

A MAGYAR TOP 100 NÖVEKEDÉSI ÚTJAI, AVAGY A 'TURNAROUND' ÉRTÉKVEZÉRELT MENEDZSELÉSSSEL

KATITS ETELKA¹
SZALKA ÉVA²

Összefoglalás

Ebben a tanulmányban vizsgáljuk a hazai TOP 100 növekedési útjait a 2007-2012 közötti időszakra. Vizsgáljuk a ROI, ROA, ROE ráták összetevőit, a jövedelmezőségi-hatékonysági követelmény érvényesülését, számolunk növekedési rátákat és értékgenerátorokat. Javaslatot teszünk a vállalati növekedés indikátorainak csoportosítására, különös tekintettel az e-beszámoló adatai alapján. A TOP100 működésének gyenge pontjainak mérséklésére/megszüntetésére a vállalati válságmenedzselés 'turnaround' technikáit javasoljuk. Itt hangsúlyozzuk az értékteremtést és -alkotás vezérelvének megvalósítását, amelynek 1. lépése az értékteremtők számításba vétele, amelyet nagyon fontosnak tartunk a vállalat pénzügyi tervezés és elemzés, valamint a tulajdonosi értékszámítás terén.

Kulcsszavak

értékteremtők, jövedelmezőségi-hatékonysági követelmény, növekedési ráták, növekedési utak és indikátorok, zavarelhárítás,

Summary

In this paper, we examine the TOP 100 domestic avenues of growth for the period 2007-2012. Examine the ROI, ROA, ROE components, the realization of profitability-efficiency requirements, calculate growth rates and value generators. We propose to classify indicators of corporate growth, in particular based on data from the e-statements. Weaknesses in the functioning of the TOP100 reducing/eliminating the corporate crisis management 'turnaround' techniques is proposed. Here we emphasize the value creation and implementation of imaging guiding principle, which is the first step in taking account of value creation, which we consider very important in the company's financial planning and analysis, and calculation of shareholder value.

Key words

growth ways and indicators, profitability-efficiency requirements, growth rates, turnaround, value drivers

¹ habilitált egyetemi docens, Széchenyi István Egyetem, Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar, e-mail: kaitse@sze.hu

² egyetemi docens, Széchenyi István Egyetem, Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar, e-mail: szeva@sze.hu

Bevezető

“Life is change. Growth is optional. Choose wisely.”
/Karen Kaiser Clark, Author, Motivational Speaker/

A fenti idézet szerint, s azt továbbgondolva, változó világunkban a vállalati növekedés is „csak” egy opció, amely elsősorban a szervezetet érintő változással jár, és amelynek óhatatlanul pénzügy-gazdasági következményei is vannak. Éppen ez utóbbinak az elemzése ennek a munkának a központi témája.

A vizsgálatunk eszköztára két forráson alapul. Az egyiket az *EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő szakértői rendszer* jelenti, a másikat pedig az 1. ábrán közöljük.

1. ábra: Javaslat a vállalatok pénzügyi átvilágításához

1. JÖVEDELMEZŐSÉGI helyzet	⇒	2. PÉNZÜGYI helyzet	⇒	3. VAGYONI helyzet
■ Profitabilitási ráták		■ Likviditási ráták		
■ Profit és cash alapú fedezeti analízis		■ Adósság- és hitelképességi ráták		
■ Működési, finanszírozási és kombinált fedezet foka		■ Hatékonysági ráták		
		■ Finanszírozási erő		
		■ Növekedési ráták		
		■ Tőkepiaci értékelésen alapuló ráták (nyrt.!) ■ Fund flow kimutatás ■ Cash flow számítás ■ EBIT-EPS analízis		

Forrás: Katits, 2007., 258. módosítva.

Mivel kizárólag az e-beszámolóról letöltött mérleg és eredménykimutatás adatok alapján, ún. extern módon végzünk elemzést, az 1. ábrában közölt pénzügyi eszköztárhoz tartozó összes módszert nem tudjuk alkalmazni, kizárólag a dőlt betűvel jelölteket.

Alig van olyan fogalom a nemzetgazdaságban, a politikában és a tudományban, amely olyan jelentőséggel bírna, mint a növekedés. A szakirodalomban sok szerző tesz említést a növekedésről, de szinte mindenki másképpen. Ennek legfőbb okát abban látjuk, hogy a növekedésnek egyaránt létezik kvantitatív és kvalitatív változata.

A vállalati növekedés útjai

A *kvantitatív növekedés* alatt a *gazdasági teljesítmény változását* értjük, ami az előállított termékek és/vagy a nyújtott szolgáltatások pozitív változása, és amelyet a vállalati *materiális és immateriális vagyonváltozás mérésével* igazolhatunk.

Az elmúlt években több magyar vállalati esetet³ és adatbázist⁴ elemeztünk – ebben a munkában kizárólag a hazai TOP 100 áll a vizsgálatunk fókuszában – amelynek alapján azt állítjuk, hogy a KVANTITATÍV növekedést a vállalkozások az alábbi 4 úton érhetik el:

ad1. *Forgalomnövelés* – a vállalkozás képes több munkavállalót alkalmazni és több terméket gyártani. Ehhez több befektetés, amelyhez több finanszírozási forrás szükséges, így a mérlegfőösszeget emeli a vagyoni helyzet erősítése reményében. Itt azt várjuk el, hogy a (működési, nettó és tiszta) nyereségszintekben⁵ is növekedés legyen. Például akkor, ha a versenytársak ugyanazt a terméket nagyobb termelési volumenben és így fajlagos változó

³ Abo Mill Zrt., Albacomp Zrt., Barnevál Kft., Cerbona Zrt., Cornexi Zrt., E-Star Nyrt., Herz Zrt., Vectigalis Zrt.

⁴ A csőd- és felszámolási eljárás alatt álló, 90 magyar termelő-kereskedő társaság esete. A nettó értékesítési árbevétel alapján a legnagyobb, közel 5 000 vállalkozás és a KKV-szektorba tartozó legnagyobb 2 775 vállalkozás mérleg és eredménykimutatás tételei.

⁵ Működési nyereségszint: üzemi (üzleti) tevékenység eredménye; Nettó nyereségszint: adózott eredmény; Tiszta nyereségszint: mérleg szerinti eredmény.

költségeit alacsonyabb szinten tartva, vagyis magas fedezettel, és így nyereségesen állítja elő. Hasonlóképpen a teljes értékesítési volumenből kevesebb termék eladása szükséges a működési veszteség elkerüléséhez (a fedezeti pont balra és lejjebb tolódik, azaz alacsonyabb értékesítési volumen és árbevétel szükséges a veszteségmentes működéshez), ami növeli a biztonsági koefficiens nagyságát (Katits, 2007.). Tehát ez alapján arra a következtetésre jutunk, hogy vállalkozásunk hátrányba kerül a versenytársakkal szemben a csekélyebb vállalati méret/nagyság miatt. A TOP 100 ágazatainak forgalomváltozásait vizsgáltuk 2007 és 2012 között. E szerint 2007. évhez képest kizárólag az energetikai, a gyógyszeripari, a gépgyártó, járműipar, kis- és nagykereskedelem ágazatban nem történt forgalom visszaesés. Egyedül az elektronikai ágazatba tartozó legnagyobb cégek forgalma esett vissza a 2007. évi szintre, ami valószínűsíthetően az értékesítés/szolgáltatásnyújtás csökkenését is jelentette (kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka_koltai_katits.pdf).

ad2. (Működési, nettó és tiszta) *Jövedelmezőség*⁶ *növelése* – a vállalati vagyongyarmenensek hozamerejének növelése a kulcsvevőkre és az alacsony fedezetű termékekre fókuszálva. Megkeresni a „fedezetfogyasztás” okait az értéklánc optimalizálásával, a nem hatékony tényezők kiiktatásával és az innováció előtérbe állításával. Ennél a növekedési útnál nyilvánvalóan az alkalmazottak egyetértésére és készséges hozzáállására is szükség van. Tehát a vállalkozásunknak előnye származik akkor, ha termékei költségracionalizálási lehetőségeit gyorsan meg tudja valósítani, amely viszont a jövedelmezőséggel párhuzamosa a gazdaságos működést is lehetővé teszi. Az 1. melléklet 1., 2. és 3. sora tartalmazza a TOP 100 ágazati (működési, nettó és tiszta) jövedelmezőségi szintjeit a 2008-2012 időszakra. A működési és a nettó jövedelmezőség értékei a legtöbb ágazatban 5-10 % között szóródnak, ami 90 % körüli működési költségnyadra utal (vagyis a társasági adóalap csökkentése jelentős mértékű). Egyedül a gépgyártás és a gyógyszeripar működési, nettó és tiszta jövedelmezősége emelkedik ki a többi ágazat közül. Működési és nettó veszteséget mutat a kiskereskedelem, a vegy-, gumi- és műanyagipar, valamint a fémfeldolgozás. A veszteséges üzleti évek miatt önfinanszírozásra, de osztalékfizetésre sincsen mód, ennek ellenére a nagykereskedelmi, az energetikai, a vegyipari és az elektronikai ágazathoz tartozó néhány cég eredménytartalékból fizetett több milliárd forintos osztalékot.

ad3. (Belső és külső) *Finanszírozási forrásbevonás* – *kockázatcsökkentés* a vállalkozás biztonságos működésének emelésével, ami lehetséges a tőkeköltségek csökkentésével (az adózási szempontból is legkedvezőbb) finanszírozási források használatával. A vállalati kockázat mérséklésével csekélyebb lesz a projektekkel kapcsolatosan elvárt megtérülési ráta, amely a diszkontráta mérséklésével jár, s így egyúttal a várható osztalékfizetések jelenértékét emelni fogja, ami szintén kedvező hatás a jelenben hozott pénzügyi döntések és a tulajdonosi tőke értékmegőrzése, a 'status quo' szempontjából. A 2. mellékletben a 2012. üzleti évre vonatkozó tőkeszerkezet minősítésével azt vizsgáljuk, hogy vajon a saját tőke fedezi-e az összes működő tőke kockázatát, azaz vajon rendelkeznek-e a cégek elegendő saját tőkével, vajon javul-e a tőkeellátottságuk és vajon a hosszú lejáratú hitelek törlesztéséhez a szükséges forrásfedezet rendelkezésre áll. A gyógyszeripar, a szolgáltatás, az élelmiszeripar, az energetika, az elektronika és a járműipar tőkeszerkezete kiválóan minősül. Ez annak ellenére van így, hogy a fedezeti tőke dinamikája, vagyis a kockázatviselő és az önfinanszírozó képesség alakulása csak elfogadható az energetikai és az elektronikai ágazatban, a járműiparban pedig kritikus, a tőkeszerkezet így is kiválóan minősül. A nagykereskedelem és a vegyipar tőkeszerkezeti minősítése problematikus, bár vegyipar fedezeti tőke dinamikája kiváló, ellenben a többi mutatószám rontja a minősítést a problematikus szintre. Jó minősítésű

⁶ Működési jövedelmezőség: az üzemi (üzleti) tevékenység eredménye és az értékesítés nettó árbevételének aránya; Nettó jövedelmezőség: az adózott eredmény és az értékesítés nettó árbevételének aránya; Tiszta jövedelmezőség: a mérleg szerinti eredmény és az adózott eredmény aránya.

a kiskereskedelem, a távközlés és a fémfeldolgozás megítélése, míg a közlekedési és gépgyártási szektor tőkeszerkezete elfogadható minősítésű.

ad4. *Hátszél* – „Meglovagolni a trendet.” A vállalkozás többé-kevésbé új irányba szeretné pozicionálni magát a környezeti és/vagy globális piaci trendek (még) jobb kihasználása érdekében, amelyhez egyrészt külső és belső partnerek támogatására, másrészt pedig nem egy alkalomra szóló pénzügyi forrás bevonására is szükség van. Ezt az utat a „nagyon mozgékony”, a változásokhoz alkalmazkodásra képes, rugalmas és tőkeerős szervezet választja.

Természetesen a közölt 4 növekedési utat lehet egymással is kombinálni. A példa kedvéért: egy vállalat(i rész) felvásárlásával (1. út) a szinergiák kihasználásával (2. út) a vállalkozásunk biztonságos működését növelhetjük (3. út), és egyúttal egy új üzleti/piaci területre is behatolhat (4. út). Bármelyik növekedési utat is választjuk, (pótló, bővítő, diverzifikációs és pénzügyi) befektetésekkel jár, amelyhez (külső és belső) tőkefinanszírozási forrásokat is be kell vonni. Nem lehet befektetni finanszírozási források ismerete és feltárása nélkül, de finanszírozási forrásokat úgy rendelkezésre bocsátani sem lehet, hogy nem értékeltük körültekintően a befektetési lehetőségeinket! Ez követelmény bármelyik növekedési úton!

A KVALITATÍV növekedési utakat a vállalati materiális és immateriális vagyonváltozás mellett szemléljük az alábbiak előtérbe állításával:

ad1. *Struktúrajavítás* – például szelektív értékesítési politikával. Elemezzük a vevői kör, a termékválaszték és az értékesítési csatornák szerint elért eredményeket annak érdekében, hogy vállalkozásunk erejét koncentrálhassa azokra a részpiacokra, ahol a jövőben legnagyobb előnye származik. Egyszerűen fogalmazva: a rossz üzletet cseréljük jó üzletre!

ad2. *Termékek/szolgáltatások egyértelmű profilírozása és piacszegmentálása* (részpiacok és piaci rések szerint) – vagyis differenciáltabban kezelni a termékeket/szolgáltatásokat. Tehát koncentráljunk a teljesen világosan be(le)határolt vevői célcsoportok szükségletei még kedvezőbb módon történő kielégítésére! ad3. A vevői célcsoportok behatárolásához alternatíva az innováció tökéletesen új termék és komplex rendszerek alkotásával. Egyszerűen fogalmazva: *A termék helyett rendszert kínálni!*⁷

A vállalati növekedés pénzügyi menedzselésének feladatai

Mint minden vállalati életszakaszt, a növekedést is menedzselni kell! A pénzügyi menedzselés feladatai közé soroljuk azt, hogy egyrészt a pénzügyi vezetők ismerjék fel és biztosítsák a (kvantitatív és kvalitatív) növekedési potenciálok kihasználását, másrészt számszerűsítsék a növekedés hatását (pénzáram és számviteli szemléletben) a ROI, a ROA és a ROE nagyságokra, harmadrészt pedig oldják meg a növekedés optimális finanszírozását. A következőkben ennek a 3 feladatkörnek a megvalósulását vizsgáljuk a hazai TOP 100 esetében.

A növekedési potenciálok feltárása és kihasználása

A tulajdonosi érték növelése szempontjából a vállalati vezetés a növekedési potenciálokat fel tudja tárni aszerint, hogy a vállalkozás működésében keletkező, alábbi tényezők milyen mértékben érvényesülhetnek és/vagy erősödhetnek meg:

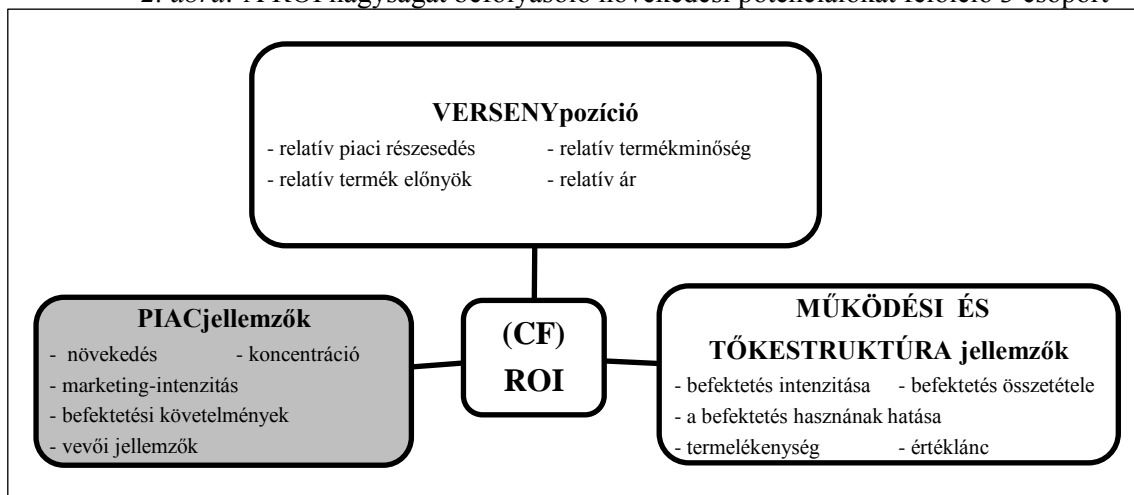
- BEFEKTETÉS INTENZITÁSA = a befektetés értékteremtő tényező, amely a lekötött materiális és immateriális tőke, valamint a tartós forgótőke értékesítési árbevételre vetített nagysága.
- TERMELÉKENYSÉG = értékteremtés alkalmazottanként.

⁷A KKV-szektorba tartozó cégek esetelemzéseiből vettük. Ezeket nem tudtuk kimutatni a TOP 100 elemzése során, de nem szerettük volna kihagyni, mivel a tulajdonosi érték – nyrt. esetében árfolyamérték – növeléséhez hozzájárulnak.

- HORIZONTÁLIS TERJESZKEDÉS, VERTIKÁLIS INTEGRÁCIÓ, LATERÁLIS FÚZIÓ = az értékteremtés és az értékesítési árbevétel aránya.
- RELATÍV PIACI RÉSZESEDÉS = saját piaci részesedés nagysága az üzletágban legnagyobb versenytársak piaci részesedéséhez viszonyítva.
- A FELTÉTELEZETT PIAC NÖVEKEDÉSI RÁTÁJA = a jelenlegi piaci volumenből egy stratégiaileg elérhető piaci potenciál eléréséhez szükséges növekedés.
- RELATÍV TERMÉKMINŐSÉG = a kiváló minőségű termékek forgalmi részesedéséből levonjuk a rossz minőségű termék árbevétel részesedését.
- INNOVÁCIÓS RÁTA = a piacon levő relatíve fiatal termékek árbevétel részesedése az üzletágban innovatívnak tekinthető termékek árbevétel részesedéséhez képest.
- VEVŐI PROFIL = azoknak a vásárlóknak a száma, akik a forgalom legnagyobb részét biztosítják.

A fenti felsorolásból jól látszik az, hogy a növekedési potenciálok felölelik a *piaci* és a *versenypozíció*, valamint a *működési (termelési és/vagy szolgáltatási) és tőkestruktúra jellemzőit*. Ezek behatárolják és meghatározzák a *növekedés pénzügyi hatásait*, amelyeket – többek között, de alapvetően – a *ROI*, a *ROA* és a *ROE* értékekkel tudunk számszerűsíteni (számviteli és pénzáram szemléletben egyaránt). Ezt az összefüggésrendszert a 2. ábra szemlélteti.

2. ábra: A ROI nagyságát befolyásoló növekedési potenciálokat felölelő 3 csoport



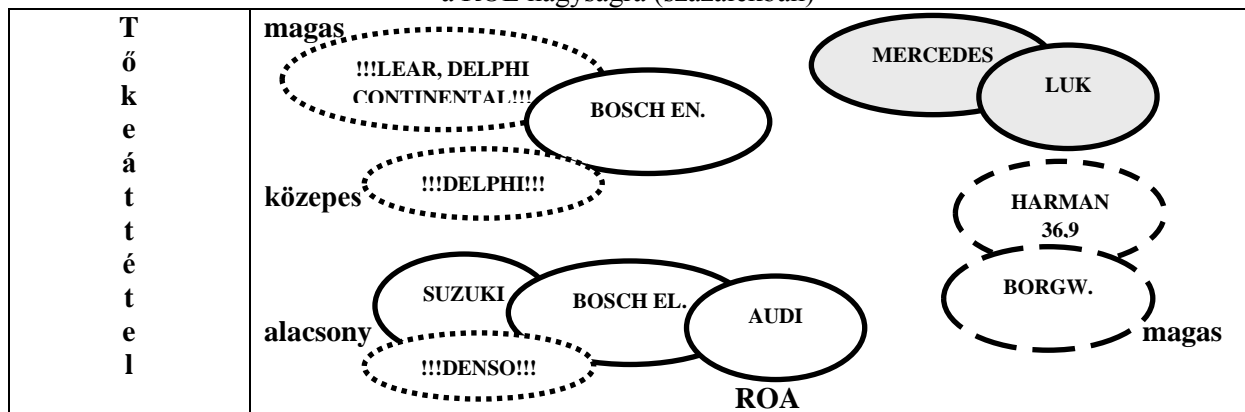
Forrás: Saját szerkesztés

A növekedés hatása a ROI, a ROA és a ROE nagyságokra

Ebben a részben kizárólag a 2012. üzleti évre és a TOP 100-ba tartozó járműipari ágazatra készítünk számításokon alapuló ábrákat, alkalmazva a stratégiai elemzésben használatos portfólió-elemzést.

A 3. ábra alapján azt mondhatjuk, hogy 2012-ben a piacvezető Audinak egységnyi árbevétel eléréséhez közel feleannyi befektetés volt szükséges, a többi vállalkozás sokkal kevesebb befektetett eszközzel érte el az éves forgalmat. Az egységnyi forgalom eléréséhez a legtöbb befektetést a Mercedes valósította meg. A pöttyös kontúrban megadott, !!!-jellel jelzett 4 cég ROI értéke negatív a veszteséges működés miatt. 3 cég rendkívül magas ROI értéket ért el, relatíve alacsony piaci részesedés mellett (a 3. ábrában szürke háttérben jelöltük az érintett cégeket).

5. ábra: A TOP 100 járműipari ágazatba tartozó cégek ROA és finanszírozási szerkezetének hatása a ROE nagyságra (százalékban)



Forrás: Saját szerkesztés

A növekedés optimális finanszírozása, avagy a belső növekedés primátusa, amely az önfinanszírozáson alapul

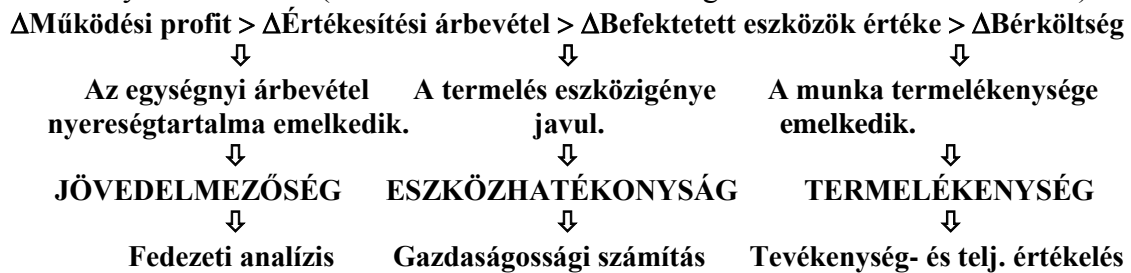
Mind a vállalkozások pénzügyi vezetőinek racionális magatartása, mind pedig a gazdaságosság elvének betartása azt feltételezi, hogy a stratégiai célok a lehetőleg legcsekélyebb forrásbevonással, vagyis a költségminimalizálás elvének betartásával valósuljanak meg. Itt célravezető egy olyan kapacitás- és termelés controlling kialakítása, amely ügyel egyrészt a cégen belül történő hatékony tartalék felhasználásra, másrészt pedig a lehetőleg zökkenőmentes, tranzakciónként költségminimalizáló folyamatirányításra az éves felosztható források (osztalék és önfinanszírozás) emelése érdekében. A meglévő kapacitások optimalizálása mellett vállalati növekedést érhetünk el a kapacitások bővítésével, amely bővítő beruházást feltételez. Ez különböző finanszírozási források bevonását feltételezi, amelyek lehetnek belső és külső, azon belül saját és idegen finanszírozási források. Ennek a fejezetnek a fókuszában azonban kizárólag az önfinanszírozási módozat áll. Így a bővítő beruházások csak akkor relevánsak a vállalati értéknövelés szempontjából, ha azokkal több pénzáramot sikerült realizálni az igénybe vett finanszírozási források visszafizetéséhez képest. Más szavakkal: a finanszírozási források költségénél nagyobb megtérülési rátát realizáltak. Amennyiben a beruházási projektek tőkeköltsége megegyezik a megtérülési rátával, úgy a tulajdonos közömbös lesz az iránt, hogy megtakarítson vagy osztalékot kivegyen az önfinanszírozással megvalósított projekt pénzáramából.

A vállalati növekedéshez (amely az értékesítési expanziót is magában foglalja) nemcsak belső, hanem külső finanszírozási forrásokra van szükség, de a legfontosabb az, hogy egy körültekintő finanszírozási helyzetelemzés keretében feltárjuk a rendelkezésünkre álló finanszírozási forrásokat és ennek ismeretében számszerűsítsük a külső forrás nagyságát annak figyelembe vételével, hogy a vállalkozásunk stratégiai pénzügyi célja a tulajdonosi érték maximalizálása. Itt elsősorban a zökkenőmentes üzleti működéshez szükséges forgótőke nagyság és a külső finanszírozási igény meghatározására gondolunk. Ha ezt számszerűsítettük, akkor a következő üzleti év értékesítési árbevételének a meghatározásához segítséget jelent a belső, a fenntartható és az önfinanszírozható növekedési ráták számítása, mivel ezeket a rátákat éppen a rendelkezésünkre álló vagy éppen tervezett finanszírozási források figyelembe vételével kalkulálhatjuk.

Az 1. mellékletben a belső növekedési ráta (számolás Chandra, 2011, 123-124.) soraiban azt látjuk, hogy az értékesítési árbevétel alapján a TOP 100 ágazatai kizárólag a mérleg szerinti eredményből nem (nagy- és kiskereskedelem, fémfeldolgozás) vagy csak nagyon kis mértékben tudnak értékesítési árbevételt növelni. A fenntartható növekedési ráták (számolás Chandra, 2011, 125-126.) esetében sem sokkal kedvezőbb a helyzet! Abban az esetben, ha az adott évi mérleg szerinti forrásszerkezet fenntartásához szükséges értékesítési

árbevételnél magasabb értékesítési árbevétel növekedési rátát értek el, akkor pótlólagos külső – leggyakrabban idegen – forrással bővült a forrásszerkezet. Az utóbbi években ebbe körbe tartoznak a legnagyobb cégek. Az önfinanszírozható növekedés rátája (számolás módosítva Vishwanath, 2007, 275-276. alapján), amelyet a vállalkozás kizárólag az operatív módon kigazdálkodott forrásokkal – külső finanszírozás és tőke kivonás nélkül – érhet el, miközben képes tartani az adott év készletlektési (raktározási és megmunkálási) időt, valamint a követelések behajtási idejét. Ez az érték is rendkívül alacsony a TOP 100 esetében, kivéve a szolgáltató, a gépgyártó, a távközlés és postai szolgáltatás ágazatot.

Hangsúlyozzuk a következőt: az említett növekedési ráták számítása egyaránt segíti a volumenbővítéssel megvalósuló, önfinanszírozáson alapuló, vagyis külső finanszírozási forrás bevonása nélkül megvalósuló növekedés pénzügyi tervezését és elemzését. A növekedési ráták számítása mellett felhívjuk a figyelmet az alábbi jövedelmezőségi-hatékonysági követelmény fenntartására (és az ellenőrzésükhöz szükséges módszertant is közreadva):



A fenti reláció – igazolásként a 4. mellékletben a TOP100 4 olyan ágazatára, amely az összes értékesítési árbevétel több mint felét biztosítja – a 2007-2012 közötti időszakban, néhány évtől eltekintve, nem teljesült, így a termékek/szolgáltatások fedezet tartalma alacsony volt, a befektetések nem jelentős mértékben növelték meg a forgalmat és a béreköltségek emelkedését sem haladták meg jelentős mértékben a befektetések és a forgalom változásai.

A vállalati növekedés, mint érték-determináns

A vállalatok értékelési kontextusában a növekedést mindenképpen egy adott időtartamra feltételezzük és mérjük, amely vonatkozhat az értékesítési árbevétel, az adózott eredmény, a mérleg szerinti eredmény, a mérleg főösszeg, az alkalmazotti létszám, az EPS, a cash flow, de akár a piaci és a könyvszerinti érték nagyságokra is. Vállalati növekedést feltételezünk akkor, ha a vállalkozás olyan profitábilis befektetési portfóliókat választ és valósít meg, amelyeknek pozitív tőkeértéke van.

A továbbiakban az 1. táblázat szerint javasoljuk a vállalati növekedés mérőszámainak csoportosítását.

Ha az adott üzleti évről a nyitó és záró mérlegét, valamint eredménykimutatását és kiegészítő mellékletét tekintjük, akkor ezekhez minden 'külső számviteli címzett' vagy üzleti partner hozzá tud jutni (elektronikus formában: e-beszámoló). Tehát a növekedés indikátorait *extern és direkt módon* származtathatjuk. E helyen javasoljuk ezt elnevezni a növekedést meghatározó tényezők direkt és extern módon történő meghatározásának. A növekedési indikátorok extern összeállításakor, például, a mérlegből csupán a befektetett eszközök záró és nyitó állományának nettó változását tudjuk számszerűsíteni, s ebből csak következtetni tudunk a növekedések, a lekötések, a csökkenések (vagy a tőke kivonások) és az értékcsökkenési leírások nagyságára. A növekedési indikátorok extern meghatározásához azonban a kiegészítő mellékletben a bruttó érték, a halmozott értékcsökkenési leírás és az üzleti évben elszámolt értékcsökkenési leírás módozatait is nyomon tudjuk követni.

1. táblázat: A vállalati növekedés indikátorai

K L A S S Z I K U S – különösen EXTERN és DIREKT					
MATERIÁLIS					IMMATERIÁLIS
Értékadat		Naturális adat			
Állomány	Eredmény	Input	Termelés, feldolgozás	Output	
Befektetett eszköz; Forgótőke; Saját tőke; Mérleg főösszeg.	Éves forgalom; Mérleg szerinti eredmény; Nettó termelési érték; Cash flow; Részvények tőzsdei árfolyama.	Ledolgozott órák; Befektetett eszközök felhasználása; Nyers-, alap-, segéd-, fűtőanyag, stb. felhasználása.	Termelési kapacitás; Kapacitáskihasználtság; Foglalkoztatottság mértéke.	Termelési volumen; Értékesítési volumen.	Goodwill; Immateriális javak (találmány, szabadalom, licence, egyéb szellemi termékek); - Szubjektív (szakértői becslésen alapuló) érték
M O D E R N - különösen INTERN és INDIREKT					
- Értéklánc és értékteremtők, CFROI, ROIC, EVA, SVA, MVA, CVA, FCF, TSR*. - A titkos önfinanszírozás vállalati értékelésre gyakorolt hatása. - A láthatatlan vagyon (képessegek, versenypozíciók) értékteremtése.					

Forrás: Saját szerkesztés és *laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10_ertekorientalt-teljesitmenymeres.pps

A vállalati növekedés extern módon történő elemzésekor akadályokba ütközhetünk akkor, ha célunk a növekedés évközi változásának számszerűsítése, vagy éppen akkor, ha a kvalitatív növekedés elemzését tartjuk szem előtt. Nevezzük ezt el *indirekt módon történő növekedés mérésének!* Tehát ebben az esetben nem elég az e-beszámolóról letöltött kimutatások számszaki információt nyújtó képessége, de a vállalati pénzügyi kontrolling adatokkal is nyomon követhetjük a befektetett eszközök könyvszerinti értékének évközi változásait az értékcsökkenési leírással együtt. Nem szabad figyelmen kívül hagynunk azt, hogy kifejező növekedési indikátorok számolása különösen fontos nemcsak pénzügyi, hanem stratégiai és marketing, de a versenyelemzés és „benchmarking” területek megítéléséhez is.

Már eddig is említettük a tulajdonosi érték növelése, mint célkitűzést, de nem indokoltuk meg azt, hogy miért. Amennyiben a tulajdonosi érték növekszik, úgy egyrészt az üzleti partnerek (‘stakeholder’-ek) pénzügyi igénye is biztosított (mivel a tulajdonosok a „reziduális”, adózott eredményből részesednek), másrészt pedig a piaci helyzeten alapuló üzleti stratégiákból származó értékteremtők (‘value drivers’) segítik behatárolni a cégek működési perspektíváit és számszerűsíteni a tulajdonosi értéket (SV = ‘Shareholder Value’). Időzzünk el ennek a két állításnak az indoklásával!

Az 1. kijelentésünk igazolása érdekében az eredménykimutatás legfőbb sorai alapján válaszolni tudunk a következő kérdésre: Hogyan befolyásolja a vállalati értékalkotást a ‚shareholder’ és a ‚stakeholder’? – A 2. táblázat éppen azt szemlélteti, hogy az eredménykimutatás egyes tételeinek nagyságát melyik piaci szereplő és hogyan képes befolyásolni.

2. táblázat: Az üzleti partnerek és a tulajdonosok befolyása a vállalati eredménytermelésben

Értékesítési árbevétel	Vevők
– Anyagköltség	Szállítók
Bruttó fedezet	
– Bérköltségek és személyi jellegű egyéb kifizetések	Alkalmazottak
– Bérjárulékok	Állami költségvetés
– Értékesítési és igazgatási költségek	Értékesítésben és igazgatásban résztvevők
Működési profit = ÜTE	
– Kamatfizetés és egyéb hitelezési költségek (THM)	Hitelnyújtók

EBT (Earnings before Taxes)	
– Társasági adó fizetés	Állami költségvetés
NP (Net Profit)	
– Osztalékfizetés Tiszta eredmény (növekmény az előző évhez képest)	A tulajdonosok (minimálisan) elvárt megtérülése

Forrás: Saját szerkesztés

A 2. táblázatban azt látjuk, hogy az üzleti partnerek ('stakeholder'-ek) pénzügyi igényei teljesülnek, mivel a tulajdonosok a „reziduális”, adózott eredményből részesednek. Amennyiben a tulajdonosok törekednek vállalkozásuk értékét maximálni, úgy ez a 'stakeholder'-ek igényét is tendenciájában növeli. E miatt (is) javasoljuk a tulajdonosi érték számítását.

Ezen a helyen kizárólag a 3. táblázatban említett értékteremtő tényezőket fogjuk itt közölni a TOP 100-ba tartozó járműipari cégek esetében. A tulajdonosi értékszámítás kidolgozója Alfred Rappaport, aki 1983-ban elsőként adta közre a következő 7 vállalati értékteremtő tényezőt: az értékesítési árbevétel növekedési rátája, a ROS ('Return on Sales') működési profithányaddal mérve, az újra befektetési ráta az árbevétel növekedése alapján, a tőkekötség, a társasági adórata és a stratégiai tervezési időhorizont. A 3. táblázat csak az effektív adórátát és az eszközintenzitási rátákat közli, mert az árbevétel változásait láthatjuk a kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka_koltai_katits.pdf 4. oldalán, a működési jövedelmezőség változását az 1. melléklet tartalmazza.

3. táblázat: A TOP 100-ba tartozó járműipar Rappaport-féle értékmozgatói 2008-2012 között (%)

Megnevezés	2008.		2009.		2010.		2011.		2012.	
	AUDI	Össz.	AUDI	Össz.	AUDI	Össz.	AUDI	Össz.	AUDI	Össz.
Effektív adórata*	0,6	4,8	1,3	7,4	0,0	2,1	0,0	1,7	1,3	3,9
Eszközintenzitási ráták										
Befektetett eszközök	-6,3	-6,6	-1,0	-4,0	-7,7	-6,6	27,4	18,7	-206,8	147,5
Tárgyi eszközök	-4,0	-6,2	-0,1	2,6	-2,9	-2,3	20,5	14,5	-142,3	124,2
Forgótőke	-53,4	200,3	-54,3	-20,6	64,0	-38,7	47,4	23,5	-395,8	-22,5

Forrás: Saját szerkesztés e-beszámoló adatai alapján

* Marginális adórata – 2008-ban és 2009-ben 16 %, 50 millió forintos adóalapig 10 %, 2010-ben a feltétel nélküli 10 %-os társasági adókulcs a második félévben 250 millió forint adóalapig, felette 19 %, a 2011. és 2012. évben 500 millió forintos társasági adóalapig 10 %, felette 19 %.

A 3. táblázatban azt láthatjuk, hogy az eredménykimutatás effektív adórátái jelentősen eltérnek a marginális, vagyis a társasági adótörvény által előírt adórátától (Damodoran, 2006, 252-253. alapján), amelynek oka a társasági adókedvezmények és adóalap-csökkentési lehetőségek kihasználása. Az eszközintenzitási ráták arra utalnak, hogy az adott üzleti évben az értékesítési árbevétel növekménye mekkora befektetett eszköz, tárgyi eszköz és forgótőke növekményt „generált”, vagyis az addicionális befektetésekre, illetve a tőke kivonásra következtethetünk (az utóbbinál akkor, ha negatív előjelet kaptunk, vagyis a 2008-2010 években).

A 2. kijelentésünk igazolásához úgy véljük, hogy elég az értékteremtők által meghatározott szabad pénzáram (FCF = 'Free Cash Flow') levezetése (Rappaport, 1999, 32-48. alapján):

$$FCF = S_0 \cdot (1 + G_s) \cdot ROS \cdot (1 - T) - I^{FA} - I^{WC}$$

ahol S_0 = a tényleges (kiindulásbeli) értékesítési árbevétel

G_s = az értékesítési árbevétel növekedési rátája

ROS = működési jövedelmezőség T = társasági adórata

I^{FA} és I^{WC} = újra beruházási ráta tárgyi eszközbe és forgótőkébe

Az AUDI 2013. évre számolt FCF nagysága 10 %-os értékesítési árbevétel növekedés feltételezésével a 2012. évben érvényes értékmozgatók alapján (ezer forintban):
 $5\,535\,653 \cdot 1,1 \cdot 0,057 \cdot (1 - 0,1) - 72\,517 + 369\,228$ (forgótöke csökkenése miatt) = 609 088.
Tehát 10 %-os értékesítési árbevétel növekedése és a 2012. évi értékteremtők alapján 609 088 ezer forint szabad pénzáram állna az AUDI tulajdonosai rendelkezésére, amit éppen újabb projektek megvalósításához felhasználhatnak (de ki is vonhatnak).

Ha végig gondoljuk az eddig közölt vizsgálati eredményeket, akkor látjuk a gyenge és erős pontokat a gazdálkodásban, aztán a TOP 100 cégei piaci versenyközegben léteznek, a termékciklusok rövidültek, amelyek sürgős és rugalmas vállalati reakcióképességet igényelnek a változó piaci scenáriók megvalósításához. Mindez a stratégiai, pénzügyi és operatív gazdálkodásban növekvő mértékű és komplex változ(tat)áskezelést igényel: stratégiai irányváltást, pénzügyi és szervezeti újra(át)szervezést, amelyet a 'turnaround' válságmenedzselés preventív, reorganizációs és reaktív eszköztára (Katits, 2010, 95-96. és 279-294, Noszkay, 2009, 113-115.) ölel fel. Éppen ezért javasoljuk azt, hogy ilyen helyzetben a cégek fókuszáljanak az értékteremtőkön alapuló tulajdonosi értékalkotásra, amelyek döntő pénzügyi determinánsok a jövőbeli vállalati perspektívák tervezése és végrehajtása kontextusában. A lényeges értékteremtők, mint növekedési indikátorok meghatározása és figyelmeztető jelként való funkcionálása a potenciálisan helytelen út elkerülését és az ágazati „benchmarks” azonosítását szolgálja.

Összegzés és javaslatok

A terjedelmi korlátok miatt a TOP 100 komplex és extern pénzügyi-gazdálkodási elemzését nem tudjuk közreadni, de a számításaink értékeléséből a következő konklúzióinkat és javaslatainkat itt megfogalmazzuk:

- Az említett 4 növekedési utat be tudjuk sorolni a belső és a külső növekedési módokhoz (Copeland-Weston-Shastri, 2008, 947-950.) aszerint, hogy a vállalkozás horizontális, vertikális vagy éppen laterális növekedési irányt óhajt választani a belső finanszírozási erő (kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka_koltai_katits.pdf) és a külső forrásszerzési kapacitás megfelelő kombinációja függvényében (Katits-Kucséber-Szalka, 2013.).

- Mind a négy növekedési út végrehajtásához azt javasoljuk, hogy termelő vállalkozásunknak legyen olyan leépíthető kapacitása (ingatlanok, gépek és személyzet), amely egy másik vállalati méretben hasznosítható és ezzel költségcsökkenést érhetünk el. A vállalkozásunknak létezzen olyan kihasználatlan kapacitása, amelyet költségkímélő módon vagy hozamot emelve hasznosítani képes erős növekedésnél!⁸

- A belső vállalati növekedési mód operatív pénzügyi tervezésénél ajánljuk a belső, a fenntartható és az önfinanszírozható növekedési ráták alapján történő értékesítési árbevétel meghatározását. Ebből levezethetjük – a vállalkozásunk következő évre tervezett pénzügy-gazdálkodási paraméterei alapján – a működési költség és eredmény nagyságát, a befektetési és finanszírozási tervezetek bevétel és ráfordítás hányadát, a marginális adókulccsal feltételezett adózott nyereséget, majd abból a tulajdonosi kör elvárását figyelembe véve a fizethető osztalék és a tiszta nyereség nagyságát.

- A növekedési indikátorok számbavételénél tegyünk különbséget a tekintetben, hogy a szakember vajon direkt vagy indirekt módon tudja-e számszerűsíteni és vajon extern vagy intern cél megvalósítása vezérli-e. Ezt azért tartjuk fontosnak tekintetbe venni, mert az információszerzés behatárolja azt, hogy milyen növekedési indikátort tudunk meghatározni.

- Abban az esetben, ha cégünk hanyatló tendenciába kerül, és abból szeretne kikerülni, akkor a legszélesebb menedzselési eszköztárat magában foglaló 'turnaround'

⁸ A tőkekivonási és -hasznosítási lehetőségek megfontolt tervezését is ugyanolyan fontosnak véljük, mint a befektetési döntések mérlegelését, de az üzleti gyakorlat még nem vagy kevésbé ismeri fel.

válságmenedzselési típus választását kapcsoljuk össze a szóban forgó cég értékteremtő tényezőinek feltárásával és azok „mozgósításával” segítsük a működésünk hátrányait előnnyé konvertálni.

- A 6. melléklet alapján 2012-ben az energetika, az elektronika, az élelmiszeripar, a vegyipar, a távközlés és a gépgyártó ágazat a jövedelmezőségi (2. melléklet) és a kockázati mix (5. melléklet) alapján jónak minősíthető, mivel a rövid lejáratú kötelezettségek cash flow fedezete alacsony, ami a problémát okozhat. A nagy- és kiskereskedelem, a közlekedési ágazat minősítése elfogadható, itt is a rövid lejáratú kötelezettségek cash flow fedezete alacsony. A járműipar és a gyógyszeripar, valamint a szolgáltató ágazat összminősítése kiváló. A fémfeldolgozó ágazat problematikus, ugyanis a tőkeellátottsága alacsony, ami finanszírozási problémákat jelenthet, a rövid lejáratú kötelezettségek cash flow fedezete alacsony.

Zárszóként azt valljuk, hogy nem kizárólag a TOP 100-ba tartozó 'turnaround'-ban érdekelt piaci szereplők pénzügyi igényeit lehet teljesíteni az említett 4 kvantitatív növekedési út alapján az alábbiak szerint:

- A megtérülés maximalizálása ← ad1. növekedési út.
- A veszteség korlátozása ← ad2. növekedési út.
- A befolyásolási lehetőségek/kontroll biztosítása a vállalkozás finanszírozásával ← ad3. növekedési út.
- A likviditás biztosítása/'Exit'-lehetőségekkel ← ad4. növekedési út.

A munkánk elején feltüntetett idézet szerint nehéz ésszerűen dönteni a változó világunkban, de a közreadott elemzési/mérlegelési módszerek támogató funkcióját nem szabad(na) figyelmen kívül hagyni az üzleti döntéstámogató módszerek kidolgozásánál.

Irodalom

- Chandra P. (2011): *Financial Management*. Tata McGraw-Hill, 1067.
- Copeland T. E. – Weston J. F. – Shastri K. (2008): *Finanzierungstheorie und Unternehmenspolitik*. Pearson Education Deutschland, 1233.
- Damodaran A. (2006): *A befektetések értékelése*. Panem Könyvkiadó, 1080.
- Katits E. (2007): *A vállalati gazdálkodás alapjai*. SALDO, Budapest, 389.
- Katits E. (2010): *A vállalati válság pénzügyi menedzselése*. SALDO, Budapest, 508.
- Katits E. – Kucséber L. Z. – Szalka É. (2013): *The Corporate Life Cycles and Organizational Restructurings Examination, or the External versus Internal Growth*. NYME, Soproni KTK, Nemzetközi Konferencia a Tudomány Ünnepe alkalmából, 2013. 11. 13.
- Noszkay E. (2009): *Változás- és válságmenedzsment az alapoktól*. N&B Kiadó, Budapest, 130.
- Rappaport A. (1983): *Corporate Performance Standards and Shareholder Value*. The Journal of Business Strategy, 28-38.
- Rappaport A. (1999): *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*. Free Press, New York, 224.
- Vishwanath S. R. (2007): *Corporate Finance*. SAGE, California, 761.
- http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka_koltai_katits.pdf
Letöltés: 2014. május. 16.
- http://www.laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10_ertekoriant-teljesitmenymeres.pps
Letöltés: 2014. május. 16.

1. melléklet: A TOP 100 ágazataiba tartozó legnagyobb cégek belső, fenntartható és önfinanszírozható növekedési rátáinak alakulása, valamint összetevőinek vizsgálata (százalékban)

Megnevezés	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
◆ ENERGETIKA					
1. Működési jövedelmezőség	3,9	5,1	5,2	4,2	5,1
ROA	5,9	-0,3(!)	6,1	5,8	3,3
2. Nettó jövedelmezőség	5,6	-0,3(!)	6,0	4,1	3,2
Eszközhatékonyság (nem %)	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1
ROE	10,0	-0,6(!)	10,6	55,1	5,9
Finanszírozási szerkezet (nem %)	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8
3. Profit visszatartási ráta	40,5	NO!	64,6	49,2	3,5
Belső növekedési ráta	2,5	NO!	4,1	2,1	0,1
Fenntartható növekedési ráta	4,2	NO!	7,4	3,7	0,2
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,7	0,0	1,0	0,6	0,4
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	21,3	5,3	-1,3(!)	4,1	6,0
■ NAGYKERESKEDELEM					
1. Működési jövedelmezőség	1,8	2,2	4,2	2,2	0,3
ROA	-19,7(!)	2,9	6,8	1,1	-0,6 (!)
2. Nettó jövedelmezőség	-7,0(!)	1,4	3,6	0,6	-0,3(!)
Eszközhatékonyság (nem %)	2,8	2,0	1,9	1,9	2,0
ROE	-54,5(!)	11,6	24,8	3,7	-2,3 (!)
Finanszírozási szerkezet (nem %)	2,8(!)	4,1(!)	3,6(!)	3,4(!)	3,6(!)
3. Profit visszatartási ráta	NO!	62,7	84,4	NO!	NO!
Belső növekedési ráta	NO!	1,8	6,1	NO!	NO!
Fenntartható növekedési ráta	NO!	7,9	26,5	NO!	NO!
Önfinanszírozható növekedési ráta	NO!	0,2	0,5	0,0	0,0
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	70,1	-8,4(!)	23,1	9,0	-0,6(!)
▲ JÁRMŰIPAR					
1. Működési jövedelmezőség	4,8	4,6	7,9	8,4	4,0
ROA	4,6	4,8	9,2	10,7	4,8
2. Nettó jövedelmezőség	4,8	4,7	7,9	8,5	3,6
Eszközhatékonyság (nem %)	1,4	1,0	1,2	1,3	1,3
ROE	6,2	6,2	11,7	13,8	7,3
Finanszírozási szerkezet (nem %)	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5
3. Profit visszatartási ráta	87,4	84,5	97,4	94,1	13,6
Belső növekedési ráta	6,3	4,2	9,9	11,2	0,6
Fenntartható növekedési ráta	8,4	5,5	12,9	14,9	1,0
Önfinanszírozható növekedési ráta	3,0	3,0	4,8	4,1	1,6
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	-3,6	-22,0(!)	-32,9(!)	29,5	10,2
× ELEKTRONIKA					
1. Működési jövedelmezőség	0,9	1,8	0,9	1,7	2,1
ROA	1,9	4,2	2,4	2,6	4,7
2. Nettó jövedelmezőség	0,6	1,5	0,9	1,0	1,7
Eszközhatékonyság (nem %)	3,0	2,9	2,8	2,5	2,8
ROE	4,6	9,6	7,3	8,3	9,4
Finanszírozási szerkezet (nem %)	2,4(!)	2,3(!)	3,0(!)	3,2(!)	2,0
3. Profit visszatartási ráta	79,6	91,0	NO!	41,1	76,5
Belső növekedési ráta	1,6	4,0	NO!	1,1	3,7

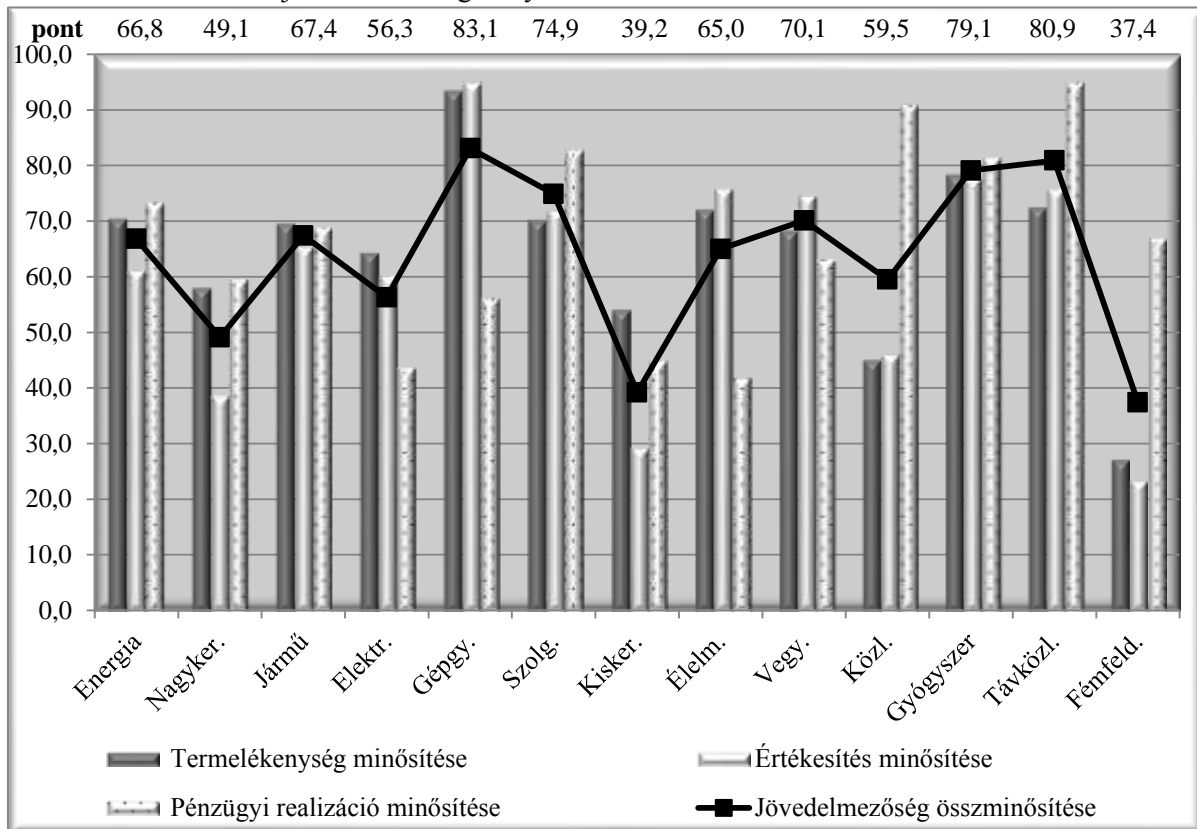
Fenntartható növekedési ráta	3,8	9,5	NO!	3,5	7,8
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,7	0,8	0,2	0,3	0,5
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	24,9	-0,5(!)	21,6	-9,4(!)	-30,1(!)
*SZOLGÁLTATÁS					
1. Működési jövedelmezőség	5,4	6,6	2,8	10,3	4,3
ROA	13,8	25,5	3,5	9,8	4,0
2. Nettó jövedelmezőség	4,8	12,4	3,9	10,7	4,3
Eszközhatékonyság (nem %)	2,9	2,1	0,9	0,9	0,9
ROE	32,2	39,8	4,9	13,3	5,4
Finanszírozási szerkezet (nem %)	2,3	1,6	1,4	1,4	1,3
3. Profit visszatartási ráta	70,5	48,4	77,6	88,3	57,1
Belső növekedési ráta	10,8	14,1	6,9	9,5	2,4
Fenntartható növekedési ráta	29,4	23,9	16,2	13,3	3,2
Önfinanszírozható növekedési ráta	27,0	141,2	111,6	188,2	14,6
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	101,6	80,7	-26,8(!)	0,0	10,0
• KISKERESKEDELEM					
1. Működési jövedelmezőség	2,1	0,4	-0,5(!)	-0,8(!)	-1,2(!)
ROA	0,2(!)	-0,1(!)	-3,9(!)	-3,9(!)	-2,4(!)
2. Nettó jövedelmezőség	0,1(!)	-0,1(!)	-2,6(!)	-2,7(!)	-1,6(!)
Eszközhatékonyság (nem %)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
ROE	0,4	-0,3(!)	-9,6(!)	-10,0(!)	-6,3(!)
Finanszírozási szerkezet (nem %)	2,5(!)	2,5(!)	2,5(!)	2,6(!)	2,6(!)
3. Profit visszatartási ráta	100,0	NO!	NO!	NO!	NO!
Belső növekedési ráta	0,2(!)	NO!	NO!	NO!	NO!
Fenntartható növekedési ráta	0,4(!)	NO!	NO!	NO!	NO!
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,8(!)	0,7(!)	0,1(!)	0,0(!)	0,3(!)
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	23,7	3,2	0,4	4,0	9,7
+ GÉPGYÁRTÁS					
1. Működési jövedelmezőség	3,8	6,7	25,0	19,5	20,0
ROA	5,4	3,0	2,4	6,2	5,9
2. Nettó jövedelmezőség	3,2	40,5	7,2	15,4	11,3
Eszközhatékonyság (nem %)	1,7	0,1(!)	0,3(!)	0,4(!)	0,5
ROE	11,5	18,6	13,5	9,2	22,6
Finanszírozási szerkezet (nem %)	2,1(!)	6,2(!)	5,6(!)	4,8(!)	3,9(!)
3. Profit visszatartási ráta	28,4	9,7	57,9	67,4	31,5
Belső növekedési ráta	1,5	0,3(!)	1,4	4,3	1,9
Fenntartható növekedési ráta	3,4	1,8	8,5	25,0	7,7
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,6(!)	0,0(!)	0,7(!)	1,2	0,6(!)
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	2,8	-1,5(!)	335,2	16,1	16,1
- ÉLELMISZER-, DOHÁNYIPAR, MEZŐGAZDASÁG					
1. Működési jövedelmezőség	4,3	7,8	6,1	4,8	5,6
ROA	5,1	14,8	8,5	4,0	11,4
2. Nettó jövedelmezőség	2,7	7,5	4,4	2,0	4,8
Eszközhatékonyság (nem %)	1,9	2,0	1,9	2,0	2,4
ROE	23,9	61,3	31,0	17,6(!)	38,5
Finanszírozási szerkezet (nem %)	4,7(!)	4,1(!)	3,7(!)	4,4(!)	3,4(!)
3. Profit visszatartási ráta	NO!	40,6	NO!	NO!	24,7
Belső növekedési ráta	NO!	6,4	NO!	NO!	2,9

Fenntartható növekedési ráta	NO!	33,1	NO!	NO!	10,5
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,2(!)	0,7(!)	0,3(!)	0,0(!)	0,3
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	21,1	-1,8(!)	-4,3(!)	18,6	52,0
– VEGY-, GUMI- ÉS MŰANYAGIPAR					
1. Működési jövedelmezőség	-0,3(!)	-7,8(!)	-2,7(!)	-2,5(!)	1,3
ROA	-3,4(!)	-6,3(!)	-4,4(!)	-5,9(!)	11,8
2. Nettó jövedelmezőség	-2,9(!)	-7,8(!)	-4,4(!)	-5,3(!)	10,4
Eszközhatékonyság (nem %)	1,2	0,8(!)	1,0	1,1	1,1
ROE	-9,6(!)	-18,0(!)	-14,8(!)	-25,4(!)	43,5
Finanszírozási szerkezet (nem %)	2,8(!)	2,8(!)	3,4(!)	4,3(!)	3,7(!)
3. Profit visszatartási ráta	NO!	NO!	NO!	NO!	96,7
Belső növekedési ráta	NO!	NO!	NO!	NO!	12,8
Fenntartható növekedési ráta	NO!	NO!	NO!	NO!	72,4
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,2	NO!	0,2(!)	0,0(!)	1,6
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	-1,5(!)	-37,3(!)	27,6	30,0	24,6
◆ KÖZLEKEDÉS					
1. Működési jövedelmezőség	-6,8(!)	-4,7(!)	-7,2(!)	-3,3(!)	1,8
ROA	4,3	-3,4(!)	-3,7(!)	1,3	0,4(!)
2. Nettó jövedelmezőség	11,6	-9,0(!)	-8,9(!)	3,6	0,9(!)
Eszközhatékonyság (nem %)	0,4(!)	0,4(!)	0,4(!)	0,4(!)	0,4(!)
ROE	48,8	-27,5(!)	-35,0(!)	10,2	2,5
Finanszírozási szerkezet (nem %)	11,3(!)	8,0(!)	9,4(!)	7,6(!)	6,8(!)
3. Profit visszatartási ráta	100,0	NO!	NO!	100,0	100,0
Belső növekedési ráta	4,5	NO!	NO!	1,4(!)	0,4
Fenntartható növekedési ráta	95,4	NO!	NO!	11,3	2,6
Önfinanszírozható növekedési ráta	23,0	2,8	2,6	15,7	9,5
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	18,4	1,8	8,2	39,8	14,2
■ TÁVKÖZLÉS- ÉS POSTAI SZOLGÁLTATÁS					
1. Működési jövedelmezőség	14,5	13,1	7,7	5,2	6,0
ROA	10,1	8,7	6,2	3,7	3,9
2. Nettó jövedelmezőség	14,7	13,2	9,7	5,9	5,9
Eszközhatékonyság (nem %)	0,7(!)	0,7(!)	0,6(!)	0,6(!)	0,7(!)
ROE	21,4	17,9	12,1	7,9	9,0
Finanszírozási szerkezet (nem %)	2,1	2,1	2,0	2,1	2,3(!)
3. Profit visszatartási ráta	45,5	32,7	42,6	NO!	NO!
Belső növekedési ráta	4,8	2,9	2,7	NO!	NO!
Fenntartható növekedési ráta	10,8	6,2	5,4	NO!	NO!
Önfinanszírozható növekedési ráta	7,6	6,7	6,5	5,2	3,9
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	1,1	-5,2(!)	-3,4(!)	-1,1(!)	0,5
▲ GYÓGYSZERIPAR					
1. Működési jövedelmezőség	10,7	8,7	14,0	13,4	10,1
ROA	6,1	8,2	10,1	9,5	3,8
2. Nettó jövedelmezőség	12,2	16,7	23,2	22,0	9,0
Eszközhatékonyság (nem %)	0,5(!)	0,5(!)	0,4(!)	0,4(!)	0,4(!)
ROE	7,9	11,0	14,2	13,9	5,7
Finanszírozási szerkezet (nem %)	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
3. Profit visszatartási ráta	86,6	82,7	91,1	91,0	85,3
Belső növekedési ráta	5,6	7,3	10,2	9,6	3,3

Fenntartható növekedési ráta	7,4	10,0	14,9	14,7	5,1
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,3(!)	0,4(!)	0,6(!)	0,6(!)	0,3
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	5,8	8,8	4,7	17,5	9,2
× FÉMFELDOLGOZÁS					
1. Működési jövedelmezőség	7,9	-7,2(!)	1,8(!)	2,5(!)	-3,3(!)
ROA	7,9	-4,1(!)	0,7(!)	-2,6(!)	-3,5(!)
2. Nettó jövedelmezőség	7,4	-7,1(!)	0,8	-2,3(!)	-2,8(!)
Eszközhatékonyág (nem %)	1,1	0,6(!)	0,8(!)	1,1	1,3
ROE	13,3	-7,2(!)	1,4	-7,7(!)	-15,6(!)
Finanszírozási szerkezet (nem %)	1,7	1,7	2,0	3,0(!)	4,4(!)
3. Profit visszatartási ráta	NO!	NO!	NO!	NO!	NO!
Belső növekedési ráta	NO!	NO!	NO!	NO!	NO!
Fenntartható növekedési ráta	NO!	NO!	NO!	NO!	NO!
Önfinanszírozható növekedési ráta	0,2(!)	NO!	0,1(!)	NO!	NO!
A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint	-1,3	-46,5(!)	30,6	20,0	-0,1(!)

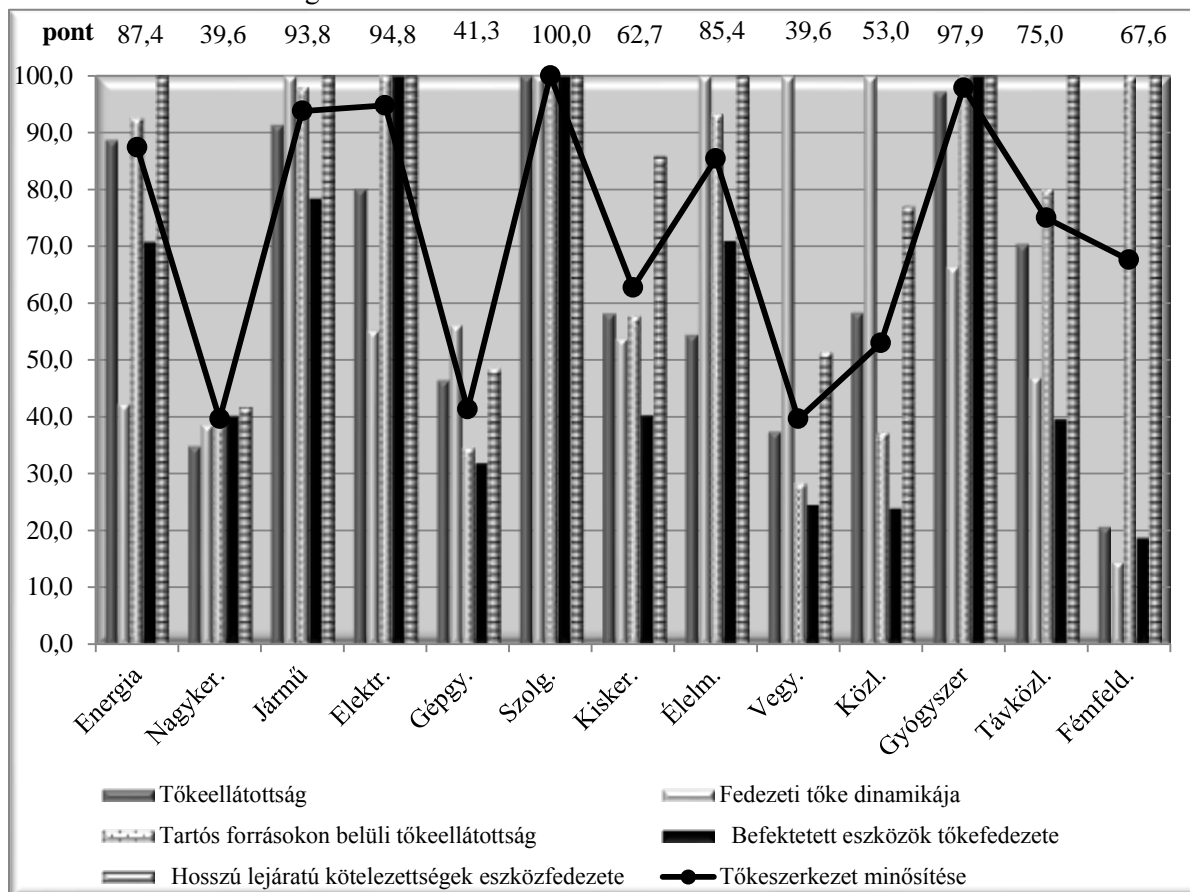
Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés

2. melléklet: A TOP100 jövedelmezőségi helyzetének minősítése 2012. évben



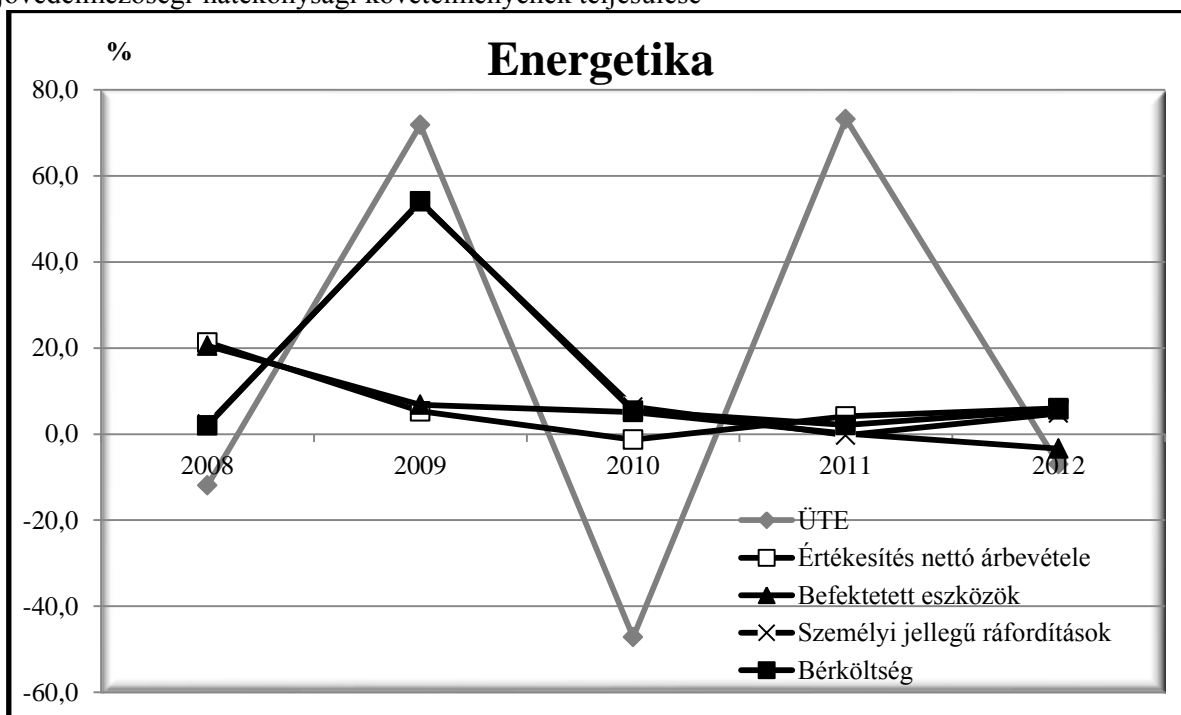
Forrás: Saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

3. melléklet: A TOP 100 ágazati tőkeszerkezeteinek minősítése

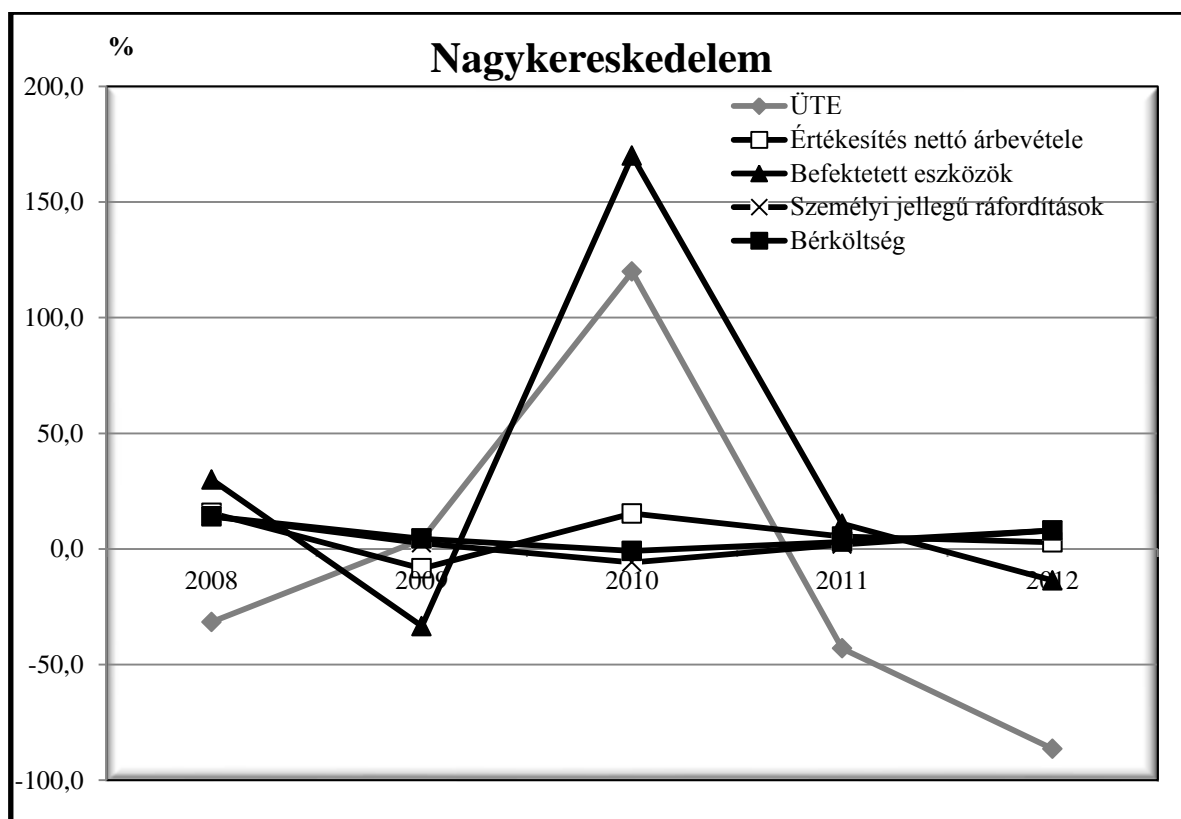


Forrás: Saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

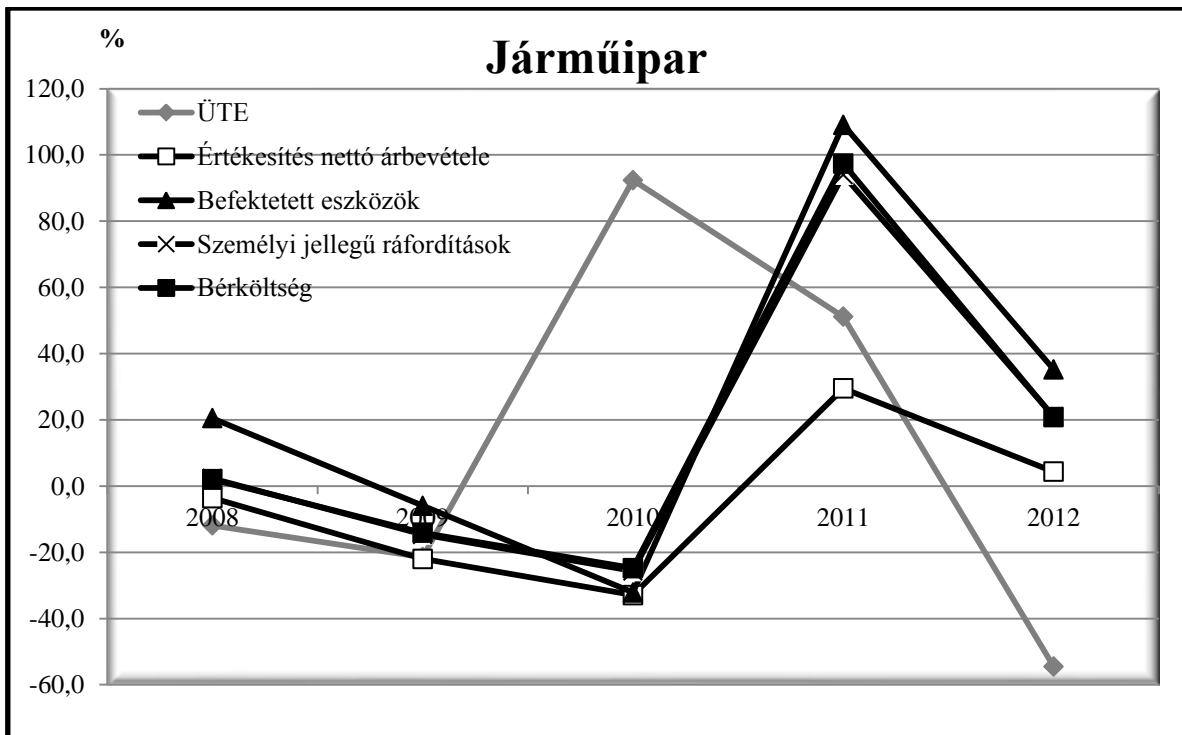
4. melléklet: Az energetika, a nagykereskedelem, a járműipar és az elektronikai ágazat jövedelmezőségi-hatékonysági követelményének teljesülése



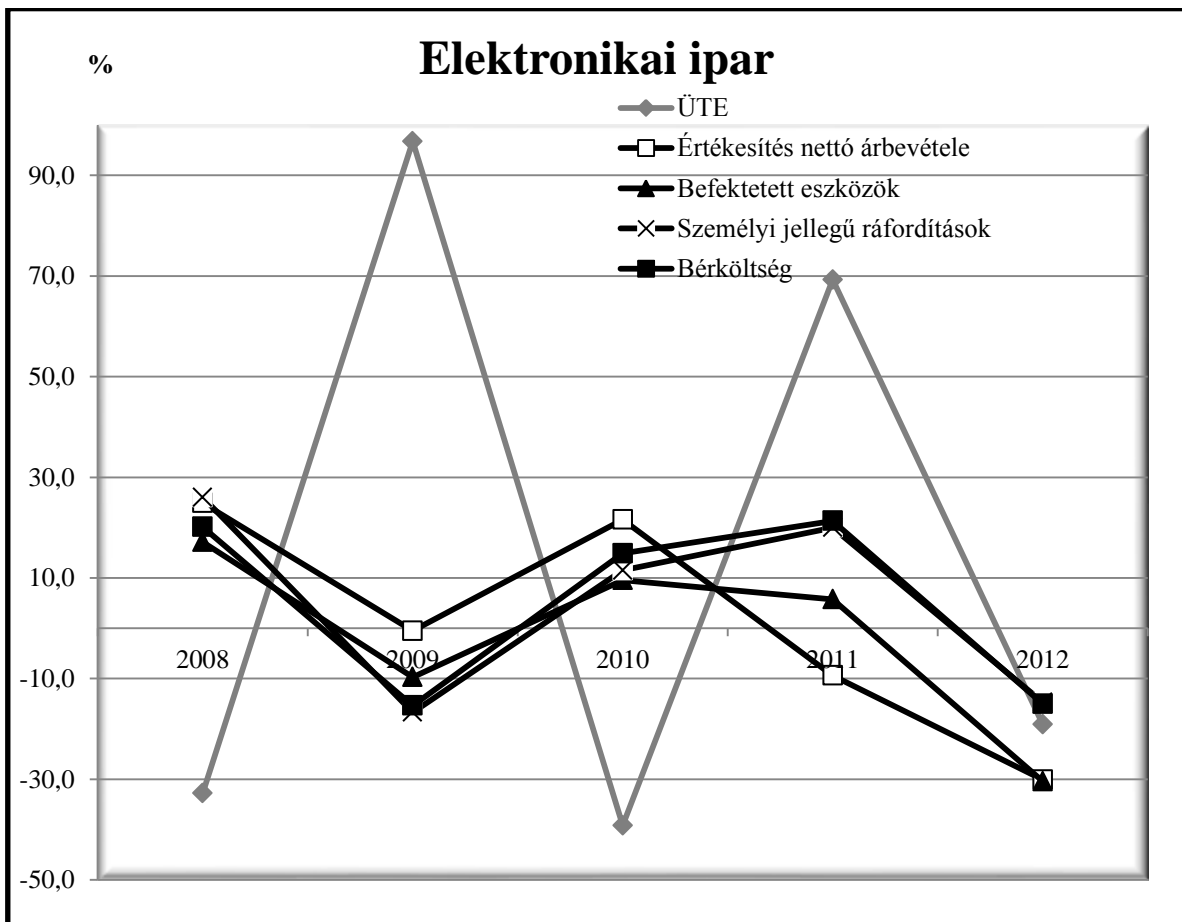
Forrás: Saját szerkesztés az e-beszámolók adatai alapján



Forrás: Saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

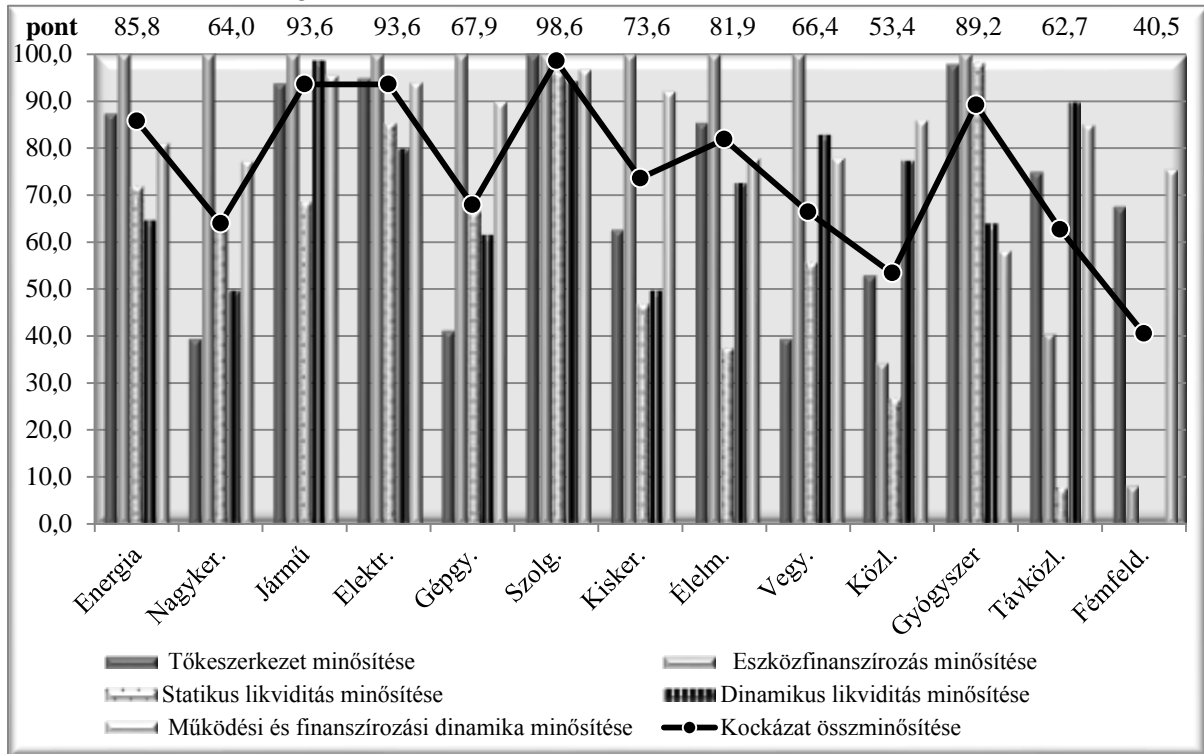


Forrás: Saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján



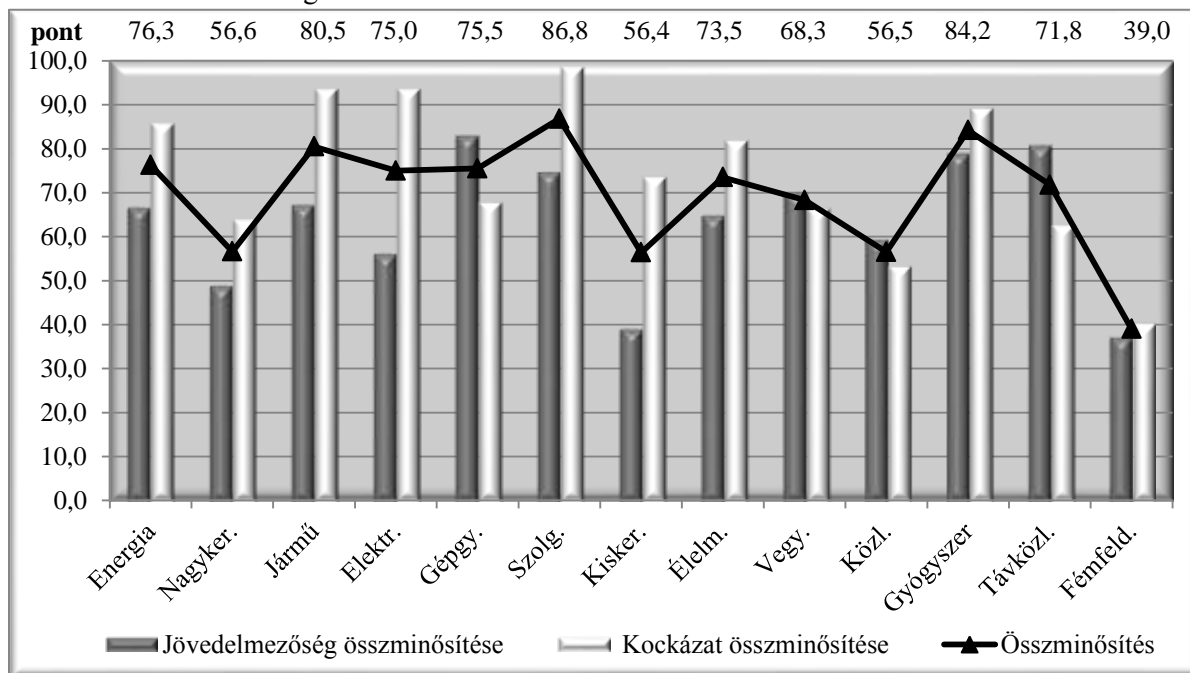
Forrás: Saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

5. melléklet: A TOP100 ágazatainak kockázati minősítése



Forrás: Saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

6. melléklet: A TOP 100 ágazati minősítése



Forrás: Saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján