

A vezető magyarországi cégek pénzügyi helyzetének alakulása 2003 és 2012 között

Soós Balázs PhD Hallgató²⁵

Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar

ABSZTRAKT A 2007-es gazdasági válság mély nyomokat hagyott maga után. A vállalati döntéshozatal, a vállalatok vezetői által szerzett tapasztalatok ennek megfelelően rendkívül megfontolt és óvatos stratégiaalkotást vonnak maguk után. Azon cégek, melyeket a válság a leginkább sújtott csak lépésről lépésre hajlandók nagyobb kockázatokat vállalni. A tőzsdén lévő cégeknél, az éves részvénykurzusok rávilágítanak a vállalatok vitalitására, versenybeli állapotára. Ha ezen adatokat összevetik az éves beszámolóik különféle mutatószámaival, akkor könnyebben azonosíthatók azon tényezők, kiváltó okok, melyek megmagyarázzák a vállalat aktuális állapotát. Ennek megfelelően a következő cikk a válság diagnosztizálásával foglalkozik, a számok alapján próbál betekintést nyújtani a vállalati döntéshozatal gyakorlati eredményeibe. Ily módon a tünetek (válság fajtái, mélysége) levezethetőek az okok (Cash Flow-, Részvényindex-, Likviditás-, ROE-, ROCE változások) alapján.

KULCSSZAVAK: Gazdasági válság, Tőzsde, Stratégiai menedzsment, Pénzügyi mutatók

Bevezetés

A problematika

A 2007-es gazdasági válság szinte minden vállalkozás hosszú távú fennmaradását próbára tette. A vállalatok vezetőinek rövid időn belül nehéz és egyben sorsdöntő döntéseket kellett hozniuk, hogy sikeresen átvészeljék, és számukra megfelelően hasznosítsák a megváltozott környezeti viszonyokat. A tudomány igyekezett választ adni az okokra és lehetséges megoldásokat kívánt felfedni, melyekkel az effajta válságok jobban kezelhetővé, elkerülhetővé válnak. Fontos definiálni, mit jelent is a válság és milyen fajtái tapasztalhatóak a gyakorlatban. Emellett empirikus felmérések többsége a vállalatok vezetői által rendelkezésre bocsátott információkon alapszik. Ha ezen információk anonimitása nem biztosított, akkor előfordul, hogy a pozitívumok túlsúlyban vannak a negatívumokkal szemben. A legalkalmasabb eszköz az objektivitás megőrzésére, a közös mértékegységek használata. A mértékek közös nevezőjeként érdemes a vállalatok éves jelentéseit, mérlegeit, eredmény kimutatásait, illetve a cégek részvényeinek piaci értékét az elemzésbe bevonni.

Az adatok elemzésével meghatározható a különböző cégekre vonatkozóan a válság fajtája és mélysége. Az ilyen jellegű analízisek egyfajta támpontot nyújtanak a vállalatok vezetői és a politikai vezetők számára, mivel konkretizálják azokat a faktorokat, melyeket javítani, támogatni kell, hogy elkerülhetővé váljon a vállalat válságba kerülésének kockázata.

Célok

Az imént leírtak – a kutatás relevanciájának szükségessége – alapján megfogalmazott kutatási kérdés:

Milyen fajta válságban voltak a magyar cégek, mely lehetséges stratégiák olvashatóak ki a számokból?

A dolgozat szakirodalmi részében bemutatásra kerülnek a különböző válságfajták, válságfokok. Egy egységes ábra segítségével egy átfogó kép mutatja a lehetséges problémákat, melyek veszélyeztetik a vállalatok túlélését, hosszú távú fennmaradását.

Az ezt követő gyakorlati részben pedig a vezető magyarországi cégek éves mérlegeinek és eredménykutatásainak elemzésére kerül sor. Az elemzés minden bizonnyal hasznosnak ígérkezik, mivel egy viszonylag hosszú időtávot ölel fel. Ugyanakkor az elemzés több mutatószámot is felölel, melyekkel a cégek aktuális tőkeszerkezete és a pénzügyi helyzete magyarázható meg.

Az elemzés nem hivatott általános jellegű generalizálás megfogalmazására, egyrészt mivel csupán 12 cégről van szó, másrészt mivel csakis magyarországi vállalatok vizsgálatára kerül sor. Ennek ellenére a magyarországi indexet alkotó 12 cég eredményeinek elemzése alkalmas lehet sikeres válságkezelő módszerek azonosítására. Az elemzést záró rész pedig kitér azon területekre, melyek hasznosíthatják ezeket az ismereteket.

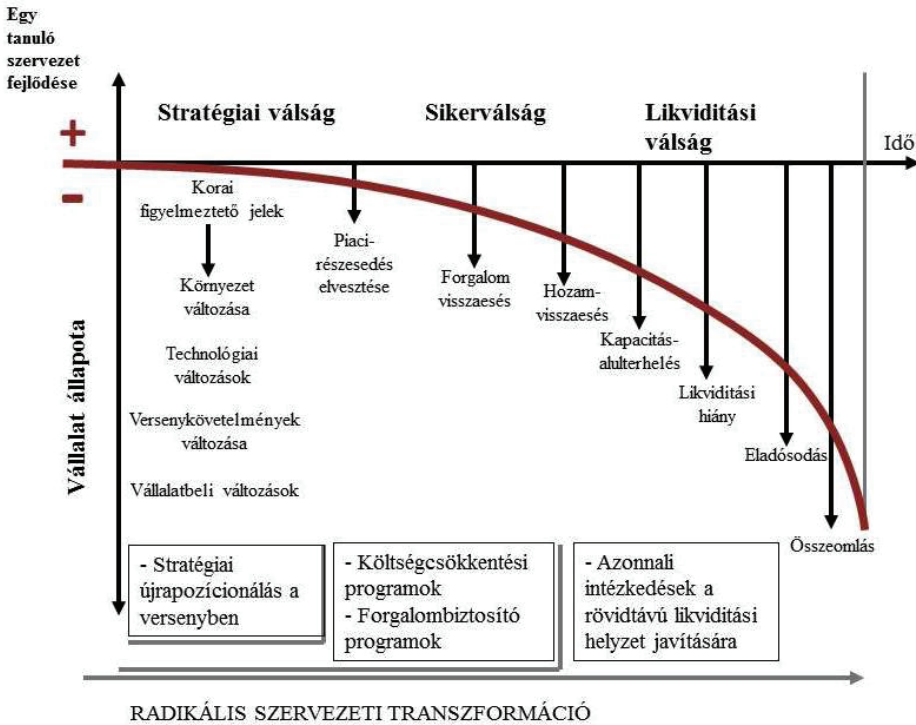
Végül a következtetések után megfogalmazásra kerül a tanulmány összefoglalója, mely további kutatások iránti igény relevanciáját támasztja alá.

A téma indoklása

A német Duden (2013) a gazdasági válságot a csúcskonjunktúra átfordulásaként határozza meg egy gazdasági összeomlás fázisába. Az effajta definíció azonban nem tükrözi teljes mértékben a válságot, hisz egy válság lehet átmeneti jellegű, ahol a cégek a válságot sikeresen „legyőzhetik”. Többek között²⁶ Kasper (2007) ábrája az – amit Bock 1996-tól adaptált –, mely rámutat a válság 3 fő fajtájára, a stratégiai-, a siker- és likviditási válságra.

26 Lásd: Grunwald, Grunwald (2001)

1 ábra: Change-Management



Forrás: Kasper, 2007, p. 33.

A szerző részletesen bemutatja a változásmenedzsment témakörön belül az ilyen jellegű válságok kezeléseinek lehetséges eszközeit. A modell továbbá kitér a válság mélységének lehetséges indikátoraira, melyek e dolgozat alapját képezik. A továbbiakban a modell által azonosított 2 válságtípus (siker- és likviditási válság) vizsgálatára kerül sor. A stratégiai válságok kimaradnak ebből az analízisből, mivel az ilyen jellegű kutatások a vállalatok belső működési mechanizmusait illető adatokat igényelnek, melyeket verseny-okok miatt nem hoznak nyilvánosságra. Az elemzés a cégek külső számvitelének (Mérlegek és eredmény kimutatások) segítségével – mely az éves beszámoló kötelezettségre épül – valósul meg.

Az elemzés

Módszertan

A továbbiakban egy viszonylag rövidre fogott módszertani rész bevezető jelleggel előterjeszti a kutatásban alkalmazott adatok elemzésének lépéseit, módszereit.

Ezek után következik a piaci teljesítmény mérése, a vezető – BUX Indexet²⁷ alkotó – cégek esetleges válságos időszakainak megállapítása céljából. Miután tisztázódott a kérdés, hogy hogyan élte meg a Magyar piaci kapitalizáció az elmúlt időszakot, a kiválasztott cégek pénzügyi elemzésére és értékelésére kerül sor. A jelenleg BUX Indexet alkotó cégek vizsgálata során a *Bureau van Dijk* féle *Orbis Company information across the globe*²⁸ adatbázis által lehívható adatok vizsgálatára kerül sor. Itt megjegyzendő, hogy az adatok nem minden esetben teljeseek, bizonyos évek adatai hiányoznak. Az effajta rések azonban nem jelentenek problémát, mert a szoftver a létező adatokat jeleníti meg és ezek különböző számtani elemzéseinek eredményeit. Ha esetleg egy adott cégnél, egy bizonyos évben egy adat hiányzik, akkor a táblázatokban a már ismeretes n.a. és n.s. jelenik meg, a grafikai elemzés során ezek a hiányzó számok pedig nem jelennek meg a grafikonokon. Az elemzési intervallumként a 2003-tól 2012-ig tartó időszak lett kiválasztva. Néhány helyen, ahol nem voltak teljeseek a 2003-2006-os adatok, ott a 2007-es év lett bázisévként kiválasztva. A számolások során az összes adat egységes formába került, ahol a számítás mindenütt euróval történt, általában milliós nagyságrendben. A forintban megjelenő összegeket mindig, minden időszak zárási árfolyamaival lettek átszámítva euróra. Egységes diagramok és táblázatok készültek az eredményekről, ahol a diagramoknál legtöbbször egy bázis év lett kiválasztva és a százalékos eltérés a bázisévtől lett megjelenítve. A mutatószámok kiszámításnak konfigurációja/képlete az adatbázisban lévő előredefiniált képlet alapján történt. Így csupán az elemzéshez szükséges mutatószámok kiválasztására és letöltésére volt szükség.

Az elemzés zárásaként a következtetések részben egy összefoglaló áttekintés összegzi az elemzés által megállapított ismereteket. Az összefoglaló rész pedig visszaváltja a számokat az elméleti konstrukcióba és kitér a további kutatási igények relevanciájára.

A piaci teljesítmény

A sikerválság megállapítására a tanulmány, főként a piaci kapitalizáció alakulását vizsgálja. Emellett előtérbe kerül a vállalatok működéséből származó Cash Flow-val való relációba helyezés annak érdekében, hogy meg lehessen állapítani, mekkora részét teszi ki a piaci kapitalizáció a Cash Flow-nak.

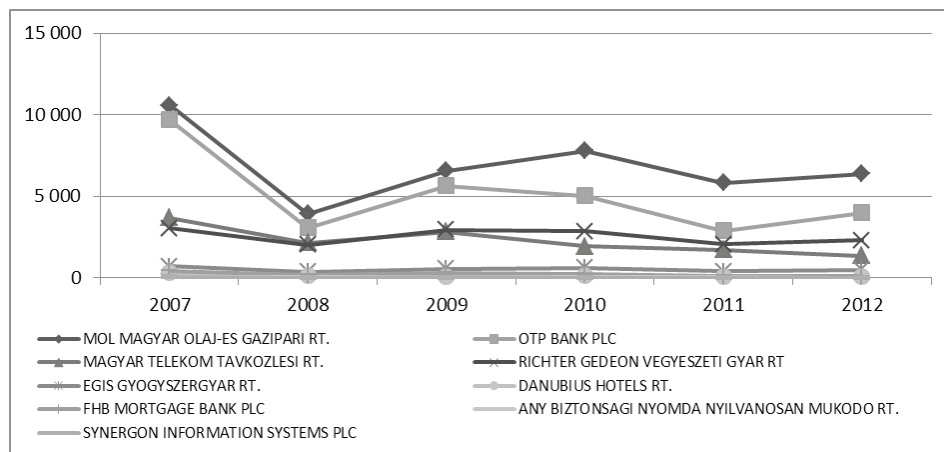
27 A vizsgált cégek: ANY Biztonsági Nyomda Nyilvánosan Működő Rt.; Appeninn Vagyonkezelő Holding Nyilvánosan Működő Részvénytársaság; CIG Pannonia Életbiztosító Zrt.; Danubius Hotels Rt.; EGIS Gyógyszergyár Rt.; FHB Mortgage Bank PLC; Magyar Telekom Távközlési Rt.; MOL Magyar Olaj- és Gázipari Rt.; OTP Bank PLC; Pannergy Nyrt.; Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Rt.; Synergon Information Systems PLC. Megjegyzés: Az adatbázisban az elemzés időpontjában a RÁBA Járműipari Holdig RT. adatai nem szerepeltek.

28 További információ/ részletek: <https://orbis.bvdinfo.com/version-20131025/home.serv?product=orbisneo>, letöltés 2013. 10. 26.

A piaci kapitalizáció tükrözi a cégek tőzsdei értékét. A számítása az aktuális részvények számának és azok aktuális értékeinek szorzata (Staudte – Schmidt, 2004, p. 120.).

A következő ábra (2. ábra) vizualizálja a BUX Indexen lévő cégek piaci kapitalizációjának alakulását 2007 és 2012 között. Megfigyelhető, hogy 2007-hez képest 2008-ban a Magyar Olaj- és Gázipari Rt. és az OTP Bank Plc. különösen nagyot zuhant. Az Európára kiterjedő gazdasági válság, a kereslet visszaesése és instabilitás csupán néhány válasz a sok közül, melyek megmagyarázhatják ezt a tényt.

2 ábra: Piaci kapitalizáció



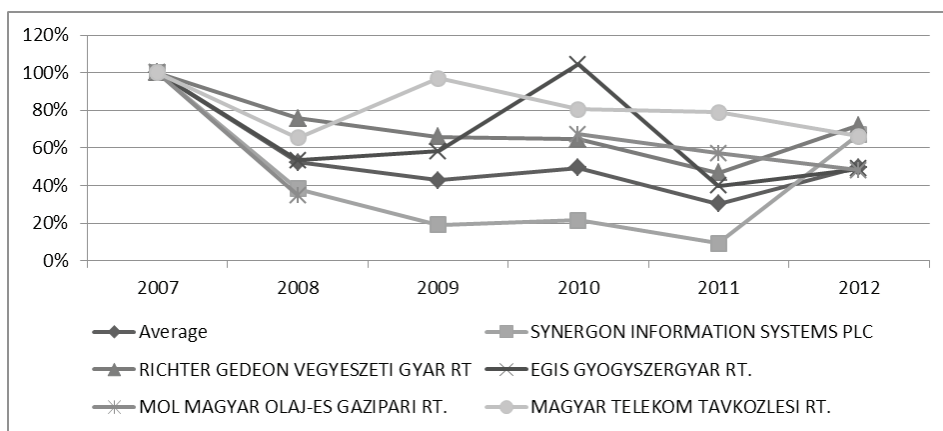
Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, (2013)

A 2010-es évig egy bizonyos fokú javulás fedezhető fel, melynek ismét vége szakad. Az ismételt visszaesés szintén több okra vezethető vissza, vélhetőleg az Eurózána válsága is kihatott a magyar gazdaságra. Az okok keresése, mint ahogy már fent említve volt egy másik kutatás tárgya, ennek az értekezésnek az a célja, hogy leíró jelleggel ecsetelje az elmúlt időszak tényeit, továbbá, hogy feltegye azokat a kérdéseket, melyeknek megválaszolásával magyarázatot kapunk ezekre a tényekre.

A piaci kapitalizáció és működésből származó Cash Flow hányada (3. ábra) szintén az imént említett tendenciát tükrözi, ahol 2007, 2008 és 2010 után visszaesést mutat a mutatószám a 2007-es bázisához képest. Az átlagadatok egy kb. -70%-os csökkenést mutatnak 2011-ben 2007-hez képest. Legkésőbb ebben az időszakban kellett a vállalatvezetésnek olyan stratégiákat kidolgozni, melyekkel az effajta mélyrepülés a növekedés fázisába fordíthatóvá válhasson. Ha szem előtt tartjuk ezt az óriási visszaesést, feltevődnek azok a kérdések, hogy mely módon és milyen időtávon belül nyerhetik vissza a cégek a válság előtti állapotukat? Ahhoz,

hogy új stratégiák szülessenek, a vállalatirányításnak tisztában kell lennie azzal, hogy jelenleg hol tart. A válasz az adatok láttán: A cégekről első látásra feltételezhető, hogy stratégiai válságban – *a megváltozott gazdasági környezet, óvatos vállalkozó magatartás révén* – és sikerválságban – *visszaesett kereslet, egyúttal hozam révén* – vannak. A sokszor ezekből fakadó kapacitás alulterhelés, a visszaesett bevételek és a tartalékok felemésztése általában hatással van a vállalatok fizetőképességére, likviditására²⁹. A következő lépés megállapítani, hogy a magyar gazdaságban az esetleges sikerválsággal párhuzamosan felléptek-e likviditási problémák is.

3 ábra: Piaci kapitalizáció / Cash flow (from operations)



Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

Működési mutató

Eszközök forgása (Net assets turnover)

A következő mutatószám rámutat a növekvő vállalkozások bevételeinek tőkearányos változásaira. A vizsgált cégek operatív adatait a következő ábra szemlélteti.

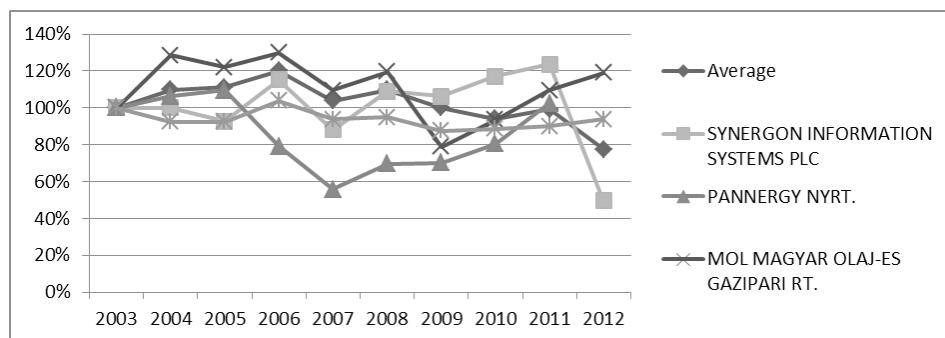
A ábrában lévő átlagérték mutatja, hogy már a válság kezdetekor, 2007-ben bekövetkezett egy bizonyos fokú csökkenés, mely a 2007-es évtől ismét növekedni, majd utána csökkenni kezdett.

Így a 2003-as évből – mint a 100%-os pont – kiindulva egy +20 és -20% intervallumban mozgott az átlag. Különösen feltűnő, hogy a Magyar Olaj-és Gázipari Rt. 2008-ig átlagon felül, majd 2009-ben átlagon alul teljesített. A Pannery Nyrt. 2007-ben a 2003-as évhez képest szinte 50%-ot veszített a mutató eredményéből. A másik oldalon a Synergion Information Systems Plc. a 2008-as küszöbötől átlagon felül teljesített. Összefoglalva feltevődik a kérdés, mi történt a Synergionnál

29 Az első ábra, Kasper (2007) ábrájából (is) logikusan levonható következtetés

2009-ben a válság közepén, hogy lényegesen javultak a számok? Vajon mivel magyarázható ez a növekedés, változott-e ennek kapcsán a cég likviditása?

4 ábra: Eszközök forgása / Net assets turnover



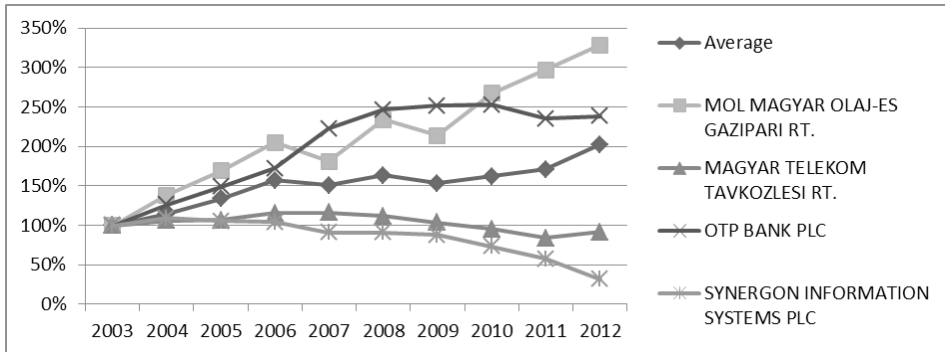
Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, (2013)

Az említett cégeknél csökkenés két módon következhet be, egyrészt ha a működési bevételek csökkennek, másrészt, ha a saját tőke és a hosszú lejáratú kötelezettségek megnövekednek. Az adatbank szerint, 2007-ben és 2009-ben a MOL-nál tényleg csökkentek a működési bevételek, a saját tőke viszont 2007-es év kivételével folyamatosan növekedett. A hosszú lejáratú kötelezettségek alakulása változó, itt 2004, 2011 és 2012-ben volt tapasztalható csökkenés. A Pannergy-nél is hasonlóak elmondhatóak, 2004-2009-ig csökkent a bevétel, ez csak 2010-től indult növekedésnek. A saját tőke a cégnél a 2007-es évet leszámítva mindig csökkent (a 2012-es évre nincs adat), a hosszú lejáratú kötelezettségek alakulása viszont nagyon hullámzó, ami a 2007-es eszközök forgására ad magyarázatot. 2005-ben 5 millió euróra csökkent a korábbi 14 milliós hosszú lejáratú kötelezettségek összege, 2006-ban is csak 6 millió volt, azonban 2007-re visszaugrott a korábbi 14 millió eurós szintre. Ez megmagyarázza az eszközök forgásának kb. -50% kiugrását a 2003-as évhez képest. A Synergonnál pedig a 2008-as adatot a bevételek csökkenése magyarázza. Emellett 2008, 2009 és 2012-ben megnövekedtek a hosszú lejáratú kötelezettségek.

A működési mutatót illetően elmondható, hogy összességében a BUX indexet alkotó cégek mutatója csökkenő tendenciát mutat. Ennél fontos megjegyezni, hogy ez nem a bevételek miatt van így, mivel azok 2003-hoz képest 2012-ig szinte megkétszereződtek (2007 és 2009-ben estek nagyon kis mértékben vissza, 2009-től folyamatosan növekednek egyre nagyobb ütemben). A csökkenést a saját tőke illetve a hosszú lejáratú kötelezettségek növekedése magyarázza, ahol 2012-ig a saját tőke nagyobb mértékben növekedett, mint a hosszú lejáratú kötelezettségek. Ez egy jó indikátor arra, hogy a tulajdonosok és a befektetők hisznek a vállalatban,

az üzletben. A működési bevételek növekedése pedig igazolja, hogy vitális, profitot termelő cégekről van szó. A 2007-es válság így ezeknél a cégeknél nem volt sikerválság, hisz a működési bevételekkel kapcsolatosan nem volt nagy visszaesések. Az 5. ábra szemlélteti, hogy csupán 2007 és 2009-ben volt némi visszaesés, az OTP és a MOL teljesítménye az egész időszakban átlag feletti volt.

5 ábra: Operating revenue (Turnover)



Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, (2013)

Szerkezeti mutató

A vállalkozások likviditási válságának vizsgálatára számos különböző eljárás áll rendelkezésre, a továbbiakban likviditási válság alatt azt értjük, ha a vállalat elhagyja a gyér-likviditás zónáját és közelít az illikviditás felé.

A likviditás vizsgálata minden vállalat számára fontos, a különböző likviditási elemzési lehetőségek megmutatják, mennyire képesek a vállalatok a fizetési kötelezettségeiknek határidő szerint eleget tenni. Az elemzés során több likviditási állapot határozható meg. Az optimális likviditásnál a vállalat képes minden kötelezettségnek határidő szerint eleget tenni anélkül, hogy túl sok fizetőeszköz állományt tartana fenn. A második eset a túlzott likviditás, melynél a rövidtávú kötelezettségek fedezhetőek, ámde túl sok kiaknázatlan fizetőeszköz állomány marad. Ebben az esetben ezeket a kiaknázatlan állományokat megérné az álló- vagy forgóeszköz állományba befektetni. A 3. eset a gyér likviditás, ahol ideiglenesen nem lehet eleget tenni a fizetési kötelezettségeknek. Itt nem megfelelő a fizetett összegek bevételeinek és kiadásának ütemezése, mely – mint már említésre került – átmeneti jellegű, hisz a periódust tekintve elég fizetőeszköz áll rendelkezése, a kötelezettségek teljesítéséhez. Az utolsó eset, a likviditás hiánya (illikviditás) a vállalat fizetéseképtelenségét jelenti, ekkor a várt bevételek nem képesek fedezni a vállalat kötelezettségeit (Wöltje, 2011, p. 298).

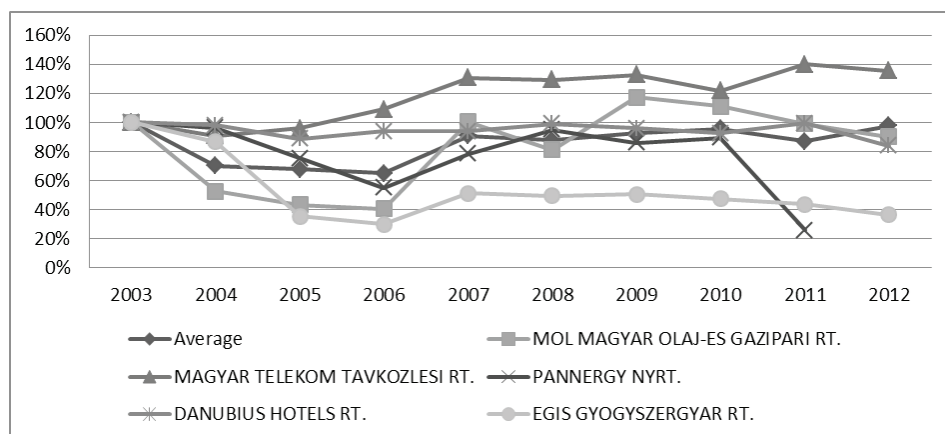
A következő részben a BUX Indexet alkotó cégek eladósodottsági és fizetőképességi vizsgálatára kerül sor. A Gearing mutatóval elsőként a válság ideje alatti kockázatvállalás felbecsülésére kerül sor, melynek a viszonyítása a fizetőképességi (likviditási 1,2 és vagyonalapú) mutatókhoz történik.

Gearing

A Gearing nettó-eladósodottságot viszonyítja a saját tőkéhez, ezzel azonosítja a kockázatot, melyet a tulajdonosok és a hiteladók vállaltak. Egyben megmutatja azokat a korlátokat, ameddig új adósságokat / kölcsönöket vállalhat a vállalat. Minél nagyobb ez a mutató, annál nagyobb a vállalat számára a kockázat és annál jobban függ az idegen tőkétől. Másrészt nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy egy alacsony Gearing negatívan befolyásolhatja a vállalat jövedelmezőképességét, hisz a saját tőke lényegesen költségesebb, mint az idegen tőke. (Wöltje, 2011, p. 303).

A vizsgált cégek átlagos Gearing értéke 2003-tól 2006-ig csökkenő tendenciát mutat³⁰ (6. ábra). 2007-ben azonban ismét megugrik eltérő ütemben csökken, illetve növekszik, azonban a 2012-es évben sem nem éri el a 2003-as értéket. Ennek a mutatónak lehetőleg alacsonynak kell lennie. A mutató szerint új adósságok vállalása a 2006-os évhez képest kockázatosabb lett. Ez szűkíti a vállalatok mozgásterét. Mint az már elhangzott, a saját tőke is időközben növekedik, ebből következik, hogy a nettó-eladósodottság is növekedett.

6 ábra: Gearing változása

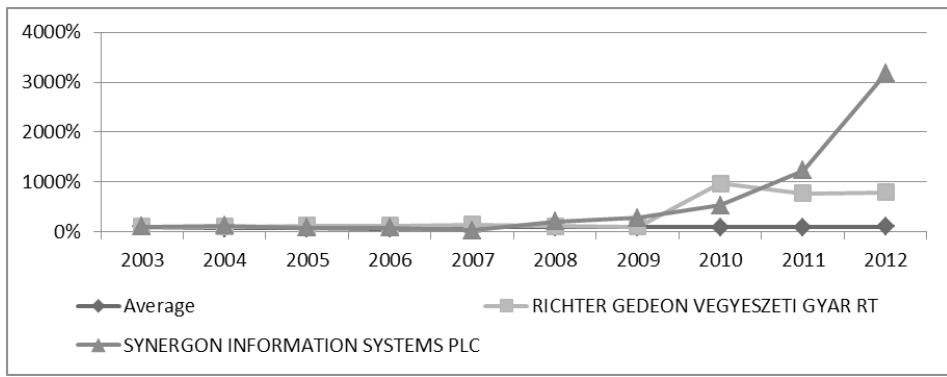


Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, (2013)

30 2003-ban 7db, 2004-2008ig 8db, 2009—2011ig 9db, 2012ban 8db cég adatai kerültek bele az átlagszámításba.

A Richter hirtelen megugrására (7. ábra) magyarázatot ad egyrészt a 2008-as kölcsönök mennyisége 19 millió euró (a 2007-es 2 millió euróhoz képest, 2009-ben 20 millió euró) és a 2010. évi 367 millió eurós (2009ben 15 millió Euro) hosszúlejáratú kötelezettségek megnövekedése. A Synergonnál (7. ábra) pedig a 2003-as kölcsönök (0 millió Euró) és 1 hosszúlejáratú kötelezettségek (millió Euró) 6 millió euróra (kölcsönök) és 3 millió Euróra (hosszúlejáratú kötelezettségek) növekedtek.

7 ábra: Gearing Synergon & Richter



Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

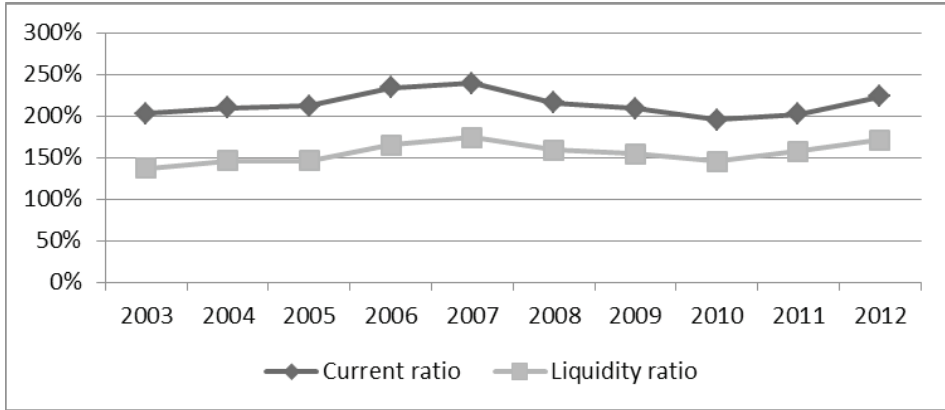
A Pannergy és a Danubius Hotels viszonylag az átlag közelében helyezkedtek el. Az EGIS Gyógyszergyár viszont sikerült a Gearing-et a 2003-as szint alatt tartania, még a válság sem tudta visszalökni arra a szintre. A MOL maximálisan +40%-ban tért el a 2003-as szintjétől.

Likviditás I. (Current ratio/ Working capital ratio)*

A pénzügyi elemzés első likviditási mutatója megmutatja, hogy a forgóeszközök mennyire képesek fedezni a rövid lejáratú kötelezettségeket. Ebbe beletartoznak a készletek is. Az eredménynek 120% és 150 % között ajánlatos lennie. Ha meghaladja a 150%-ot, akkor fellép a túl nagy raktár túlzott tőkelekötéssel gyanúja. Ha kevesebb, mint 100%, akkor a rövidtávú kötelezettségeket nem lehet fedezni a forgó eszközökkel, előfordulhat, hogy a vállalat az állóeszköz állományt kell feláldoznia a kötelezettségek teljesítésére, ez komoly fizetési gondokra vall (Wöltje, 2011, p. 300.).

A cégek Current ratio³¹-jának átlaga 2007 után csökkenésnek indult (8. ábra), ámde 2010-ben egy növekedni kezdett és megközelítette a 220%-os szintet. A fenti elméleti részből következtetve megállapítható, hogy lehetséges, hogy a magyar cégek túl nagy raktárral bírnak, túlzott tőkelekötés feltételezhető a számok alapján.

8 ábra: Likviditás



Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

Likviditás II. (Quick ratio)*

A Quick ratio a likviditás legfontosabb mutatója, a monetáris forgóeszközöknek a rövidejártatú kötelezettségek fedezetének megállapítására szolgál. Ebben a kontextusban a monetáris forgóeszközök alatt a rövid- és középtávon beváltható vagyont értik. Ha ez a ráta 100% fölött van, akkor kivitelezhető a bejövő számlák kiegyenlítése. Viszont, ha 100% alatt van, akkor csak egy bizonyos számlarész fedezhető. Ezért ajánlatos, hogy ez a mutató 100 és 120 % között helyezkedjen el. (50% alá viszont ne csökkenjen.) (Wöltje, 2011, p. 299-300.).

Az előbbi ábrából következik, hogy a cégek biztosra akarnak menni a kötelezettségek fedezését illetően, hisz elég magas fizetőképességgel bírnak.

Vagyonalapú fizetőképesség*

Minél kisebb a mutató, annál kisebb az esély arra, hogy a vállalat eleget tegyen a kötelezettségeinek (Yim – Mitchell, 2005, p. 87.). A vagyonalapú fizetőképességet

31 A current ratio számításakor emlékeztetőül nem minden adat állt a rendelkezésre, ezek nem folytak bele a számításba. Az Appenin cég 2010-es 18,96-os, azaz 1896-os értéke ki lett véve a számításból, feltételezve egy gépelési hibát.

illetően a 1. táblázat szerint viszont elég jól állnak a cégek. Minimum 46% és 52 % körül alakul ez a mutató. Bár 2008-ban 3%-ot esett, mégis 47%-nál megállt.

1. táblázat: Mutatószámok / a cégek száma

	Net assets turnover	Gearing %	Current ratio	Liquidity ratio	Solvency ratio (Asset based) %
2003	1,34	50,27	2,03	1,37	46,93
2004	1,47	35,23	2,10	1,46	51,20
2005	1,49	34,14	2,12	1,46	50,68
2006	1,61	32,68	2,34	1,65	51,74
2007	1,39	45,64	2,39	1,74	50,26
2008	1,47	44,14	2,16	1,59	47,05
2009	1,34	46,58	2,09	1,54	49,12
2010	1,26	48,01	3,84**	3,39**	48,61
2011	1,33	43,77	2,31	1,57	48,10
2012	1,04	49,12	2,15	1,69	45,97

Év	Operating revenue Cégek adatai (db)	Gearing Cégek adatai (db)	Liquidity ratio Cégek adatai (db)	Current ratio Cégek adatai (db)	Solvency ratio (Asset based) Cégek adatai (db)
2003	9	7	7	7	9
2004	10	8	7	8	10
2005	10	8	8	8	10
2006	10	8	8	8	10
2007	10	8	8	8	10
2008	11	8	8	8	11
2009	11	9	8	8	12
2010	12	9	9-1=8 ¹	9-1=8 ¹³	12
2011	12	9	8	9	12
2010	11	8	8	8	11

Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

Working Capital

A Working Capital indikátora a vállalatok tőkeerőségének, ezért lehetőleg pozitívnak kell lennie, a likviditási mutatószámokkal ellentétben ez egy abszolút szám. Összefoglalva, minél nagyobb a Working Capital, annál garantáltabb a vállalat likviditása és egyúttal mozgásteret is. Növekvő Working Capital-lal jobb a vállalat megítélése, mert ez egy szolid finanszírozásra utal. Válság idején, hogyha például csökken a kereslet, ez biztosíthatja a likviditást 3 különböző intézkedés segítségével. Így egy intenzív követelésmenedzsment, hosszabb fizetési határidők kialakítása és a készletek leépítése segíthet a válságos időszakok átvészeléséhez. Ennek köszönhetően felszabadul a lekötött tőke és a vállalatok fizetőképessége jelentősen javulhat (Wöltje, 2011, p. 301-302.).

A következő táblázat³² pozitív képet fest a Working Capital-t illetően. Ez feltételezi a cégek mozgásterének terebélyesedését.

2. táblázat: Working Capital

	Working capital eEUR-ban	Cégek száma	Nem tartalmazza
2003	144 601	7	OTP/FHB/CIG/ANY/APPENIN
2004	156 965	8	OTP/FHB/CIG/APPENIN
2005	200 483	8	OTP/FHB/CIG/APPENIN
2006	157 949	8	OTP/FHB/CIG/APPENIN
2007	235 170	8	OTP/FHB/CIG/APPENIN
2008	201 855	8	OTP/FHB/CIG/APPENIN
2009	224 999	8	OTP/FHB/CIG/APPENIN
2010	241 641	9	OTP/FHB/CIG
2011	334 673	8	OTP/FHB/CIG/APPENIN
2012	340 539	8	OTP/FHB/CIG/PANNERGY

Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

Ez ellentétben áll a Gearing mutató eredményeivel, ám ott nem szabad megfeledkezni arról, hogy ott kölcsönökről, hosszúlejáratú kötelezettségekről és saját

32 A minta 2003-2012 -ig nem tartalmazza az OTP, FHB és a CIG, 2003-ban az ANY és Appennin, 2004- 2009-ig és 2011-ben az Appennin és 2012-ben a Pannergy cégek adatait. *A számítások nem tartalmazzák minden esetben az összes cég adatait, az átlagok mindig a létező adatokkal lettek kiszámolva.

tőkéről van szó. Itt pedig a forgóeszközökről van szó a rövid lejáratú kötelezettségek fedezésére.

A növekvő Gearing ellenére megállapítható, hogy a likviditás és a Working Capital is növekedett. Mint már elhangzott nem nagyon tapasztalható ezen cégeknél a sikerválság, mindemellett azt a következtetést is levonhatjuk, hogy likviditási válság sem lépett fel a megvizsgált vállalatoknál. Érdemes még egy alaposabb pillantást vetni a jövedelmezőségre, hisz pusztán egy működési mutató nem elég ahhoz, hogy átfogóan meg lehessen állapítani, hogy érintette-e ezeket a cégeket valamilyen formában a sikerválság.

Jövedelmezőségi mutatók

A ROE, ROCE és ROA³³ számításoknál a mérleg szerinti eredmények kerültek felhasználásra. A legtöbb esetben az adózás utáni nyereség/ veszteséget használatos a számításokkor, ámde ezekben az esetekben nem veszik figyelembe az eredmény-tartalék igénybevételét osztalékra, részesedésre, és a jóváhagyott osztalékot. Ha ezen elemeket is bevonjuk a mérleg szerinti eredmény/ nettóbevétel alapján, akkor hű képet kaphatunk a részvényesek/ tulajdonosok bizalmi viszonyára a vállalatot illetően. Ugyanis, ekkor egy olyan eredmény generálható, ami figyelembe veszi az osztalékra jogosult vállalati szereplők igényeit.

Saját tőke arányos hozam (ROE)

A saját tőke arányos nyereség mutatója a Return on Equity, amelynél a leverage-effektus szerint a növekvő eladósodottsági fokkal a saját tőke jövedelmezőség növelhető addig a pontig, míg az ösztőke jövedelmezőség nagyobb, mint az idegen tőke kamata (Wöltje, 2011, p. 341).

Az elemzett adatok alapján (3. táblázat) elmondható, hogy a Return on Equity átlaga a 2003-as bázisévhez képest a vizsgált cégeknél rendkívül hullámzó.

33 Emlékeztetőül, csak azok az a mutatószámok lettek kiszámolva, melyekhez létezett adat. Bizonyos évek mutatószámai nem tartalmazzák az összes céget az adott évre vonatkozóan.

3. táblázat: Mutatószámok átlagai

	ROE using Net income %	ROCE using Net income %	ROA using Net income %	Profit margin %	EBITDA margin %	Cash flow/ Operating revenue %	Profit per employee th EUR
2003	8,62	1,98	2,59	12,40	16,60	11,22	8
2004	14,75	9,14	5,77	16,78	17,97	16,19	18
2005	16,32	12,05	6,76	18,64	18,67	17,09	34
2006	15,06	16,00	7,06	18,14	18,64	17,12	37
2007	13,99	9,57	5,90	14,41	16,90	14,78	28
2008	7,03	9,61	2,83	6,65	16,28	11,19	18
2009	9,07	9,31	4,25	9,21	17,50	14,53	18
2010	6,43	6,36	2,91	7,43	11,31	13,93	17
2011	1,76	5,59	2,32	0,86	15,05	11,72	25
2012	6,75	7,97	3,64	9,48	15,64	21,58	26

Forrás: Orbis, Company information across the globe, 2013

2003-tól 2005-ig növekedett, majd 2006-2008-ban csökkent, 2009-ben növekedett, majd ismét hullámzott. A csökkenésre egy lehetséges válasz a korábbiakban már többször említett saját tőke növekedése. 2003-hoz képest a Magyar Telekom, illetve a 2007-es évet leszámítva az EGIS gyógyszergyár teljesített átlagon felül.

Lekötött tőke arányos megtérülés (ROCE)

A mutató az operatív teljesítőképességét és jövedelmezőségét mutatja a bevetett tőkének (Wöltje, 2011, p. 356.).

A ROCE mutatója hasonló tendenciát tükröz, ahol egészen 2006-ig növekedés majd csökkenés (2008, 2010, 2012-ban növekedés) volt tapasztalható a 2003-as évhez képest. Itt is lehetséges magyarázatot nyújt a saját tőke és a hosszú lejáratú kötelezettségek növekedése. Mint már a fentiekben szerepelt, a ROE/ROCE/ROA mutatók a mérleg szerinti eredményből lettek kiszámolva, ahol nem minden cég tüntette fel adatait. Ezek alapján a 3 mutató nem egészen alkalmas egy generalizálható megállapítás levonására. Ellenben, ha nyereség/veszteség kerül bele a számításba, akkor már 10-11 cég átlaga számolható ki.

4. táblázat: Nyereség/ veszteség használata

	ROE using P/L before tax %	ROCE using P/L before tax %	ROA using P/L before tax %	cégek száma
2004	17,36	10,00	6,67	10,00
2005	19,50	13,62	7,79	10,00
2006	17,97	18,04	8,18	10,00
2007	17,81	11,28	7,25	10,00
2008	1,35	10,74	3,71	10,00
2009	-11,15	10,65	5,26	11,00
2010	2,35	6,95	3,31	11,00
2011	-4,97	6,48	3,16	11,00
2012	1,93	7,42	4,00	10,00

Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

A ROE hullámzó teljesítményt mutat, a ROCE viszont stabilabbnak bizonyul, aminél 2012-ben már javulás fedezhető fel.

Eszközarányos nyereség (ROA)

Az eszközarányos nyereség vállalat egészének eredményességét mutatja. Minél nagyobb a ROA, annál magasabb hozamot ért el a vállalat az eszközeinek működtetésével (Econom, 2013). Az ösztöke kamatozása mutatható ki a segítségével (Wöltje, 2011, p. 343.), ha az idegen tőke kamatait hozzászámolják. A fenti táblázat alapján szintén elmondható, hogy a ROA is hullámzó teljesítményt nyújt, ahol a 2012-es adatok ismét bizalmat ébresztenek.

Eredmény ráta

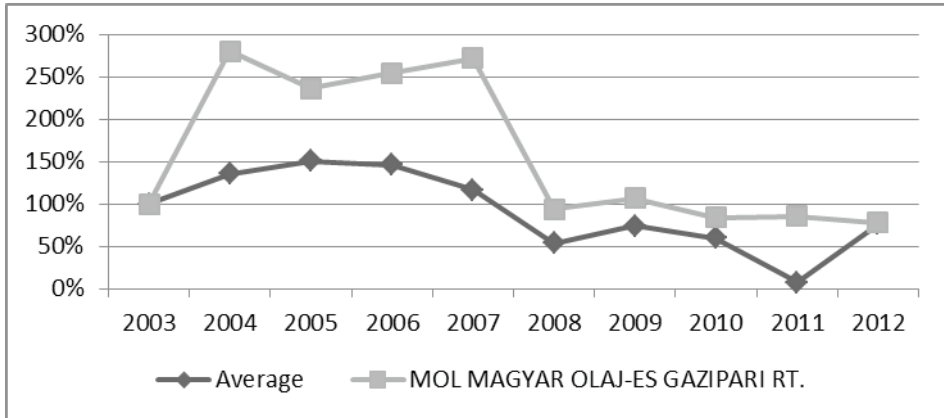
Az eredmény ráta kiszámításakor az adózás előtti eredményt viszonyítják a működési bevételekhez, ebben az esetben is elmondható, minél nagyobb az eredmény, annál jövedelmezőbb a vállalkozás (Investopedia, 2013).

A ráta szerint 2006-tól és 2009-től kezdve érezhető az átlagos csökkenés. A következő 9. ábra szemlélteti, hogy a MOL-nál történt jelentősebb csökkenés, mely az idő elteltével stabilizálódni kezdett. Az átlag³⁴ nagyobb visszaesései a CIG

³⁴ Az átlag kiszámításánál is eltérő adatok álltak rendelkezésre, 2003-ban 9db 2004-2006-ig 10db, és 2007-2012-ig már 11 db cég adatai álltak rendelkezésre.

Pannónia és az FHB mínusz számainak köszönhetőek. Ezek nagymértékű javulása a többi eredmény javulása az átlag újbóli hirtelen emelkedését eredményezi a 2012-es évre. Ezzel párhuzamosan az elemzés szerint 2007-től egészen a 2011-es évig csökkent az adózás előtti eredmény is.

9 ábra: Profit margin (%)



Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

EBITDA ráta

A pozitív EBITDA egy nagyon hasznos indikátor, mely rámutat az üzleti modell működőképességére. Az EBITDA ráta főként a különböző cégek EBITDA nyereségszerző képességének összehasonlítására szolgál (Wöltje, 2011, p. 346.).

A rátát³⁵ illetően a MOL hozható fel pozitív, a Pannergy negatív példaként 2003-tól 2008-ig a 2003-as bázisévhez viszonyítva. 2008-ban azonban változik a helyzet és elég nehézé válik meghatározni, milyen fordulat fog bekövetkezni.

Belső finanszírozási képesség

A Cash Flow, mint a vállalatok belső finanszírozási ereje egy nagyon fontos kiindulópont a döntéshozatalban. Ez nagyban hozzájárul ahhoz, hogy döntések szülessenek befektetéseket, adósságtörlesztéseket és osztalékfizetéseket illetően (Wöltje, 2011, p. 309.). Ebből kiindulva a Cash Flow/ Operating revenue aránya pedig a vállalatok hitelfizetési képességét diagnosztizálhatja.

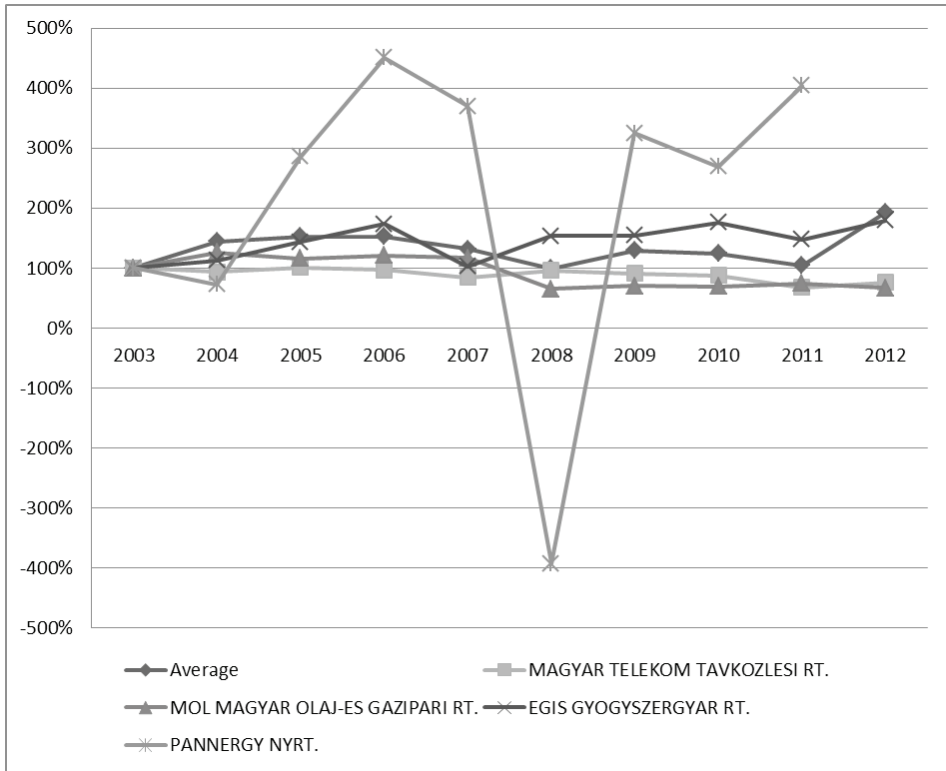
A hitelfizetési képességet illetően a Cash Flow/ Operating revenue arányának átlaga³⁶ a 2003-as évhez képest szinte megduplázódott. Ez erősíti a vállalatok belső

35 2003-ból 6db, 2004-2009-ből 8db, 2010 és 2011-ből 9db, végül 2012-ben 8db cég adatai álltak rendelkezésre

36 2003-ban 6 db cég, 2004-2012ig 8 db cég átlaga állt a rendelkezésre.

finanszírozási képességét. Bár a válság hatása felfedezhető a számokban, mégis úgy tűnik, hogy a cégek összességében 2012-re túltették magukat a nehézségeken.

10 ábra: Cash Flow/ Operating revenue aránya



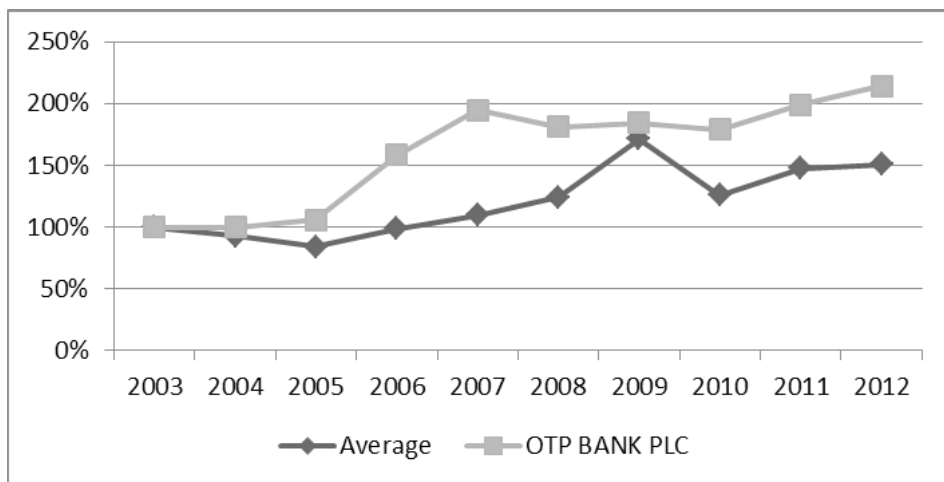
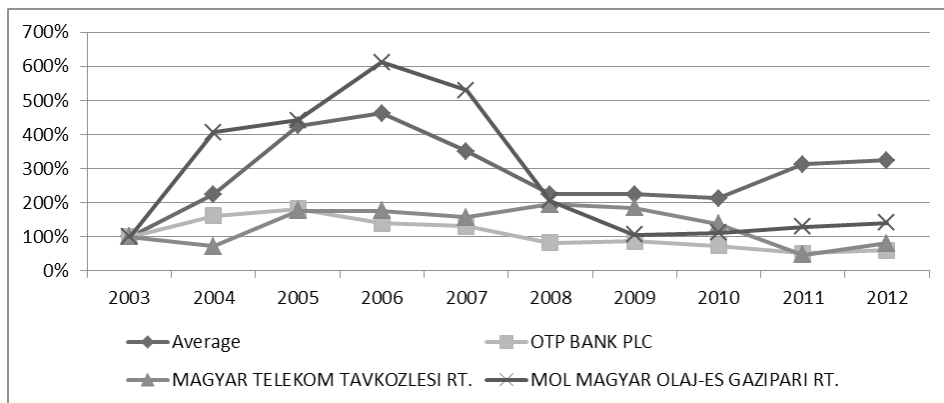
Forrás: saját szerkesztés, adatok: Orbis, Company information across the globe, 2013

Profit (adózás előtti eredmény)/ Foglalkoztatott

Az arány átlaga³⁷ 2003-tól 2006-ig folyamatosan növekedett. 2006-tól 2010-ig csökkent, majd ismét növekedni kezdett. A munkavállalók számának átlagos növevése 2005-től 2009-ig egy lehetséges válasz erre a megállapításra.

37 2003, 2008, 2009-ben 7db; 2004, 2006, 2007, 2010ben 9db, 2005-ben 10db, 2011 és 2012-ben 8db cég adatai kerültek bele az átlagszámításba.

11 ábra: Profit/ foglalkoztatott és a foglalkoztatottak számának alakulása



Forrás: Orbis, Company information across the globe, 2013

Az elemzés korlátai

Az elemzés korlátait főként a hiányos adatok jelentik, a 2003-2006 időszakban nem minden cég adata szerepel az elemzésben. Itt nagyon nagy előny, hogy a szoftver csak a létező adatokat elemzi. Minden bizonnyal van különbség, ha egy mutatószám átlagát egyik évben 9 vagy a másik évben éppen 11 cég adatával számolják ki, de ha csak 8-9 adatsor áll a rendelkezésre, abból is sok következtetést lehet levonni. A legtöbb adat megléte és egységes formába történő öntése eddig ezzel a szoftverrel a legeredményesebb. A korlátok ellenére a meglévő adatok segítségével is értékes ismereteket lehet nyerni a kiértékelt adatsorokból.

Összefoglalás

Az eredmények alapján bizonyítható, hogy egy visszaeső kapitalizáció mellett a vállalatok megőrizték, sőt kiépítették likviditásukat. A túlzott likviditás akár elővigyázatosságból, vagy más okokból azonban korlátozza a befektetéseket. Az optimális likviditás feletti összegeket érdemes a vállalatoknak más állományokba befektetniük. Az Operating revenue 2012-re már túlszárnyalja a 2003-as értékét, az adatok alapján hamarosan a piaci kapitalizáció is eléri 2007-es szintjét. Itt nem szabad arról sem megfeledkezni, hogy bár a gearing mutató is megemelkedett, emellett azonban a Working Capital is növekedett. A működési és szerkezeti mutatók alapján így nem igazolható a stratégiai és a likviditási válság megléte. A jövedelmezőségi adatok azonban legkésőbb 2007-től fogva igazolják, hogy a vállalatok tapasztalták a sikerválság következményeit. A 2012-es adatok bizalmat sugároznak, a csökkenés és ingadozás időszaka lassan kezd a növekedés fázisába átmenni. Ennek a megállapítása már egy további elemzés függvénye, 2013-as és 2014-es adatokkal. A vizsgált cégek elemzése során bizonyítható a 2007-es válság, egyben az elemzés rávilágított egyfajta javuló tendenciára. Az átlagadatok alapján, a vizsgált cégeknél nem tapasztalható a likviditás veszélyeztetése, a sikerválság ellenére nem romlott a fizetőképesség. A vállalati döntéshozatal meg tudta őrizni a fizetőképességet.

Irodalom

- Duden (2013): <http://www.duden.de/rechtschreibung/Wirtschaftskrise>, letöltés 2013. 10. 26.
- Econom (2013): <http://www.econom.hu/roa-eszkozaranyos-nyereseg/>, letöltés 2013. 10. 26.
- Grunwald, E. – Grunwald, S. (2001): Bonitätsanalyse im Firmenkundengeschäft: Handbuch Risikomanagement und Rating. (2., akt. und erw. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel
- Staudte, J. – Schmidt, A. (2004): Virtuelle Unternehmenslandschaften: Quantifizierende Inhaltsanalyse von Websites börsennotierter Unternehmen unter besonderer Berücksichtigung der Aspekte Virtualisierung der Ökonomie und Virtualisierung der Corporate Identity. Lit Verlag Münster.
- Investopedia (2013): <http://www.investopedia.com/terms/p/pretax-margin.asp>, letöltés 2013. 10. 26.
- Kasper, H. (2007): Turn around und Fusion im Change Management. In: (Reichenauer Führungsforum 2005/2006/, Dialog Wirtschaft und Verwaltung): Turn Around in Wirtschaft und Verwaltung p. 31-42. Link: <http://www.bka.gv.at/DocView.axd?CobId=24595>, letöltés 2013. 10. 05.
- Orbis, Company information across the globe (2013):, <https://orbis.bvdinfo.com/version-20131025/home.serv?product=orbisneo>, letöltés 2013. 10. 26.

Wöltje, J. (Hrsg.); [Präg, L. – Müller, C. – Lingenfelder, M.] (2011): Bilanzen. Lesen – verstehen – gestalten. Bilanzanalyse und Bilanzkritik für die Praxis. 10. Auflage, Haufe-Lexware GmbH & Co. KG.

Yim, J. – Mitchell, H. (2005): A comparison of corporate distress prediction models in Brazil: Hybrid neural networks, logit models and discriminant analysis. In: Nova Economia Belo Horizonte 15 (1) p. 73-93.

(Footnotes)

1 Itt szerepel az Appennin cég 18,96 értéke az átlagokban, azért jön ki ilyen magas érték. Hibát feltételezve, nem ez a két adat került figyelembe vételre az elméleti részben (ott kikerült a cég az átlagszámításkor). A többi 2010-es Appennin adatnál abból indult ki a tanulmány, hogy nem hibás adat. Ha a 18,96-os adat mégis helyes, akkor e ponton elnézést kér a cikk alkotója, nem kirekesztő céllal került kivételre a cég az elméleti részben az átlagszámításból, csupán egy 1896%-os 2010-es érték az összes többi év értéke (n.a.) mellett megváltoztatta volna az elemzés hitelességét.

