes összegeket ölnek kutatás-fejlesztésbe, hogy lépést tudjanak tartani a szabályozásokkal és az újszerű vevői igényekkel. Ezen kívül a lehető legköltséghatékonyabb termékportfóliót szeretnék megalkotni. Mindezek érdekében egyre jellemzőbb az, hogy a gyártók a beszállítóikat is bevonják a kutatás-fejlesztési programjukba, egyrészt költségmegtakarítás,

² raba.hu (2014)

³ portfolio.hu (2013)

másrészt hatékonyságnövelés végett. Ahhoz, hogy ez működjön, általában hosszú távú stratégiai kapcsolatokat kötnek a beszállító cégekkel, elsősorban azokkal, akik megbízhatóságukról, minőségi termékeikről és transzparens működésükről tanúbizonyságot tesznek. Az is jól látható, hogy a legnagyobb járműipari szereplők a beszállítókkal együtt a moduláris termékmegvalósításra törekednek. Ez azt jelenti, hogy a jármű felépítmények, alvázak, futóművek kellően standardizáltak, mégis megfelelnek a különböző vevői elvárásoknak és a környezetvédelmi szabályoknak. Mindezzel kutatás-fejlesztési, termelési és szerviz költségek takaríthatóak meg, ami különösen azért fontos, mert ebben az iparágban főleg költségmegtakarítással és úttörő kutatás-fejlesztési tevékenységgel lehet az élvonalba kerülni.

Az együttműködési igény az értékesítési oldalon is megjelenik, hiszen a gyártók minél szorosabb kapcsolatra törekednek a forgalmazókkal, akik végső soron a vevőkkel és az ő igényeikkel találkoznak. Az utóbbi években a járműipar egészében megfigyelhető volt a termelési gócpontok újragondolása. A fejlődő piacokon, főleg Kínában és Brazíliában, a növekvő termelési költségek arra késztették a legnagyobb szereplőket, hogy termelésüket megosszák a fejlődő és a fejlett országokban. A lokálisan legyártott termékek a lehető legközelebbi régiókban kerülnek eladásra, ezáltal az egy termékre jutó költségek alacsonyabbak lesznek. A Rába számára is fontos tény, hogy az európai járműpiac az utóbbi években csökkenést produkált, 2013-ban mintegy 7%-os volt a teljes európai piac zsugorodása. Ezzel szemben a BRIC országokban további bővülés várható.

A vállalat stratégiája

„A vállalat stratégiájának legfontosabb célja, hogy az aktív üzletfejlesztésre összpontosítva stabilizáljuk eredményeinket és megteremtjük a további növekedés alapjait.” – hangsúlyozza Pintér István, a Rába Járműipari Holding Nyrt. elnök-vezérigazgatója. A további bővülést főleg a nemzetközi vevői kapcsolatokra alapozott üzlet- és termékfejlesztéssel kívánja elérni a cég. Az elmúlt évben elindított nagy fejlesztési projektek már meghozták a várt eredményeket, számos hosszabb távú együttműködést sikerült megkötni. Ezeknek a megállapodásoknak szerves része a vevőkkel történő közös termékfejlesztési projektek. A vevőközponúság, mely az üzletfejlesztési stratégia egyik legfontosabb alapelve, mindhárom üzletágban érvényesül.⁴

A Rába Holding komplex megoldásokkal kívánja kiszolgálni vevőit az elérhető legmagasabb színvonalon. A kutatás-fejlesztés további erősítése is idevág, mely egyébként főleg a Futómű üzletágban jelenik meg, mely kétségtelenül a cégcsoport működésének és növekedésének is a legmeghatározóbb eleme. A K+F területen a cél az, hogy a partnerek olyan cégeként tekintsenek a Rábára, amely a mérnöki és gyártási feladatok teljes spektrumát felölelve a koncepcionális tervezéstől a teljes termékfejlesztésen át egészen a sorozatgyártásig megbízhatóan teljesít.⁵ Ennek érdekében működik a vállalat önálló kutatás-fejlesztési bázisa, a Rába Fejlesztési Intézet (RFI), amely a legkorszerűbb infrastruktúrával, speciális járműipari mérnöki szoftverekkel és tesztlaborral támogatja a fejlesztéseket.

Futómű üzletág

A Rába Nyrt. Futómű üzletága főként buszokhoz, tehergépjárművekhez és mezőgazdasági gépekhez fejleszt és gyárt komplett futóműveket, futóműalkatrészeket, valamint fő- és részegységeket. A Rába Futómű Kft. az innováción és a mérnöki tudáson alapuló K+F tevékenységre, az aktív üzlet- és termékfejlesztésre, ezeken túl a minőség folyamatos kontrollálására és javítására épít, annak érdekében, hogy a különböző folyamatokból

⁴ raba.hu (2014)

⁵ raba.hu (2014)

származó szinergiák által versenyképes árat tudjon kínálni vevői számára. A fejlesztés és az értékesítés két tényező miatt kapcsolódik össze szorosan. Egyrészt a járműgyártókkal történő közös projektek kivitelezése, másrészt a specifikus, résziaci igények kielégítése indokolja mindezt.

Az üzletág a termékeit elsősorban exportra termeli, az USA, a Független Államok Közössége (továbbiakban FÁK) és a nyugat-európai piac számára is. Az utóbbi időben az üzletfejlesztésnek köszönhetően mindhárom fő piacon jelentős sikereket ért el a cég.⁶

Alkatrész üzletág

A járműipari alkatrész üzletág két nyugat-dunántúli üzemet foglal magában, Mórt és Sárvárt. A móri gyár a korszerű hegesztés, ülés- és ülésrendszer-gyártás, valamint a sajtolás központja, míg Sárváron a forgácsolás és megmunkálás a fő tevékenység. A Rába Járműalkatrész Kft. elsősorban a Magyarországon és az EU régióban működő nemzetközi autóiipari vállalatok számára értékesíti termékeit, a cég első és másodszintű beszállítóként működik. A termelés több mint 70%-át személygépkocsi ülés és alkatrészeinek gyártására koncentrálja (Bikali 2013).

A termékek nagy része a Magyar Suzuki, Magyar Toyo Seat Kft. és a NAF GmbH termékeibe kerülnek beépítésre.⁷ Az üzletág kiemelt célja a Suzukival kiépített beszállítói jog megőrzése és kiterjesztése, hiszen a bevételek nagy részét ez a tartalom képezi. Ebből kifolyólag a Suzukitól való függés is hatalmas. A vállalat ezért más szereplőket is megcélzott már, illetve tendereken is indul.

Jármű üzletág

A Jármű üzletág a korábbi fejlesztések tapasztalataira alapozva már a többségi állami tulajdonszerzést megelőzően megújította termékportfolióját. A Rába Jármű Kft. fokozott terepjáró képességű, speciális szállítási és védettségi követelményeket kielégítő katonai felhasználású teherautó-család fejlesztését és gyártását, önjáró buszalvázak gyártását, valamint egyes járműkategóriákban nemzetközi partnerei gépjárműinek adaptációs munkálatait végzi

Legnagyobb hosszú távú megrendelője a Magyar Honvédség. 2018-ig a Rába a kizárólagos szállítója a terepjáró kategóriában a Honvédségnek. Ezen kívül regionális késztermékgyártóknak autóbusz önjáró alvázakat valamint az európai piacra alváz-szerkezeteket gyártanak.⁸ A Jármű üzletág ezek alapján tehát katonai és polgári értékesítéssel operál. Az üzletág egyik kiemelt célja a polgári felhasználású termékek súlyának növelése.

Stratégiai elemzés

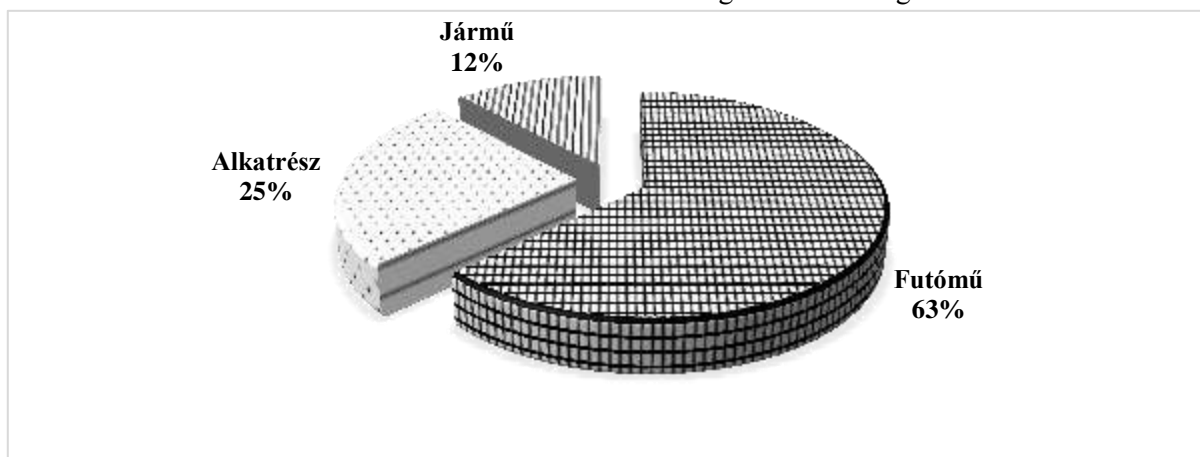
Elemzéseim alapján arra jutottam, hogy a vállalatcsoport vezetősége az elmúlt három évben kiváló stratégiai irányt határozott meg, melynek pozitív, eredményre és cash flowra gyakorolt hatásai már a 2013-as üzleti évben jelentkeztek. A menedzsment nagyszerűen használja ki a legerősebb üzletágban (Futómű) rejlő potenciált, azonban a másik két üzleti egységet sem hagyja leszakadni, hiszen a Rába Nyrt. kulcsa a széleskörű diverzifikáció. Az üzletágak eltérő bevétel generáló képességét a 2. ábra illusztrálja.

⁶ raba.hu/futomu (2014)

⁷ raba.hu/jarmualkatresz (2014)

⁸ raba.hu/jarmu (2014)

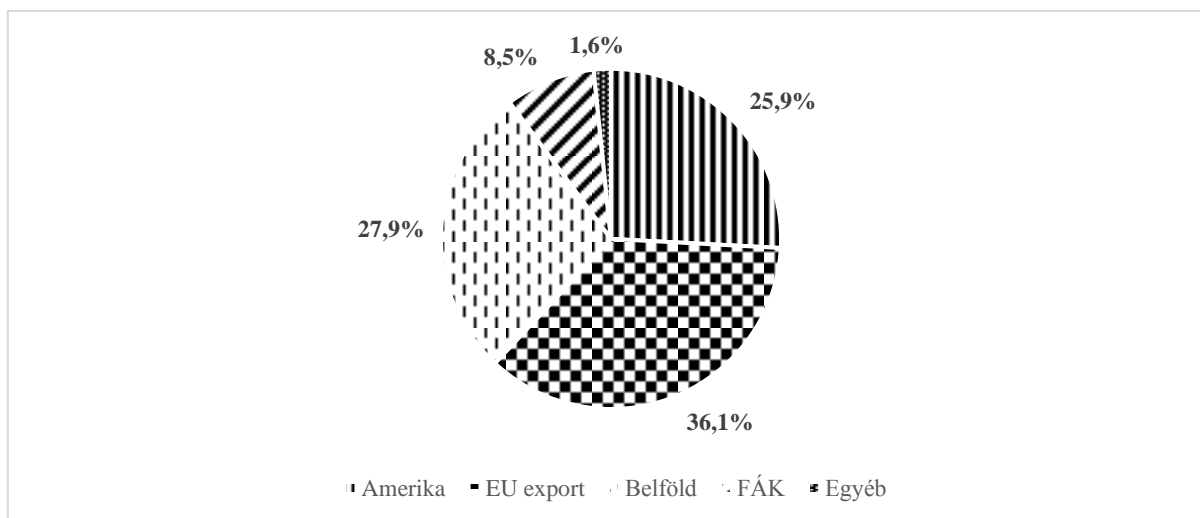
2. ábra: 2013. évi konszolidált árbevétel megoszlása üzletágak szerint



Forrás: Saját szerkesztés

Az aktív üzletfejlesztésre építve és a Futómű Kft. növekedési erejére támaszkodva a cég sorra szerződik le egyre nevesebb partnerekkel és egyre szélesebb körben. A főként amerikai és nyugat-európai referenciákkal, a megrendelés csomagok is egyre nagyobbakká válnak, közvetlen beszállítói kapcsolatok köttetnek meg.⁹ Ennek megfelelően a 3. ábrán a cégcsoport főbb piaci láthatóak.

3. ábra: 2013. évi konszolidált árbevétel bontása földrajzi piacok szerint



Forrás: Saját szerkesztés

A cél az, hogy mindhárom üzletágban sikerüljön növelni a magasabb marzs-ot jelentő komplex megoldások gyártását és értékesítését, ahol pedig ez nem lehetséges, ott stabil, hosszú távú megállapodások aláírásával kell megtermelni a növekedéshez szükséges árbevétel tömeget.

A kormány által is támogatott buszgyártás mindenképpen ígéretesnek tűnik.¹⁰ A fő kérdés itt csak az, hogy milyen nagyságrendben képes a Rába a magyarországi buszállomány lecserélésében szerepet vállalni. Ez közvetlenül érinti az ellentételezési rendszert is, ami

⁹ hvg.hu (2014)

¹⁰ kormány.hu (2014)

nemcsak a Rábának, hanem sok száz KKV-nak is kulcskérdés. Feltételezéseim szerint előbb-utóbb állami nyomásra be fognak indulni a megrendelések.

Költség oldalról nézve a társaságot, rendkívül biztató a helyzet. A korábbi években elvégzett gyártástechnológiai és hatékonyságnövelő beruházásoknak (nagy részük ráadásul uniós forrásból) köszönhetően a költségek és ráfordítások alacsonyabb ütemben nőnek, mint az árbevétel. Ez egyenesen a nyereségességet javítja, ami az elmúlt egy évben ugrott meg igazán (lásd. EBITDA margin). A vállalatcsoport hitelállománya is erőteljesen csökkent az elmúlt két évben. Meggyőződésem, hogy a hitelállomány csökkentése tovább folytatódik legalább 2014 első feléig. A hitelesökkentés mellett beruházásra vagy esetleg akvizícióra is érdemes lehet összpontosítani, illetve az osztalékfizetés is erősen szóba kerülhet már a 2014-es üzleti év végén. A diszkontált cash flow modellemben 2014-re már osztalékfizetést prognosztizáltam, méghozzá a nyereség 25%-ának kifizetését.

DCF alapú értékelés

Az általam kidolgozott diszkontált cash-flow modellel a Rába Nyrt. belső értékét határoztam meg.¹¹ Rappaport (2002) szerint, utóbbi a cég összes részvényéhez viszonyítva adja meg a tulajdonosi vagy részvényesi értéket. Az értékeléshez 2010-től kezdve használtam fel adatokat, de alapvetően a dolgozat elemzési céljához igazodva, 2011-től 2013 decemberéig vizsgáltam a pénzügyi teljesítményt. A részvényelemzéshez szükségem volt a Free Cash Flow, azaz a működésből származó, adózott pénzáram kiszámítására.¹² Ezt elvégeztem 2011, 2012 és 2013-ra is a következő módon.

Az első lépés az EBIT (üzemi eredmény)¹³ meghatározása volt, ez egyszerűen kiolvasható a vállalat által publikált beszámolókból.¹⁴ Az EBIT-re szükséges egy elméleti adóterhet vetíteni, melynek összegét levonva kapható meg az ún. NOPLAT (adózás utáni eredmény kölcsöntöke nélkül). Ezt az értéket már csak néhány korrekciós tétellel kell módosítani, hogy megkapjuk a Free Cash Flow-t. Ahhoz, hogy előrejelzést tudjak végezni, meg kellett határoznom egy növekedési ütemet,¹⁵ amivel bővülni fog a cég az előrejelzés első évében. Ezt úgy kalkuláltam, hogy az éves visszaforgatási rátával (Retention Ratio) megszoroztam a befektetett tőke megtérülési mutatóját. A befektetett tőke megtérülési mutatóját 2011-től 2013-ig minden évre a következőképpen számoltam ki: vettem az adott évi NOPLAT értékét és elosztottam a működő tőke, a tárgyi eszközök és az immateriális javak összegével. A működő tőke kiszámítását Dorgai (2002) és Copeland-Koller-Murrin (1999) meghatározásai alapján végeztem el. Az adott évi készletállományt, a követeléseket és a normál működéshez szükséges pénzeszközöket adtam össze, majd kivontam belőlük a rövid lejáratú kötelezettségeket (mentes a rövid lejáratú hitelektől és kölcsönöktől) és a céltartalék állományt. Az éves ROIC értékek egyszerű számtani átlagából meghatároztam a 2014-es év ROIC-át is. A visszaforgatási ráta azért 1 2014-ben, mert az előző években nem történt osztalékfizetés. Így a 2014-re előrevetített növekedési ütem 7% lett. A további növekedési értékek meghatározásához a fundamentális elemzés szubjektív elemeit is felhasználtam, azaz a dolgozatom során taglalt értékteremtő üzletek és az egyes üzletágak potenciáljai alapján határoztam meg évről évre a várható növekedési értékeket.

¹¹ A diszkontált pénzáramlás (DCF) alapú értékelés, az eszköz értékét az attól várt jövőbeli pénzáramlások jelenértékéhez (PV) köti (Damodaran 2006, 10).

¹² Free Cash Flow to Firm: FCFF, magyarul cég számára elérhető pénzáramlás (Damodaran 2006, 11).

¹³ Az EBIT számítás módszereit foglalja össze Alvincz-Kiss (2010 505).

¹⁴ raba.hu (2014)

¹⁵ A hosszú távú pénzügyi tervezésben a növekedési ráta azt mutatja meg, hogy egy vállalkozás egy év alatt hány százalékkal képes növelni a mérlegfőösszegét (Kovács 2009, 21).

1. táblázat: A FCF előrejelzése 2014-től 2016-ig

Adatok (ezer Ft)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Visszaforratási ráta (RR)	-	-	-	1	0,75	0,5
Befektetett tőke megtérülése (ROIC)	5,49%	4,55%	11,84%	7%	3,5%	2%
Növekedési ütem (g)				7%	3%	1%
I+Növekedési ütem	-	-	-	1,07	1,03	1,01
EBIT	1 628 045	1 334 496	3 262 072	3 490 417	3 582 040	3 617 861
Elméleti adóteher	341 889	280 244	685 035	732 987	752 228	759 751
NOPLAT	1 286 156	1 054 252	2 577 037	2 757 430	2 829 812	2 858 110
Δ Működőtőke	1 853 260	-190 426	-1 418 429	-1 517 719	-1 557 559	-1 573 135
Δ Tartós eszközök	765 405	395 150	-271 001	-289 971	-297 583	-300 559
Free Cash Flow to the Firm	-1 332 509	849 528	4 266 467	4 565 120	4 684 954	4 731 804
Diszkontált szabad cash flow	-	-	-	4 211 742	3 701 692	3 193 833

Forrás: Üzleti jelentések alapján saját szerkesztés

A részvényértékelést két fázisban hajtottam végre: az első fázis értékelése 2014-től 2016-ig tart, míg a második, az úgynevezett maradványértékben testesül meg. A két fázis összege adja ki a vállalatcsoport teljes értékét. Az első szakaszban az adott évi szabad cash flow meghatározásához mindig az előző évi Free Cash Flow-t vettem alapul megnövelve a százalékos növekedés értékével. E fázis értékeléséhez ezek után már csak a WACC (súlyozott átlagos tőke költség) kiszámítása volt szükséges. Ezt Takács (2007) által¹⁶ ismertetett képlet alapján tettem meg. A kockázatmentes hozamhoz és a kockázati prémium felhasználásához Fernandez (2013) publikált adatait használtam fel.¹⁷ A béta mutatót a Reuters hírügynökség internetes oldaláról töltöttem le. Az idegen tőke költségét 3,5%-ra becsültem a vállalat hiteleit terhelő átlagos kamatszintek alapján. Az adókulcsnál 19%-os társasági adóval és 2, további években 1,8%-os helyi iparüzési adóteherrel kalkuláltam. A diszkontértékek évről évre változnak a rengeteg változó függvényében. Számításaim szerint a Rába 2015 és 2016 között éri el az iparági átlag diszkontértéket, ami 12,5-13% körül mozog.

2. táblázat: A súlyozott átlagos tőke költség (WACC) meghatározása

1 + WACC				1,0839	1,1250	1,1400
Kockázatmentes hozam	-	-	4,6%			
Kockázati prémium	-	-	8,2%			
Béta	-	-	0,83			
Sajáttőke költsége	-	-	11,4%			
Idegen tőke költsége	-	-	3,5%			
Adókulcs	-	-	21,0%			
Sajáttőke arány	-	-	65,1%			
WACC (súlyozott átlagos tőke költség)	-	-	8,39%	8,4%	12,5%	14,0%

Forrás: Saját szerkesztés

¹⁶ Röviden összefoglalva a WACC nem más, mint a saját tőke megkövetelt megtérülésének és az idegen tőke adózás utáni költségének a tőkestruktúrával súlyozott átlaga (Takács 2007, 8).

¹⁷ Fernandez (2013, 4)

A DCF modell második szakasza a maradványértéken alapul. Méltán nevezik ezt folytonos értéknek is, hiszen kiszámítási képlete azt feltételezi, hogy a vállalat működése a jövőben is szünet nélküli lesz. A maradványérték kalkulálásához is párosítottam egy konstans, állandó növekedési ritmust, valamint egy diszkontrátát is.

3. táblázat: A maradványérték és az egy részvényre jutó belső érték kiszámítása

<i>Maradványérték WACC</i>	15%
<i>Maradványidőszak növ. ütem</i>	0,5%
<i>1+Maradványérték növekedési ráta</i>	1,01
<i>FCF(2016) (Ft)</i>	4 731 804
<i>Maradványérték (Ft)</i>	31 703 084
<i>Belső érték a teljes tőkére vetítve (Ft)</i>	42 810 351
<i>Nettó adósság (Ft)</i>	9 122 946
<i>Belső érték (Ft)</i>	33 687 405
<i>Részvények darabszáma</i>	13 473 446
<i>1 részvényre jutó belső érték (Ft)</i>	2 500

Forrás: Saját szerkesztés

Összeadtam a különböző évek diszkontált Free Cash Flow értékeit a maradványidőszak diszkontált számaival, ekkor kaptam meg a teljes tőke arányában a cégcsoport belső értékét. Ezután levontam a pillanatnyilag fennálló adósságot, amivel a tényleges belső értéket kaptam meg. Végül ezt a számot elosztottam a kibocsátott részvények darabszámával és így megkaptam az 1 részvényre jutó belső értéket, ami 2500 Ft lett.

Technikai elemzés

Hogy hű maradjak a részvényelemzésem komplexitásához, nem elég egy diszkontált cash flow alapú modellel értékelni a Rába Járműipari Holding egészét. Kecskeméti (2006, 9) szerint a pontos és hiteles eredmény eléréséhez nemcsak fundamentális szempontból kell megvizsgálni a vállalatot. Én a technikai elemzés aspektusából fogom értékelni a vállalat közelmúltját, jelenét és a kirajzolódó grafikonokból megpróbálok támpontot adni a részvények jövőbeli mozgására vonatkozólag.

Ahogy eddig is, 2011 novemberétől vizsgálom az adatokat egészen 2013 decemberéig. Az alábbiakban a teljes elemzési időintervallumot lefedő ábra látható. A felső szegmensben található, váltakozva fehér-fekete színű diagram mutatja a historikus árfolyamadatokat. Az adatsor heti értékeket tartalmaz. A Rába 2011. október-november és 2013. december közötti időszaka egy markáns árfolyam emelkedésnek engedett teret. A piros színű trendvonal egyfajta támasztékként kiválóan tartotta és vezette felfelé az árfolyamot két éven át. Jól látható, hogy a trendvonalnak három támaszpontja is van. Az első, a kezdőpont, egy lokális mélypontról indult 2011 októberében (ekkor szivárgott ki, hogy az MNV megvásárolná a Rábát). A második 2012 szeptemberében alakult ki, míg a harmadik 2013 májusában tartotta meg sikeresen az árfolyamot.

4. ábra: A Rába Nyrt. árfolyama emelkedő trendben



Forrás: Saját szerkesztés

Az ábrát két segédábra egészíti ki. Ezek technikai elemző indikátorok, melyek matematikai és statisztikai számításokon alapulnak. A felső az MACD indikátor, ami bizonyos időközönként jelzéseket ad arra vonatkozólag, hogy a papír árfolyama lefelé vagy felfelé veszi az irányt. Látható, hogy az MACD az elemzési időtávban mindössze egy jelzést adott (eladási) és az rövidtávon bizonyult helyesnek. A másik indikátor az RSI, ami az árfolyam önmagához mért mozgását mutatja meg. Az RSI összesen három jelet adott, abból az első jelentette a később kialakult trendet, a második jelzés hasonló az MACD által adotthoz, csak kicsivel hamarabb jelzett, míg a harmadik esetében rövidtávon biztosan helyesen jelzett. 2012 végén, amikor mindkét indikátor eladási jelet adott, akkor gyakorlatilag egy lehetséges áprilisi árfolyamzuhanásra figyelmeztetettek az indikátorok. Amikor ez végül nem történt meg, akkor erősödött meg olyannyira a trendvonal, hogy kitarson egész 2013 végéig. 2013 decemberének végén az RSI és az MACD is egyaránt árfolyamcsökkenést jelzett előre.

Azonban kereskedési szempontból a támaszok és a trendvonalak sokszor pontosabb képet adnak a jövőbeli árfolyam alakulásokról. 2013. októbertől egészen december végéig fejlődött ki egy egyenes támaszvonal, amit három hónapon keresztül nem tört át az árfolyam.

Összegzés

Az elemzéseim és a számításaim alapján azt állapítottam meg, hogy a 2013-as kiugró árbevétel és EBITDA bővülés után a következő két-három évben kisebbfajta lassulás következhet be a csoport életében. Az egyik legfontosabb mezőgazdasági futómű vevő, a John Deere Company például 6%-os keresletcsökkenésre számít a 2014-es esztendőben, ami a Rábát negatívan érintheti.

Ha bekövetkezik a visszafogottabb bővülés, akkor a cég valószínűleg eredménye egy részét osztalékként ki fogja fizetni az árfolyamzuhanás megakadályozása érdekében. Modigliani-Miller (1988) szerint az ilyen lépés némiképp tovább lassíthatja egy cég növekedését.

A hosszú távon 2500 Ft-os egy részvényre jutó belső értéket reálisnak találom, hiszen a Rába árfolyama a válság előtt járt már bőven 3000 Ft feletti szinteken is. Amennyiben az üzletfejlesztések magasabb szintre kapaszkodnak és további növekedést képesek generálni, úgy érdemes újragondolni és számolni az értékelési modellt.

Irodalom

- Alvincz J., Kiss Á. (2010): Az eredménykategóriák alkalmassága a vállalkozás gazdasági teljesítményének megítéléséhez. *Gazdálkodás* 54. (499-513)
- Bikali J. (2013): *A Rába Futómű Kft. ellátási lánc folyamatainak elemzése (diplomamunka)*. Széchenyi István Egyetem, Győr
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1999): *Vállalatértékelés*. Panem-John Wiley Sons, Budapest
- Damodaran, A. (2006) – *A befektetések értékelése*. Panem Könyvkiadó, Budapest
- Fernandez, P., Aguirreamalloa, J., Linares, P. (2013): *Market Risk Premium and Risk Free Rate used for 51 countries in 2013: a survey with 6,237 answers*. IESE Business School, Madrid
- Kecskeméti I. (2006) — *Tőzsdei befektetések a technikai elemzés segítségével*. Kecskeméti István és Társa Bt.
- Kovács G. (2009): *Pénzügyi tervezés*. Universitas-Győr Nonprofit Kft., Győr
- Modigliani, F., Miller, M (1988): Osztalékpolitika, növekedés és a részvények árfolyama. In: Modigliani, M. (1988): *Pénz, megtakarítás, stabilizáció. Válogatott tanulmányok*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Rappaport, A. (2002): *A tulajdonosi érték*. Alinea Kiadó, Budapest
- Takács A. (2007): A számított vállalatérték és a részvényárfolyam kapcsolata a magyar tőzsdei vállalatoknál. *Statisztikai Szemle*, 85. évfolyam 10—11. szám. KSH, Budapest

Internetes források:

- http://hvg.hu/kkv/20140120_Nyugateuropai_gigamegbizast_nyert_el_a_Raba Letöltés ideje: 2014.04.29.
- http://raba.hu/befektetoi_oldalak/befektetoi.raba.hu/doctar/eves_jelentesek/annual_report_2012_eves_jelentes.pdf (Rába Nyrt. éves jelentés (2012)) Letöltés ideje: 2014. január 20.
- http://raba.hu/befektetoi_oldalak/befektetoi.raba.hu/doctar/eves_jelentesek/annual_report_2011_eves_jelentes_2011.pdf Letöltés ideje: 2014.04.29.
- http://raba.hu/befektetoi_oldalak/befektetoi.raba.hu/doctar/gyorsjelentesek/2012_jelentesek/GYJ_2012_Q4.pdf Letöltés ideje: 2014.04.29.
- http://raba.hu/befektetoi_oldalak/befektetoi.raba.hu/doctar/gyorsjelentesek/2014_jelentesek/hun/GYJ_2013_Q4.pdf Letöltés ideje: 2014.04.29.
- <http://www.kormany.hu/hu/nemzeti-fejlesztési-miniszterium/infrastrukturaert-elelos-allamtitkarsag/hirek/a-man-es-a-raba-volvo-szallithatja-a-volanbusz-uj-jarmuveit> Letöltés ideje: 2014.04.29.
- http://www.portfolio.hu/vallalatok/a_raba_felvasarlasa_nem_allamositas_interju.158551.html Letöltés ideje: 2014.04.29.
- <http://www.raba.hu/futomu/> (Futómű üzletág) Letöltés ideje: 2014. 03. 21.
- <http://www.raba.hu/jarmu/> (Jármű üzletág) Letöltés ideje: 2014.03.29.
- <http://www.raba.hu/jarmualkatresz/> (Alkatrész üzletág) Letöltés ideje: 2014.03.29.
- www.stern.nyu.edu/~adamodar (Aswath Damodaran professzor honlapja) Letöltés ideje: 2014.02.29