ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:45 PM Page 3

A Román Kereskedelmi Bank értékének meghatározása SHV-koncepció alapján

NÉMETI MARGIT[1]

I. Elméleti áttekintés

I. 1. A pénzügyi szektor vállalatainak értékelési problematikája

A pénzügyi szektorbeli vállalatok tevékenységének speciális jellegéből, a pénzügyi szolgáltatások bonyolultságából adódóan nem mindenik módszer használata előnyös az ilyen intézmények értékének meghatározására, ezért sajátos eljárásokat igényelnek.[2]

A nem pénzügyi szektorban tevékenykedő vállalatok forrásai kötelezettségekre és saját tőkére oszlanak. Ebben a szektorban a vállalat rövid és hosszú távú kötelezettségét nem mint forrást kell értelmezni, hanem úgy kell rá tekinteni, mint más vállalatok esetén a nyersanyagra. (PricewaterhouseCoopers, 1997)

Következésképpen a két fő tradicionális elemzési modell közül a tulajdonosi érték koncepciója alkalmazható a pénzügyi szolgáltatási vállalatok értékelésére, és ez is csak átalakításokkal, ugyanis a hitelek várható alakulása nem vehető figyelembe.[3]

Egy másik probléma abból adódik, hogy a pénzügyi piac egy szigorú szabályozásnak alávetett piac, melynek szintje országról országra változik.[4] Mindezen tényezők befolyásolják értékelési módszereinket, ugyanis egyrészt az előírások miatt korlátozódik egy bank újrabefektetési, befektetési lehetősége, ami nemcsak kihat a bank növekedési potenciáljára, de befolyást gyakorol a tulajdonosok várható hozamainak nagyságára is.[5] Másrészt pedig kockázatossági számításainkkor kerülnek előtérbe a szabályozások.[6] Ha az előírások változnak a vizsgált időszak alatt, akkor ez befolyásolhatja értékelési módszertanunkat vagy eredményünket.[7]

Mindezek mellett nehézségekbe ütközünk az újrabefektetési hányad megállapításánál,

[1] A Babes–Bolyai Tudományegyetem Közgazdasági és Gazdálkodástudományi karának mesterkurzus-hallgatója.
[2] Diana Harringtom: *Vállalatok pénzügyi elemzése.* Kossuth, Budapest, 1995.
[3] Aswath Damodaran: *Valuing Financial Service Firm.* Stern School of Business, 2006.
[4] Geiserich E. Tichy: *Vállalkozások értékelése.* Gloria, Budapest, 1990.
[5] Benninga–Sarrig: *Valuing Finantial Institutions.* New York Institute of Finance, 2005.
[6] Copeland–Coller–Murrin: *Vállalatértékelés.* Panem, Budapest, 1999, 495.
[7] Pl. A 2003–2004-ben történt előírásbeli változtatások miatt a bankok kimutatásainak elemei más csoportosítás szerinte kerültek bemutatásra, ami maga után vonta modellünk egyes elemeinek újragondolását. Másrészt folyamatban van a IAS előírásainak fokozatos bevezetése, ami kihat a kimutatások készítésének módjára, a kockázati előírásokra.

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:45 PM Page 4

ami két jelentős gyakorlati vállalatértékelési problémát vet fel. Egyrészt a hagyományos vállalatértékelési módszerekkel nem tudjuk felbecsülni a várható cash flow-t, ha nem ismerjük az újrabefektetési hányadot.

Tehát a bankok, biztosítótársaságok, valamint más pénzügyi szolgáltatást nyújtó vállalatok értékelése tradicionális értékelési eljárásokkal kihívásnak számít, ugyanis egyes vállalatértékelési modellek alkalmazása ezen a területen akadályokba ütközik a fent említett okok miatt. Ezért szükséges a tulajdonosiérték-modell átalakítása ezen speciális vállalatok értékelésének igényei alapján.

I. 2. Az SHV tényezős értékelési modell kialakítása bankok esetén

Elemzésem során az Alfred Rappaport által kidolgozott, értéktényezőkre alapuló modelljét kombináltam a klasszikus tulajdonosiérték-modellel,[8] és ezt az IBCA által publikált tíz értéktényezős banki elemzési modellel kapcsoltam össze, amelyet átalakítottam a román BCR bank jellemzői szerint, és összekapcsoltam a klasszikus tulajdonosiérték-modellel.

Az így kapott modell a jövőbeli cash flow-k alakulását a pénzbeáramlások és pénzkiáramlások különbségeként értelmezi, amelyek fejlődését különböző értéktényezők elemzésével vizsgálja. Számos makroszintű értéktényezőt alkalmaz, az értéket a várható szabad cash flow-k alapján becsli az értékgeneráló tényezők segítségével. A modell annak kimutatására is képes, hogy mennyire érzékenyen alakul a bank értéke az alapul szolgáló értéktényezők módosulása függvényében. Mindamellett, hogy a bank tevékenységének múltbeli alakulása alapján a modell, mint minden SHV-modell, előretekintő, a cash flow-előrejelzéseket veti össze az adott időpontbeli piaci tőkeértékkel. Az elemzések során az előrejelzések megállapításakor a bank múltbeli teljesítménye, előrejelzései és várható adatai mellett nyilvános információkat, bankpiaci trendeket, benchmarking információkat is felhasznál, ezáltal komplex és valósághű képet alkot a bankról és teljesítményének várható alakulásáról. A modell alkalmazása viszonylag korlátozott körű információ esetén is elkezdhető, azonban a modell megköveteli, hogy számos belső és külső piaci információ álljon rendelkezésünkre egy pontos elemzés elkészítése érdekében.[9]

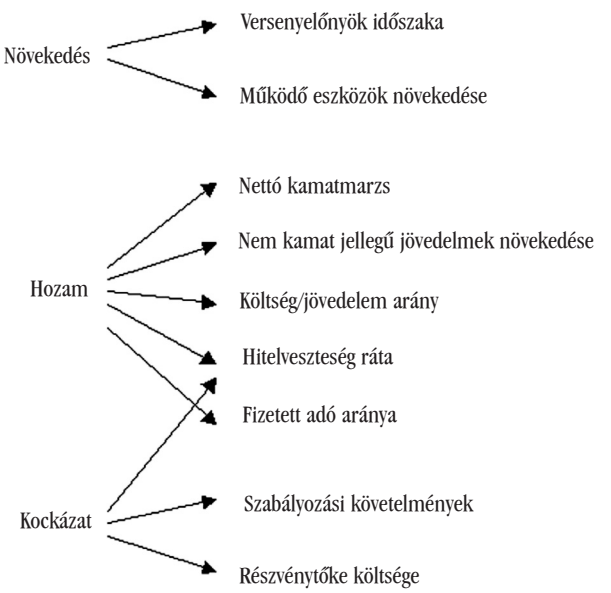
Gyakorlatban a bank eredményei várható alakulásának elemzése folyamán két időszakot különböztettem meg, az értékelési időszak (2006–2008) végéig esedékes szabad cash flow-kat diszkontáltam a tőkeköltséggel, majd ehhez hozzáadtam az időszak végi várható értéket a jelenre diszkontálva, amit maradványértéknek nevezünk.[10]

[8] Az SHV értéktényezős modell először a következő könyvben került bemutatásra: Alfred Rappaport: *Creating Shareholder* Value, 1986.
[9] PricewaterCoopers 1999.
[10] Brealey–Myers: *Modern vállalati pénzügyek.* Panem, Budapest, 2005.

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:45 PM Page 5

Erre azért van szükség, mert a versenyelőnyök időszakában a bank a várakozások szerint a tőkefelhasználást meghaladó működési nyereséget éri el, aminek becslése problematikus. Számszerűsítésének egyik módja lehet annak a vizsgálata, hogy a bank versenyelőnyei mennyire tartósak (PricewaterCoopers 1997). A szakvélemény szerint 3–5 éves periódust lehet figyelembe venni, ugyanis a banki-pénzügyi termékeket nagyon könnyen lemásolhatják a versenytársak. Egy másik megkötés a klasszikus vállalatértékelési módszertanból ered, ami szerint a múltbeli adatok vizsgálata alapján a jövőbeli előrejelzést biztonságosan a vizsgált időszak felére lehet megtenni. Ezen időszakon belül lehet várható cash flow-értékeket előrejelezni.[11]

A maradványérték jelentős részét adja a vállalatértéknek, mértéke közvetlenül függ az előrejelzési időszakot illető feltételezésektől. Ugyanakkor nincs általános formula a maradványérték kiszámítására, értéke attól a becsléstől függ, amely a vállalatértékelési időszak végi versenypozícióját méri fel.[12] Elemzésemben Gordon-növekedési modellt alkalmaztam, amely örökjáradék-formulára épül.



1. ábra: Az SHV-tényezők a bankoknál

Forrás: Black–Wright–Bachman–Davies: *Shareholder Value, értékközpontú vállalatirányítás.* Közgazdasági és Jogi könyvkiadó, Budapest 1999, 176.

[11] PricewaterCoopers 1999.
[12] Jánoskúti: *Postabank Privatization,* London Business School, 2004.

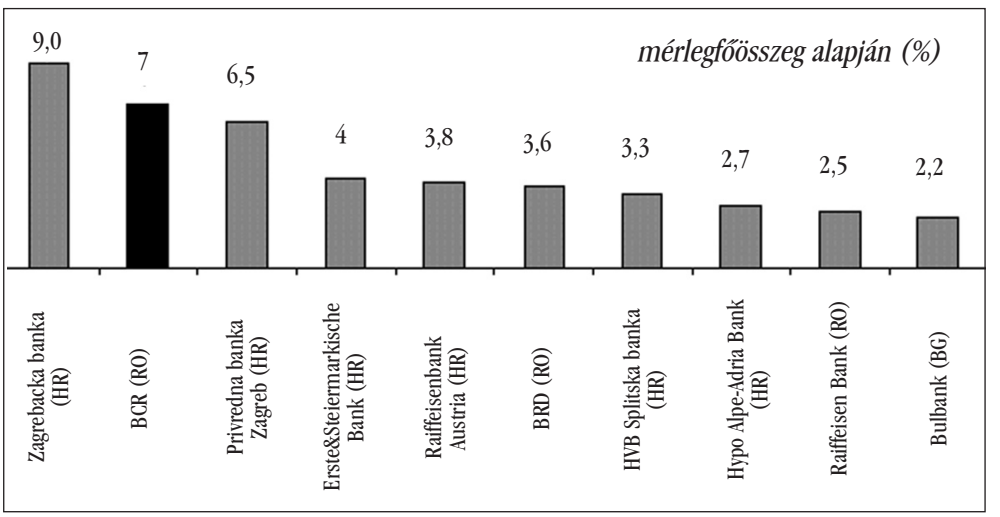
ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:45 PM Page 6

II. A Román Kereskedelmi Bank (BCR), a román bankpiac vezető bankja (2000–2005)

A Román Kereskedelmi Bankot (BCR) 1991-ben alapították. Ez az év kulcsfontosságú a román bankrendszer fejlődésében, ugyanis ekkor alakították ki a kettős bankrendszert, ami 4 előzőleg specializált bankból (Bancorex, Banca Română de Dezvoltare, Banca Agricolă és CEC), valamint az újonnan alapított Román Kereskedelmi Bankból (BCR) állt. A BCR kapta meg a Román Nemzeti Bank kereskedelmi bank eszközeit.

A 2005. év végi 9,7 milliárd euró mérlegösszegével egy 26,3%-os piaci részesedést tudhat magáénak a román bankpiacon. Jelenleg 350 fiókot vezet és 12 000 főt foglalkoztat, ezzel mintegy 4 millió klienst szolgál ki.[13]

Délkelet-európai viszonylatban is nagynak számít a BCR, a második helyet foglalja el, ha a teljes eszközállomány szerint rangsorolunk, 7,2%-os regionális piaci részesedéssel rendelkezik[14] (2004).



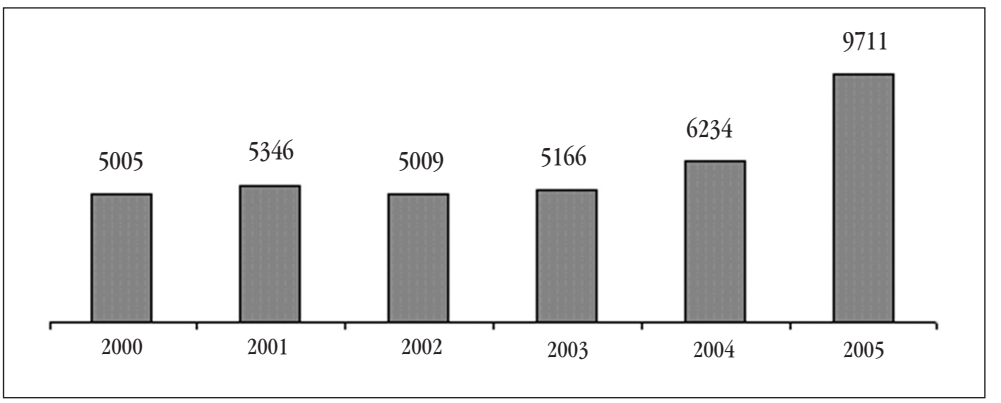
2. ábra: A délkelet-európai régió top 10 bankjának piaci részesedése a régió bankpiacából, 2004

Forrás: Bank Austria Creditanstalt Economics Department, 2006

[13] BCR, 2006.
[14] The Banker: *The 100 bigest banks in the world.* ISI, 2005. Bank Austria Creditanstalt Economics Department: Banking in South-Eastern Europe. Explicit Extra Report, 2005.

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:45 PM Page 7

Ami a BCR mérlegfőösszegének alakulását illeti, láthatjuk, hogy a 2000–2005 közötti időszak alatt a bank egy átlagos 16%-os éves növekedést realizált (lásd 3. ábra). Ha GDP-arányosan nézzük, akkor a kezdeti csökkenő tendenciát felváltva a bank dinamikusan növekedni kezdett a 2003–2005 közötti időszak alatt, míg a 2005. évben a közel 56%-os növekedésével javította piaci részesedését.



3. ábra: A BCR mérlegfőösszegének alakulása, 2000–2005

Forrás: BCR, 2006

2005. június 16-án egy 61,8825%-os csomag eladása került meghirdetésre, és 11 potenciális befektető jelentkezett. A pályázatban 90%-ban veszik figyelembe a pénzügyi ajánlatot, 10%-ban a technikait, úgymint az AVAS által előterjesztett dokumentumok elfogadása, beleértve a garanciát, hogy a vevő átveszi a BERD és IFC részvényeit is.[15]

2005. december 21-én megkötődött az adásvételi szerződés az osztrák Erste Bank és az AVAS képviselői között, aminek alapján az Erste Bank megvette a bank 61,8%-át a világsajtó által rekord nagyságú összegnek titulált 3,75 milliárd euróért.[16]

Ez azt jelenti, hogy az osztrák bank 7,65 eurót fizetett részvényenként. A privatizációs folyamat a 2006. év második negyedében fog befejeződni, az EBRD azt nyilatkozta, hogy az ő részesedését 3–4 hónap múlva fogja az Erste rendelkezésére bocsátani. (Intellinews)

III. A Román Kereskedelmi Bank értékének kiszámítása

A modell alkalmazása során bizonyos feltételezésekkel éltem, amelyek az általam vizsgált 2000–2005-ös időszak gazdasági és szektorbeli trendjeinek, a BCR és az Erste bank eddigi és várható tevékenységének eredményeképp valószínűleg jelentkezni fognak.

[15] Romanian Business Journal: *Banc privatization comes to an end.* In: RBJ, 2005.
[16] AVAS: Contract de vânzare-cumpărare de acțiuni în Banca Comercială Română S. A., 2005.

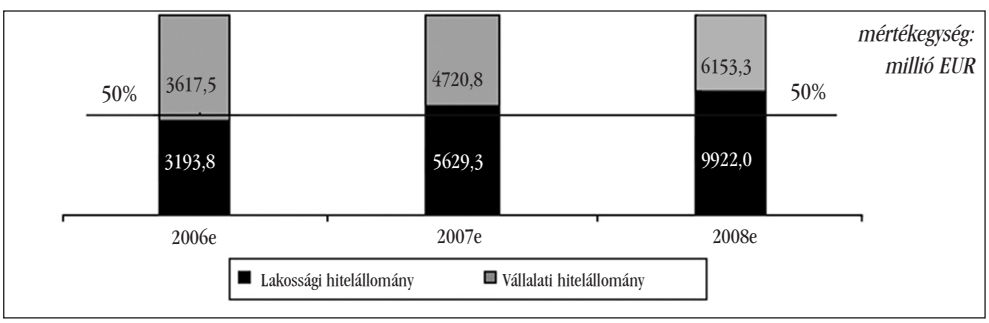
ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:45 PM Page 8

Először is feltételezem, hogy a román gazdaság továbbra is egy fejlődésben levő gazdaság jellemvonásait hordozza magán. A várható kedvező gazdasági, politikai stabilitás, makrogazdasági helyzet termékeny talajnak bizonyul a további fejlődéshez. Az alkalmazott restriktív monetáris politika (irányadó jegybanki kamatláb és más magánszektori hitelállomány időszaki növekedését csökkentő döntések), a kedvező árfolyamalakulás, valamint az alacsonyabb mértékű bérnövekedés[17] kedvezően érinti a 2006. második félévi és 2007. évi dezinflációs célkitűzéseket.

Ebben a kedvező makrogazdasági környezetben nagy fejlődési potenciállal rendelkezik a bankszektor, hiszen alacsony a pénzügyi közvetítő szerepe. Ezt mutatja az a tény, hogy a 15. életévét betöltött lakosság csak közel 40%-a áll bármiféle kapcsolatban bankkal, 28%-nak van bankszámlája és 17%-nak hitelkártyája. (Bank Austria Creditanstalt). Ezekkel a mutatókkal Románia nagyjából a délkelet-európai országok átlagát súrolja. A Bank Austria Creditanstalt elemzőinek véleménye szerint a régióból Romániában várható legnagyobb betét-, valamint hitelállomány-növekedés a 2004–2008-as időszak alatt.

A Román Kereskedelmi Bank hitel- és betétállományának várható alakulását nagyban befolyásolja, hogy univerzális bankstratégiát alkalmaz.

Ami a bankunk *működési bevétel*ét illeti, ebben várhatóan egyre kisebb részt kap a kamatjövedelem, a nem kamat jellegű jövedelmek (komissziók, szolgálati bevételek, díjak, stb.) javára. Emellett, míg jelenleg bankunk eszközállományának nagyobb részét teszik ki a vállalatoknak nyújtott hitelek (közel 55%), ez az arány csökkenni fog. Az Erste Bank kijelentette, hogy erősíteni fogja a kártyaoperációs szolgáltatásokat, magán-nyudíjpénztári, takarékpénztári szolgáltatásokat fog bevezetni, tehát egyértelműen a retail bankingre fog nagyobb hangsúlyt fektetni, ezért a 2008. évre a hitelállomány megoszlása felcserélődik (lásd 4. ábra).



4. ábra: A BCR lakossági és vállalati hitelállományának részesedése a teljes hitelállományból, 2006–2008

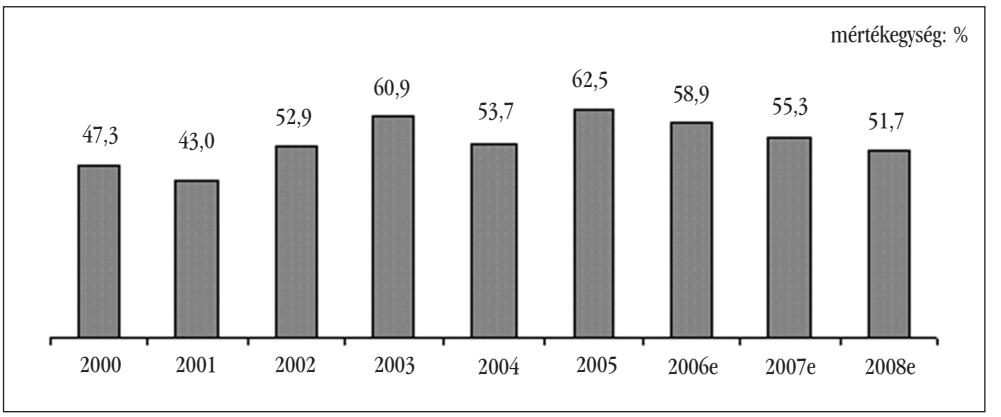
Forrás: Saját elemzés

[17] A nettó bérnövekedés várhatóan alacsonyabb lesz az elkövetkező évben, hiszen a magán alkalmazóknak az erős árfolyammal, csökkenő növekedési tendenciával kell szembenézniük, míg az állami szektorbeli béreket a szigorú fiskális politika korlátozza.

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:45 PM Page 9

A *költség oldalon* a kelet-európai bankokhoz hasonlóan a vizsgált bankunk is gyorsan konvertál a nyugat-európai gyakorlathoz.

A 2000–2005-ös időszakban átlagosan a teljes működési bevétel 53,4%-a volt szükséges a pénzkiadások fedezésére, amely nagyságát nagymértékben a megvalósított beruházások mértéke befolyásolta[18] (lásd 5. ábra).



5. ábra: A BCR költség/jövedelem arányának alakulása és előrejelzések, 2000–2008
Forrás: BCR, 2000–2006, saját elemzés

Az Erste Bank vezetősége céljául tűzte ki ezen arány leszorítását a 2004. éves 54%-ról a 2009. évi 48%-ra, ezáltal elérve a 10%-os ROI (Return on Investment) szintet.[19]

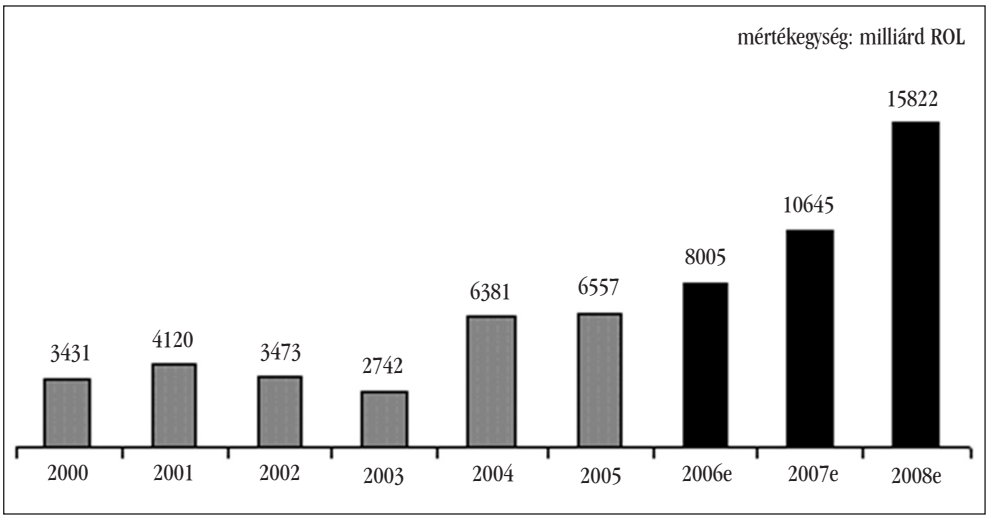
Ezt a banki tevékenység hatékonyságának növelésével szeretné elérni, ami gyakorlatilag két fontos lépést jelent, egyrészt a bank jelenlegi fiókhálózatának (350 fiók) 50%-os csökkentésével, másrészt a jelenlegi 12 000 alkalmazott számának csökkentésével (Intellinews, 2006).

A fentiekből kapott eredményből kapjuk a bank nettó profitját, amennyiben ezt korrigáljuk a monetáris helyzetből esetlegesen fakadó veszteséggel, levonjuk a fizetett adó nagyságát, majd figyelembe vesszük a kisebbségi érdekek nyereségét vagy veszteségét.

A számításainkat egyszerűsíti az a tény, hogy a 2004. év utáni periódusban figyelmen kívül hagyhatjuk a monetáris helyzetbol fakadó veszteséget, ugyanis a KPMG, mint a bank könyvvizsgálója, megállapította, hogy a román gazdaság átvette a fejlődésben levő gazdaság jellemvonásait. Így, miután a lej megszűnt egy hiperinflációs jelleggel rendelkező gazdaság pénzneme lenni, nem került használatba a IAS 29, az elkövetkező években a helyzet várhatóan hasonló marad.

[18] Capital Intelligence: *Banca Comercială Română*, CI Report, 2004.
[19] Erste: *Annual report, 2005*, 2006.

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:46 PM Page 10



6. ábra: A BCR nettó profitjának alakulása és előrejelzések, 2000–2008

Forrás: BCR, 2000–2006, saját elemzés

III 1. A tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash flow

Törvényi szabályozás miatt a bankok a nettó profitjuk csak egy részét tudják felhasználni tulajdonosaik hozamigényének kielégítésére, azt a részt, ami a különböző tartalékok számára visszatartott profiton túl fennmarad. Elemzésemben a három tartalékállomány alakulását vizsgáltam a BCR esetén, azért, hogy előre tudjam jelezni ezek várható alakulását.

Eszerint várhatóan a kötelező tartalékállomány kielégítésére nem lesz szükség további visszatartott tőkére, ugyanis ez 2004-ben elérte a szükséges szintet. Az átváltási tartalék a valutaárfolyam viszonylagos stabilitása miatt szintén csak kismértékben fogja zavarni számításainkat, így ezt is mellőztem.

Azonban a hitelkockázati tartalék előírt nagysága, a Nemzeti Bank szigorításai miatt is, nagymértékben fogja befolyásolni a tartalékállományunk változását. Előírások szerint ezen tartalék nagysága el kell érje a hitelállomány 2%-át.

A kötelező tartalékok visszatartása után a modell szerint vissza kell adni az amortizáció értékét, így kapjuk meg a tulajdonosok rendelkezésére álló FCF várható értékeit. A 2006–2008-as időszakra feltételeztem a 2005. évi amortizációs szintet, ugyanis figyelembe veszem a BCR által használt lineáris amortizációs leírást (lásd 1. táblázat).

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:46 PM Page 11

1. táblázat: A szabad cash flow várható alakulása, 2006–2008

millió ROL	2006	2007	2008
Nettó profit	**8 005 223**	**10 645 369**	**15 822 233**
Profitból visszatartott tartalékok	1 968 953	2 534 118	4 080 912
Visszaadott értékcsökkenés	1 500 000	1 500 000	1 500 000
Tulajdonosok rendelkezésére álló FCF	**7 536 270**	**9 611 251**	**13 241 320**

Forrás: Saját elemzés

III. 2. A diszkontált cash flow kiszámítása

Miután meghatároztam a várható cash flow-kat a 2006–2008-as időszakra, diszkontálom ezeket (lásd 2. táblázat).

2. táblázat: A DCF értéke, 2006–2008

millió ROL	2006	2007	2008
FCF	7 536 270	9 611 251	13 241 320
Tőkeköltség (COE)	8,18%	8,73%	9,29%
DCF	6 966 729	8 129 802	10 144 902
DCF 2006–2008	**25 241 433**		

Forrás: Saját elemzés

Ezután alkalmazom a Gordon Növekedési Modellt a 2008 utáni időszakra, amelynek a kiindulópontját a 2008. évi szabad cash flow képezi, és így kapom meg a maradványértéket.

Kétoldalú érzékenységi vizsgálatot alkalmazok a maradványértékre, hogy megnézzem, a tőkeköltség, valamint a növekedési ráta változása miként befolyásolja a bank értékét. Meglátásom szerint egy 3–5%-os növekedés, valamint 10–10,5%-os tőkeköltség lesz várható a vizsgált periódusra. (lásd 3. táblázat)

3. táblázat: A diszkontált maradványérték – érzékenységi vizsgálat

	Tőkeköltség (COE)			
Növekedési ráta (g)	**9,5%**	**10,0%**	**10,5%**	**11,0%**
1%	108 356 730	100 488 889	93 488 583	87 224 679
2%	122 804 295	113 050 000	104 487 240	96 916 310
3%	141 697 263	129 200 000	118 418 872	109 030 849
4%	167 460 402	150 733 333	136 637 160	124 606 684
5%	204 673 824	180 880 000	161 480 280	145 374 465

Forrás: Saját elemzés

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:46 PM Page 12

Eszerint a BCR teljes értéke 4,07–5,8 milliárd euró intervallumra tehető, míg részvényenkénti értéke 5,11–7,33 euró közötti érték, ami számításaim alapján egy 4–6 P/BV szintnek felel meg (lásd 4., 5. táblázat).

4. táblázat: A BCR részvényeinek értéke euróban – érzékenységi vizsgálat

ROL/EUR=35 500	Tőkeköltség (COE)			
Növekedési ráta (g)	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
1%	4,75	4,47	4,22	4,00
2%	5,26	4,92	4,61	4,34
3%	5,93	5,49	5,11	4,77
4%	6,85	6,26	5,75	5,33
5%	8,17	7,33	6,64	6,06

Forrás: Saját elemzés

5. táblázat: A BCR P/BV értéke – érzékenységi vizsgálat

BV (millió EUR)= 986	Tőkeköltség (COE)			
Növekedési ráta (g)	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
1%	3,82	3,59	3,39	3,21
2%	4,23	3,95	3,71	3,49
3%	4,77	4,41	4,10	3,84
4%	5,51	5,03	4,62	4,28
5%	6,57	5,89	5,33	4,87

Forrás: Saját elemzés

Összefoglalás

A fentiek alapján levonhatjuk a következtetést, hogy amennyiben a jelenlegi helyzet alapján előrejelezhető bankpiaci fejlődési trend megvalósul, a román bankok, ahogy a közép-kelet-európai társaik is, megérik a 4–6 P/BV értéket, igaz, az egyes elemzők kételkednek ebben és felülárazottnak vagy legalábbis magasan árazottnak tekintik a román bankokat.

Az általam felépített modell segítségével meghatározott Román Kereskedelmi Bank értéke is eléri ezt a szintet, amihez képest az Erste Bank egy 0,32–2,54 eurós részvényenkénti felárat fizetett részben a várható szinergiahatások, részben a terjeszkedési céljai megvalósítására való törekvése eredményeképpen. Így, bár rövid távon az Erste Banknak tőkét kell emelnie és veszteségesnek tűnhet ez a beruházás, azonban hosszú távon a román bankpiaci trendek és a szinergiahatások, a BCR sikerességéből és nagyságrendjéből

ujforum_59.qxp 12/14/2006 12:46 PM Page 13

fakadó előnyök kiaknázása eredményeképpen elmondhatja, hogy egy gyümölcsöző beruházást hajtott végre, tehát hipotézisem igazolódott.

Irodalomjegyzék

Alfred Rappaport: *A tulajdonosi érték.* Alinea, Budapest, 2002.
Aswath Damodaran: *The Value of Synergy.* Stern School of Business, 2005.
Aswath Damodaran: *Valuing Financial Service Firms.* Stern School of Business, 2006.
AVAS: *Contract de vanzare-cumparare de actiuni in Banca Comerciala Romana S. A.*, 2005.
Banca Comerciala Romana (2001–2006): *Raport Anual,* www.bcr.ro
Bank Austria Creditanstalt Economics Department: *Banking in CEE*, Explicit Extra Report, 2004.
Bank Austria Creditanstalt Economics Department: *BA-CA Comparition of Banks,* ISI, 2005.
Bank Austria Creditanstalt Economics Department: *Banking in South-Eastern Europe*, Explicit Extra Report, 2005.
Benninga-Sarrig: *Valuing Finantial Institutions*, New York Institute of Finance, 2005.
Black–Wright–Bachman–Davies: *Shareholder Value, értékközpontú vállalat-irányítás.* Közgazdasági és Jogi könyvkiadó, Budapest, 1999.
Bodie–Kane–Marcus: Befektetések. Corvinus Tanszék, Budapest, 1996.
Brealey-Myers : *Modern vállalati pénzügyek*, Panem, Budapest, 2005.
Capital Intelligence: *Banca Comerciala Romana,* CI Report, 2004.
Copeland-Coller-Murrin: *Vállalatértékelé.* Panem, Budapest, 1999.
Diana Harringtom:*Vállalatok pénzügyi elemzése.* Kossuth, Budapest, 1995.
Dietz Miklós: *A bankpiac a világon és Magyarországon – a pénznek nincs szaga.* McKinsey&Company, Banküzemtan II. előadás, Corvinus, 2006.
Financial Times: *Analysts bank on eastern promise.* Finantial Times, London, 2004.
Gabriela Tinteanu Moldoveanu**:** *BCR se vinde doar cu supergaranții.* Capital, 2005.
Geiserich E. Tichy: *Vállalkozások értékelése.* Gloria, Budapest, 1990.
ING: *Romanian Banks – The most expensive in the region.* Equity markets, ISI, 2005.
ING: *Romanian banks – Growth not value.* Equity Markets. ISI, 2005.11.
Intellinews: *SEE Financial Sector Report.* ISI, 2005. 07, 2005. 10, 2006. 01, 2006. 04.
Intellinews: *CEE Finacial Sector Report.* ISI, 2006. 03.
InterBiz Group: *Commercial Banks.* ISI, 2006.
ITCB Consulting: *Market survey, the Romanian Banking market 1993-2003.* ISI, 2004.
Jánoskúti: *Postabank Privatization.* London Business School, 2004.
Király Júlia: *Egy bank, amely közel állt Önhöz. A Postabank privatizációjának története. 2002–2003,* Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt, Budapest, 2005.
Meir Kohn: *Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok.* Osiris, Budapest, 2003.
Romanian Business Journal: *Banc privatization comes to an end.* RBJ, 2005.
RZB Group: *CEE Banking Sector Report.* ISI, 2004.
RZB Group: *Company Update-Romania, Banks.* ISI 2005. 09.
The Banker: *The 100 bigest banks in the world.* ISI, 2005.
Tőzsdefórum: *Dresdner Bank: Reális-e a közép-európai bankokért fizetett 4-6 közötti P/BV?,* 2005, www.tozsdeforum.hu
Tőzsdefórum: *Románia minden terjeszkedő bank álma?* 2005.
Ulbert József: *A vállalat értéke.* Pécsi Tudományegyetem, 1994.