

## 2. A strukturált finanszírozás alapja: a pénzügyi modellezés

A pénzügyi modell a strukturált finanszírozási ügyletek „lelke”. Strukturált finanszírozású ügyleteknél hosszú távú, cash flow alapú finanszírozás történik, a folyósított hitel visszafizetésének a forrása a beruházások jövőben megtermelendő pénzáramlása.

A pénzügyi modell döntő jelentőségű a szponzorok számára, hiszen a pénzügyi modell segítségével lehet csak eldönteni, hogy mely beruházást érdemes megvalósítani\*. A pénzügyi modell kulcsszerepet játszik a finanszírozóknál is, hiszen alkalmazásával határozható meg és alakítható ki a pénzügyi struktúra. A pénzügyi modell a beruházás megvalósítása, az ügylet lezárása után pedig a monitoring, illetve az eredményesség pénzügyi nyomon követésének a legfőbb eszköze.

### 2.1. Mi is az a pénzügyi modell?

Általánosságban minden pénzügyi számítást tartalmazó (Excel) munkalap egyfajta pénzügyi modellnek tekinthető, azonban egy integrált pénzügyi modell általában tartalmazza a három legfőbb számviteli kimutatást: az eredménykimutatást, a mérleget és a cash flow-t. A pénzügyi modellek a számviteli azonosságok logikáját követve, illetve megfelelő képletek alkalmazásával kapcsolják ezeket össze. Ezért legtöbbször a pénzügyi modellben meghatározott számviteli kimutatások olyan formátumúak, hogy azok összevethetők a tényleges múltbeli kimutatásokkal.

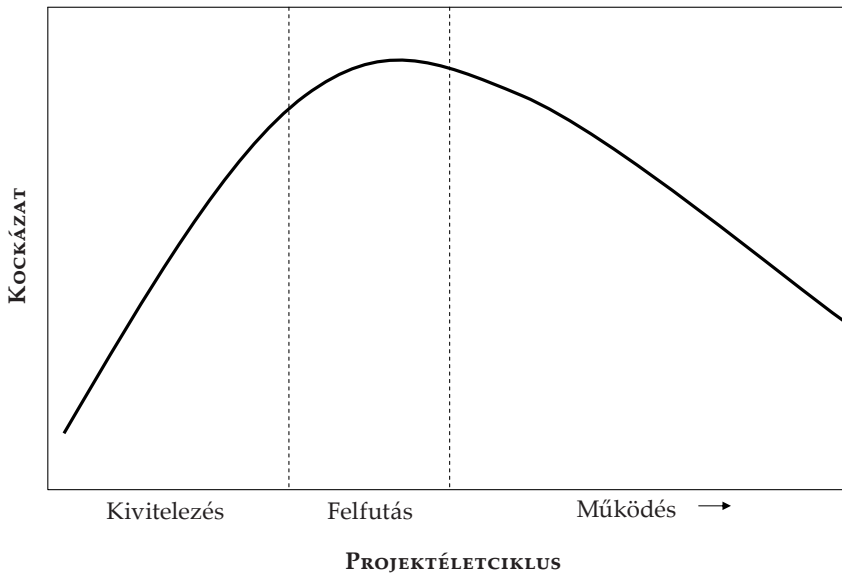
A pénzügyi modell egy előrejelzési eszköz, az összeállításának időpontjában rendelkezésre álló információk és legjobb tudásunk alapján becslést ad a jövőre. Természetesen az előrejelzések a valóságban a legritkább esetben teljesülnek maradéktalanul. Ez alól a pénzügyi modellezés sem kivétel, ilyet elvárni nem szabad, a modell nem is ezért van. Fő feladata annak vizsgálata, hogy különböző üzleti feltételezések mellett hogyan alakul a beruházás pénzügyi helyzete, illetve a hitel visszafizethetősége. A modellezés részét képező érzékenységvizsgálatok pedig rávilágíthatnak egy pénzügyi struktúra kockázati tényezőire és azok súlyára.

### 2.2. A strukturált ügyletek szakaszai és a pénzügyi modellezés

A strukturált ügyleteket a tranzakció lezárását követően három szakaszra szokták bontani. Az első rész egy beruházás megvalósítását, az építés időtartamát fedi le. Ekkor a beruházás még nem termel árbevételt, és a megvalósítás előrehaladtával egyre nagyobb a befektetett pénz összege. Az átadás után a beruházást üzembe helyezik, megkezdődhet a pénzáramlás termelése. Egy projekt számára ez a szakasz jelenti a legnagyobb kockázatot: ekkor a legnagyobb a befektetett tőke összege, és a legnagyobb a bizonytalansága annak, hogy a beruházás valóban képes lesz-e az előre jelzett szabad pénzáramlás megtermelésére (lásd: 4.2. ábra).

\* Hiszen mind az NPV, mind az IRR döntési szabályhoz szükséges a jövőbeni pénzáramlások (Ci) ismerete (lásd: 3. fejezet).

4.2. ábra. A kockázat alakulása a projekt-, illetve ingatlanfinanszírozási ügyleteknél



A felfutási időszakot követően stabilizálódik a beruházás pénzáramlása, megkezdődhet az igénybe vett idegen forrás visszafizetése, illetve megindulhatnak a tulajdonosok számára történő kifizetések. Stabilizálódó cash flow mellett egyre csökken a hitel állománya és a tulajdonosok megtérülése is egyre javul.

Vannak olyan strukturált tranzakciók is, amelyek ennél kevesebb szakaszból állnak: pl. meglévő, cash flow-t termelő ingatlan vásárlása vagy kivásárlási tranzakció. Legtöbbször azonban ezek az ügyletek is legalább két részből tevődnek össze: valamilyen módosítási szakasz és a működés periódusa. Sokszor ugyanis a tranzakció, kivásárlás már működő beruházásoknál is éppen azért jön létre, mert a korábbi működés valami módon nem megfelelő vagy tovább javítható. Ezért az ilyen típusú ügyleteknél is a módosítási/felfutási szakasz tekinthető a legkockázatosabbnak (lásd 4.3. ábra).

Ekkor dől el ugyanis, hogy a változtatások mennyire sikeresek és milyen módon növelik a szabad pénzáramlást. Ezt követően stabilizálódhat a cash flow, amiből fedezhető az adósságszolgálat és a tulajdonosi pénzkivétel.

A pénzügyi modellezés során elméletileg az összes szakasz kezelhető akár egy modellben is. Tekintettel arra, hogy a legkockázatosabb szakasz a felfutás és a módosítási ciklusa, ezeknek a részeknek a modellezése kiemelt fontosságú. A módosítás és felfutás időszakának szerepét emeli ki az is, hogy ezek a modell, illetve modell feltételezéseinek összeállításához időben aránylag közel állnak, így az előrejelzés is megbízhatóbb.

A működési szakasz modellbe való bevétele a pénzügyi struktúra kialakíthatósága miatt lényeges. Fontos szem előtt tartani, hogy ez a rész egyre távolabb van a modellben szereplő feltételezések kialakításának időpontjától, így a modell megbízhatósága egyre csökken.