



AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

A gazdasági teljesítmény és a pénzügyi stabilitás elemzése a magyar élelmiszeriparban

KATITS ETELKA – SZALKA ÉVA

Kulcsszavak: adatbázis elemzés, multikauzalitás, gazdasági teljesítmény, pénzügyi stabilitás, növekedési lehetőség

JEL-kód: C10, G30, M21, Z3

ÖSSZEFOGLALÓ MEGÁLLAPÍTÁSOK, KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

Egy magyar élelmiszeripari ágazati mintának a gazdasági teljesítményét és pénzügyi biztonságát a multikauzális ok-okozati kapcsolatok feltárásával vizsgáltuk 2014 és 2017 között. Az alkalmazott módszertant a FINel és az EkoWIN szakértői rendszerből vettük. Az ágazati minta pénzügyi diagnózisa a következő: az értékesítési folyamatok kedvező alakulása mérsékelt profitabilitással, kevésbé biztonságos fizetőképességgel, de megfelelő tőkeellátottsággal valósult meg; a mérsékelt eszközhatékonyság alacsony termelékenységgel és pénzügyi realizációval párosult. Az üzleti környezetet tekintve viszont kiaknázatlan és a jövőben tovább nyíló lehetőségekkel számolhatunk. A kapott vizsgálati eredmények alapján lehetőséget látunk a növekedési pálya megvalósítására. Ennek első feltétele az ágazat működésének pénzügyi stabilizálása annak érdekében, hogy a növekedés belső finanszírozási forrásokra alapozható legyen. A következő cél kitűzését javasoljuk: a pénzügyi realizációt és a termelékenységet növelni, valamint a likviditási helyzetet javítani. A stabilizált és profitábilis működés megnyitja a lehetőségeket a további növekedés előtt.

A vizsgálat eredményei segítik a pénzügyi vezetők

- tervezési munkáját a növekedési ráták, valamint a (statikus és dinamikus) likviditás számításával, a működési cash ciklus pénzlekötési és hitelnyújtási idejének kalkulálásával;

- menedzselési munkáját különösen az operatív üzletmenet területén;

- monitoring és kontrollig munkáját, itt különösen a belső és a fenntartható növekedési ráták vizsgálatát az elért árbevétel ismeretében, a haszontermelés és az esz- közfinanszírozás megfelelőségében, valamint az időpontra és -tartamra vonatkozó likviditás menedzselésében.

BEVEZETÉS

Ennek a munkának a születését a következő hírek indokolják: „...Óriási lehetőség előtt áll a magyar élelmiszeripar: mehetne a duplázás, de ahhoz lépni kell...” „...Jelenleg több mint tízmillió embert lát el a

magyar élelmiszeripar, de technológiai és egyéb fejlesztésekkel akár húszmillió embernek is tudna megbízható, egészséges élelmiszert adni...”¹ „...A kabinet állítólag 2010 óta több mint 300 milliárd forintot fordított az élelmiszeripar fejlesztésére...”² Az élelmiszeripar fontos és kiemelt szerepét jelzi

¹ <https://www.tozsdeforum.hu/uzlet/kozlomenyek/a-magyar-elelmiszeripar-gazdasag-hatraltatoja-98637.html>

² http://www.ma.hu/uzlet/335751/Nagy_Istvan_100_milliard_forint_jut_az_elelmiszeripari_vallalkozasok_fejlesztesere

az, hogy „... a belföldi élelmiszer-fogyasztás alapvető forrása; a nemzetgazdaság külpiazi kapcsolatainak szereplője; a mezőgazdasági termékek legjelentősebb piaca³.”

A közölt megállapítások egy gazdaságilag jól teljesítő és pénzügyileg stabil ágazatra utalnak, amely előtt olyan lehetőségek állnak, amelyek realizálásával növekedési pályára kerülhet. Tanulmányunkban ennek a hipotézisnek a valóságtartalmát vizsgáljuk.

Munkánk során a pénzügyi átvilágítás tartalmára és módszertanára fókuszálunk. A vizsgálat célja: gazdasági teljesítmény és pénzügyi biztonságot mérni és értékelni a 2014 és 2017 közötti időszakban. Az alkalmazott módszertan: adatbázis elemzés FINel diagnosztikai és értékalkotó szakértői rendszerrel, valamint az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő számítógépes szakértői rendszerrel. A vizsgált adatbázis: a magyarországi kettős könyvvezetésű élelmiszeripari cégek ágazati mintája, amely mérleg- és eredménykimutatásokat tartalmaz. A vizsgálat kérdései: Melyek a gazdasági teljesítmény és a pénzügyi stabilitás összetevői a multikauzális ok-okozati összefüggésrendszer világában? Ezek az összetevők vajon milyen mértékben változtak a választott időszakban? Vajon változott-e a pénzügyi pozíció térkép a gazdasági teljesítmény és a pénzügyi biztonság függvényében? A pénzügyi elemzésből következtetni lehet az ágazat gazdálkodásának erősségeire és gyenge pontjaira, a növekedés pénzügyi esélyeire és finanszírozhatóságára.

ANYAG ÉS MÓDSZER

Elemzésünkhöz azt a kizárólag kettős könyvvezetésű cégeket felölelő adatbázist használjuk, amely az élelmiszer-termelésből a TEÁOR (Tevékenységek Egységes Ágazati Osztályozási Rendszere) 10, 11 és 12, az

élelmiszereket, ital- és dohánytermékeket foglalja magában. A vizsgálat a 2014 és 2017 közötti beszámolási időszakra terjed ki.

Az 1. táblázat azt mutatja, hogy a kettős könyvvezetésű élelmiszeripari ágazati cégek száma 6,7%-kal csökkent a vizsgált időszakban. A gazdálkodási forma szerint vizsgálva megállapíthatjuk, hogy megmaradt a kft.-k 80%-os aránya, azonban a betéti társaságok száma több, mint ötödével esett vissza. A vállalati méret szerint vizsgálva látható, hogy a választott ágazati minta közel 3/4 része mikrovállalkozás és a legnagyobb mértékben, 17,2%-kal a kisvállalkozások száma csökkent a vizsgált időszakban.

Az alkalmazott pénzügyi módszertannak óriási tárháza van, de mi kutatásunkban szűkítjük ezt a széles választékot a multikauzális ok-okozati összefüggéseket feltáró vizsgálatokra, mivel így egyszerre több nézőpontból tárhatunk fel számszerű kapcsolatokat.

Brealey – Myers (1999), Fazakas (2001), Bodie – Cleeton – Merton (2011) és Chandra (2011) vagy az aktuális számviteli törvény előírásai szerint, vagy a mérleg-, eredmény- és cash flow-kimutatás alapján közölnek elemzési sorrendet. Fazakas (2001), Chandra (2011), Brigham – Houston (2016) hangsúlyozzák, Katits (2017), Katits – Szalka (2015a, 2015b) és Reszegi – Juhász (2014) bizonyítják is az iparági adatok ismeretében történő időbeni összehasonlítást, vagyis a vertikális és horizontális elemzést. Mindegyik megfogalmazásból kitűnik az, hogy a vállalkozás működésének elemzését a monokauzális ok-okozati kapcsolaton alapuló mutatószámok számításával és a kapott eredmények értékelésével szükséges megkezdeni.

A – monokauzális ok-okozati összefüggéseken túllépő – multikauzális pénzügyi

³ https://www.georgikon.hu/tanszekek/agrargaz/Tananyagok/Lukacs/Kereskedelmi%20ismeretek/Keresk_egazd.pdf

I. táblázat

**A vizsgált mintában levő cégek számának alakulása
a gazdálkodási forma és a vállalati méret szerint 2014 és 2017 között**
(Changes in the number of companies in the examined sample by form of business and company size between 2014 and 2017)

Megnevezés	2014	2015	2016	2017
<i>Gazdálkodási forma szerint</i>				
Kft.	4 160	4 184	4 258	3 910
Zrt. és Nyrt.	125	128	135	135
Szövetkezet	16	190	11	10
Bt.	653	634	586	508
Nonprofit szervezet	9	9	12	17
Egyéb	217	53	248	249
Összesen	5 180	5 198	5 250	4 829
<i>Vállalati méret szerint⁴</i>				
Mikrovállalkozás	3 797	3 796	3 901	3 605
Kisvállalkozás	1 015	1 019	966	840
Közepes vállalkozás	279	292	294	279
Nagyvállalkozás	0	62	58	60
Egyéb vállalkozások	89	29	31	45
Összesen	5 180	5 198	5 250	4 829

Forrás: Agrárgazdasági Kutató Intézet 2014., 2015., 2016., 2017.

mutatószámrendszereknek két nagy csoportja létezik: az analitikus és a szintetikus. A multikauzális analitikus pénzügyi mutatószámrendszerekben egy ún. mutatószám-piramis keletkezik, amely segít megérteni az egyes mutatószámok közötti összefüggéseket, illetve egy adott mutatószám felépítését az interdependencián keresztül. A pénzügyi kiértékelésen kívül az információszerzés összefüggéseit is jól szemlélteti a Du Pont-rendszer, a *Zentral Verband der Elektronischen Industrie (ZVEI)* mu-

tatószámrendszer és a *Reichmann-Lachnit* (RL)-rendszer (*Katits, 2010*). Az RL rendszer kikapcsolja a döntésreleváns komponenseket, mivel azok a mutatókban nem dokumentálhatók, algebrai módon más mutatókkal nem kapcsolhatók össze (*Buchner, 1985*).

A DuPont modell (*Davis – Davis, 2011; Fabozzi – Markowitz, 2011*) piramisformájú, matematikai összefüggéseken alapuló rendszer, amelyben a mutatószámok a ROA mint csúcsmutató tartalmát bontják

⁴ A magyar vállalati méretkategóriák 2019-ben érvényes kritériumait az alábbi táblázat szemlélteti.

Megnevezés	MIKRO vállalkozás	KIS vállalkozás	KÖZEPES vállalkozás
Összes foglalkoztatott száma	10 fő	50 fő	250 fő
Maximális éves nettó árbevétel	2 millió euró	10 millió euró	50 millió euró
Maximális mérlegfőösszeg	2 millió euró	10 millió euró	43 millió euró
Függetlenség	A konszolidált éves beszámoló szerint is teljesíteni kell a kkv kritériumokat. Nem lehet sem nagyvállalatnak, sem államnak, önkormányzatnak 25%-nál nagyobb részesedése a társaságban.		

Forrás: <http://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/pdf/kkv17.pdf>

Egyrészt a vállalat növekedését értékeli, másrészt pedig a gazdálkodás különböző megközelítésű, párhuzamosan végzett vizsgálatát jelenti. Elemzéshez és tervezéshez egyaránt alkalmazhatjuk.

Az RL mutatószámrendszer (*Katits, 2010*) a vállalkozás jövedelmezőségi és likviditási helyzetét koncentrált formában vizsgálja. A mutatószámrendszer összesen 39 mutatószámból áll, és mind viszonyszámokat, mind pedig abszolút számokat alkalmaz a pénzügyi és a vezetői számvitel adataira egyaránt építve. A rendszer tartalmilag rendezett (rendszeralapú), az elemeit (mutatószámait) nem matematikailag, hanem tartalmi szempontok szerint kapcsolja össze. Az RL rendszer egy általános részből (állandó, minden vállalkozás számára alkalmas mutatókat tartalmaz, egyaránt felhasználható a tervezéshez, az elemzéshez, az értékeléshez és ezeken keresztül az irányításhoz) és egy különleges részből (cégspecifikus mutatószámokkal, tekintetbe véve azok hatását a jövedelmezőségi és likviditási legfelsőbb célértékekre) áll. Az RL modellt rugalmasnak tekinthetjük, mert választható mutatószámokból épül fel,

amelyeket az adott vállalkozás profiljának megfelelően alakíthatunk. Figyelembe veszi azt is, hogy a mindenkori fizetőképesség fenntartása lényeges követelmény egy társaság esetében.

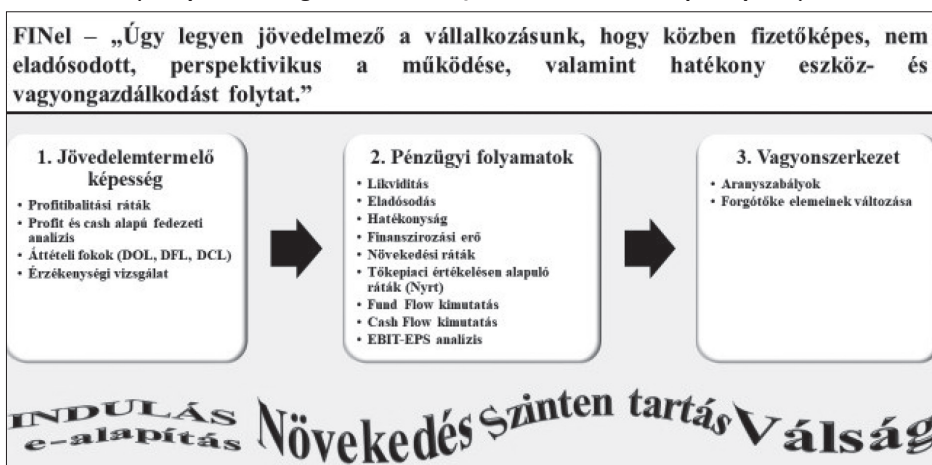
Mindhárom analitikus mutatószámrendszer eszköze lehet a vállalkozások tervezésének, irányításának és ellenőrzésének is, ugyanakkor része lehet és segítségül szolgálhat az éves beszámoló elemzési módszertanának is.

A szintetikus mutatószámrendszerek egyrészt empirikus vizsgálatok, másrészt pedig matematikai-statisztikai módszerek felhasználására épülnek. Például a vállalati fejlődés mértékét kifejező üzleti indexet meghatározó pénzügyi ráták súlya és kiválasztása az elemző szubjektív értékítéletén alapul, illetve a releváns mutatószámok kiválasztása faktor-, és klaszteranalízissel, a mutatószámok súlyozása és az index képzése a diszkriminancia analízis eszközével történik, hasonlóképpen, mint a csődelőrejelző modellek esetében (*Gebhardt, 1980; Altman, 1988; Katits, 2017*).

A tanulmányunkban alkalmazott saját fejlesztésű pénzügyi szakértői rendszer

I. ábra

A FINel pénzügyi szakértői rendszer elemzési és diagnosztizáló moduljai
(*Analysis and Diagnosis Modules of the FINel Financial Expert System*)



alapját a mono- és multikauzális ok-okozati összefüggések feltárása jelenti, amely átgondolt elemzési logikai váz mentén történik. Ezekből itt célirányosan választunk. A saját fejlesztésű FINel diagnosztikai és értékalkotó szakértői rendszer tartalmát az 1. ábra szemlélteti. A FINel alkalmas a vállalati működés fázisaihoz – az originális és derivatív alapítás, a növekedés- és válság-szakaszokhoz – igazított elemzést végezni az 1. ábrában közölt logika mentén, de a három elemzési modulját önállóan is lehet alkalmazni.⁵

Ákár egy élelmiszeripari cég, akár a teljes ágazat életképességének és eredményességének legfőbb forrása az árbevétel generáló képesség. Több információt nyerünk ezzel kapcsolatban akkor, ha az alábbi három módon is vizsgálódunk:

1. A belső növekedésre akkor képes a vállalkozás, ha azt teljes mértékben külső források igénybevétele nélkül, önfinanszírozó módon éri el, vagyis a finanszírozási források kizárólag a profitvisszatartásból származnak (Chandra, 2011; Parrino et al., 2011).

$$IGR = \frac{\frac{Net\ Profit}{Assets} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}}{1 - \frac{Net\ Profit}{Assets} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}} = \frac{ROA \times RPR}{1 - ROA \times RPR}$$

2. A fenntartható növekedés (SGR = **Sustainable Growth Rate**) esetén a vizsgált cég tőkeszerkezete úgy marad változatlan, hogy a társaság nem bocsát ki – nyilvánosan – új, pótlólagos részvényeket. Ez tehát olyan növekedés, amely új saját tőke bevonása nélkül, a hosszú lejáratú kötelezettségek és a sajáttőke-arány megtartása mellett érhető el (Babcock, 1970; Higgins, 1981; Van Horne – Waczhowicz 2008; Chandra, 2011).

$$SGR = \frac{\frac{Net\ Profit}{Equity} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}}{1 - \frac{Net\ Profit}{Equity} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}} = \frac{ROE \times RPR}{1 - ROE \times RPR}$$

3. Az önfinanszírozható növekedés (SFGR = **Self-financeable Growth Rate**) az operatív módon kigazdálkodott forrásokkal – külső finanszírozás és tőke kivonás nélkül – elérhető vállalati növekedés (Churchill – Mullins, 2001; Marks et al., 2009). Ez a vállalatspecifikus növekedési ráta alapvetően az alábbi 3 tényezőtől függ:

- A működési cash ciklustól (OCC = **Operating Cash Cycles**), amely a készlet-tartás idejének (DIH = **Days Inventory Held**) és a vevői követelések behajtási idejének (DSO = **Days Sales Outstanding**) az összege.

- A forráslekötés időtartamától, OCC-ként a forgótőke finanszírozás érdekében.

- A szabadon rendelkezésre álló forrás generálásától, OCC-ként.

A következő lépések szükségesek az éves SFGR számításához:

$$\frac{\text{Szabadon rendelkezésre álló forrás}}{SNR} = \frac{DIH + DSO}{SNR} = SFGR_{OCC-ként} (= SFGR_{OCC})$$

$$\frac{365}{OCC} = OCC - k \text{ száma éves szinten } (= OCC_n)$$

$$(1 + SFGR_{occ})^{OCC_n} - 1 = \text{Éves SFGR}$$

Itt megjegyezzük azt, hogy a FINel lehetővé teszi egyrészt az IGR és SGR növekedési ráták nagyságát közvetlenül befolyásoló tényezők, vagyis a ROA (**Return on Assets**) és a ROE (**Return on Equity**) összetevőinek – így a növekedési lehetőségek – pénzügyi elemzését a már közölt DuPont modell ke-

⁵ Ezt bizonyítja Kucséber (2016) Hitelintézeti Szemlében és Kucséber (2015) Tér-Gazdaság-Ember című szaklapban megjelent munkájában.

retében. Másrészt az értékesítési kockázat (m)értékét, a növekedési perspektívák finanszírozhatóságát az IGR, az SGR és az SFGR növekedési ráták ismeretében úgy elemzi, hogy a tervezett vagy a tényleges értékesítési árbevétel változását (SaGR = *Sales Growth Rate*) is tekintetbe veszi. Harmadrészt pedig 3 árbevétel növekedési ráta számításával ki lehet dolgozni a növekedés pénzügyi forgatókönyvének alapjául szolgáló eredménykimutatás tervezetét (Katits, 2017).

A másik saját fejlesztésű szoftver az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő számítógépes szakértői rendszer, amely minden eredményt kétféleképpen minősít: "durván" egy ötfokozatú A-B-C-D-E skálán, és "finoman" egy 0 és 100 közötti, egytizedes pontosságú, teljesítménypontnak nevezett értékkel. Az ötfokozatú skála jelentése: (E) = kritikus; (D) = problematikus; (C) = elfogadható; (B) = jó; (A) = kiváló. A szoftver minden számított értékhez előre definiálhat küszöbértéket. A küszöbök között levő értékekhez tartozó teljesítménypontot a program lineáris interpolációval számolja ki. Az egy-egy modulba tartozó számításokkal kapott értékek teljesítménypontja az adott modulban szereplő egyedi számítások teljesítménypontjainak a rendszerben előre definiált súlyokkal számított *átlaga*. (Az átlagképzésben felhasznált súlyok a számítások fontosságát, jelentőségét fejezik ki.) Egy-egy modul A-B-C-D-E minősítése, az átlagos teljesítménypont alapján, a következő módon történik: 0 – 19,9 p = (E) = kritikus; 20 – 39,9 p = (D) = problematikus; 40 – 59,9 p = (C) = elfogadható; 60 – 79,9 p = (B) = jó; 80 – 100,0 p = (A) = kiváló.

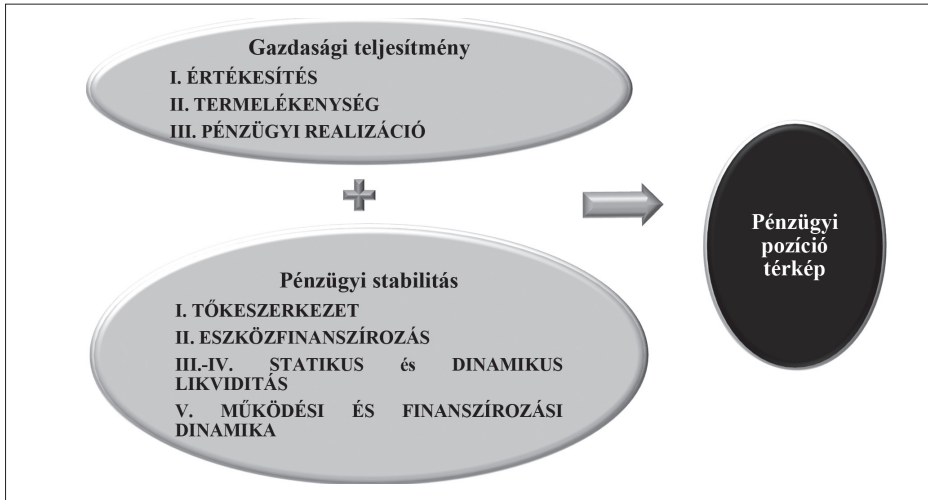
A szoftver a gazdasági teljesítmény és a kockázatviselő képesség (pénzügyi stabilitás) értékelésekor hasonlóan jár el: az I–III. (4. táblázat) és az I–V. modul (5. táblázat) átlagos teljesítménypontjait előre definiált súlyokkal "tovább átlagolja", majd az át-

lagot betűvel is minősíti. Az összértékelés finomított besorolása azt jelenti, hogy az elért betű által reprezentált 20 pontos sáv melyik negyedébe esik a kapott pontszám (annyi „csillag” jelenik meg a betű után). Az elmondottaknak megfelelően a „B***” azt jelenti, hogy a cég 65 – 69,9 teljesítménypont tartományban van.

Az EkoWIN az ágazatnak egy adott időszakban nyújtott gazdasági teljesítményét 3 oldalról – a forgalom/termelés-termelékenység/pénzügyi realizálás – vizsgálja. Amíg ez a 3 oldal hosszú távon összefügg, addig rövidebb távon akár jelentősen el is térhetnek egymástól. Egy olyan ágazat esetében, amely élelmiszeripari anyagokat, árukat, termékeket készletez, felvesz és hitelt nyújt, vevőktől kap előleget és vevőknek előleget fizet, stb., a háromféle gazdasági teljesítmény jellemzően ciklikus hullámozást mutat, nem csak éven belül, de gyakran éves, vagy többéves periódusokban is. Így aztán más megítélés alá esik az alacsony értékesítési jövedelmezőség akkor, ha a vállalat teljesítménye mindhárom oldalról nézve hanyatlik, és más megítélés alá akkor, ha éppen csak az értékesítés van saját ciklusának mélypontján. A példa megfordítva is igaz: a magas értékesítési jövedelmezőség csak akkor öröndetes, ha a vállalat teljesítménye a másik két oldalról nézve is javul. A 2. ábra egyrészt szemlélteti a gazdasági teljesítmény és a pénzügyi stabilitás (kockázatviselő képesség vagy a biztonság) moduljait, másrészt pedig a modulok alapján, a kapott minősítési pontszámok ismeretében, pénzügyi pozíció térképet is lehet készíteni. A pénzügyi pozíció térkép abszcissza tengelye a jövedelmezőség vagy gazdasági teljesítmény, az ordináta tengelye a biztonság (azaz kockázatviselő képesség) minősítési pontszáma szerint van skálázva. A vastagon keretezett területek a különböző vállalati kilátásokat kifejező zónák, melyeket a jobbra látható jelmagyarázatok azonosítanak (2. ábra).

2. ábra

Az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő számítógépes szakértői rendszer 3 elemzési és diagnosztikai modulja
(Three Analysis and Diagnostic Modules of the EkoWIN Computer Expert System for Financial Analysis, Forecasting and Company Valuation)



Forrás: saját szerkesztés

Az értékesítési teljesítményt a forgalmi költség eljárással készülő, "B" típusú eredménykimutatás tükrözi, amely az adott időszak értékesítési bevételeiből indul ki, szembe állítva a hozzájuk kapcsolódó ráfordításokkal. A termelés/termelékenység, mint a gazdasági teljesítmény 2. összetevője a termeléscentrikus, összköltség eljárással készülő, "A" típusú eredménykimutatás az adott időszakban felmerült összes ráfordításból indul ki, szembe állítva a ráfordítások által elért bevételekkel és aktivált saját teljesítményekkel. A gazdasági teljesítmény 3. összetevője, a pénzáramlásokon alapuló, pénzügyileg realizált eredmény, amely az alábbi három okból tér el az értékesítési eredménytől:

1. Az értékcsökkenési leírás olyan ráfordítás, amely nem jár pénzkidárással, tehát ezzel a nagysággal a pénzügyileg realizált eredmény nagyobb lesz.

2. A kötelezettségek növekedése egyrészt pénzbeáramlást (hitelek, kölcsönök), másrészt fizetési haladékok (szállítói tartozások, egyéb rövid lejáratú kötelezettségek)

jelent a cégünk számára, vagyis a pénzügyileg realizált eredményt szintén növeli.

3. A készletek és a követelések növekedése viszont lekötö a pénzt, vagyis a pénzügyileg realizált eredményt csökkenti.

Amikor egy potenciális befektető döntéshozatal előtt áll, akkor – a kockázatokon túl – a lekötött tőkéjére vetített minél nagyobb hozam érdekli. Ezek után az lenne a logikus, hogy ha a pénzügyi elemzők is elsősorban a tőkearányos jövedelmezőségi mutatók alapján rangsorolnák akár a vállalatokat, akár az ágazatokat. A tapasztalt szakemberek azonban sokkal inkább hajlamosak az árbevétel-arányos nyereségre alapozni véleményüket, mert tudják azt, hogy a tőkearányos nyereséget a cég finanszírozási politikája jelentősen eltorzíthatja. Vegyünk pl. két egymás mellett álló élelmiszeripari céget, amelyek ugyanazokat a termékeket, ugyanolyan mennyiségben és haszonnal forgalmazzák, de az egyik teljes egészében saját tőkéből finanszírozott épületben működik, a másik bérlő az (vagyis az épület nem része a vagyonának). Ha tényleg hasonlóan működ-

nek, akkor az árbevétel-arányos nyereségük nagyjából hasonló is lesz (feltételezzük, hogy az egyik értékcsökkenési leírást, a másik bérleti díjat számol el azonos nagyságrendben a ráfordítások között), de a tőkearányos nyereségük akár nagyságrendileg is eltérhet egymástól.

Létezik még egy további érv az árbevétel-arányos megközelítés mellett: ez az infláció, amely ugyan minden mutatószámot torzít, de a bevételek és ráfordítások időben közelebb állnak egymáshoz, ezért arányuk is kevésbé torzul, mint a több éve beruházott eszközök értéke és az elért eredmény aránya. Tehát a gyakorlatban használt árbevétel-arányos jövedelmezőségi számítások viszonylag a legkedvezőbbek, de az alábbi két problémától nem tekinthetünk el:

1. Kizárólag az értékesítés oldaláról mutatják be a céget, ezért vizsgáljuk az EkoWIN szoftverrel a termelést és a pénzügyi realizációt is.

2. Az a bevétel, amihez az eredményt viszonyítják bruttó, tehát torzított, ezért, úgymond, „nettósítunk” az alábbi három módon:

- Az eladott áruk beszerzési értékét és az alvállalkozók díjazását mind a ráfordításokból, mind a bevételekből kivesszük, vagyis az „árrés” marad a bevételek között.

- Az egyéb bevételeknek és ráfordításoknak csak az egyenlegével számolunk: pozitív egyenleg esetén a bevételek, negatív egyenleg esetén a ráfordítások között.

- Hasonlóan járunk el a pénzügyi eredménnyel is: nyereség esetén a bevételek, veszteség esetén a ráfordítások között számoljuk el ezeket.

Amíg az értékesítés és a termelés között még a jellegzetesen készletre termelő cégeknél is ritkán van jelentős eltérés, addig a pénzügyi realizáció sokkal kedvezőtlenebb az értékesítési eredményhez képest. Miért? Elvben akkor, ha egy vállalat állandó készlet-, vevő- és rövid lejáratú kötelezettségállománnyal működne, akkor a pénzügyileg realizált eredménye (az értékcsökkenési

leírás összegével) nagyobb lenne, mint az értékesítési eredmény. Tehát a kisebb pénzügyi eredményt csak a jelentősen megnövekedett készlet- és vevő-, valamint a jelentősen csökkent rövid lejáratú kötelezettségállománnyal lehet magyarázni. Érdekes, hogy a pénzügyi eredmény romlását nem csak a dekonjunkció szokásos tünetei – az eladhatatlan készletek és a rosszul fizető vevők állománynövekedése – okozhatják, de a lendületes fejlődés, a növekedési expanzió is járhat működési zavarokkal, a készlet- és vevő-állomány növekedésével, valamint a rövid lejáratú kötelezettségállomány relatív csökkenésével! Az értékesítési mutatók is jelentősen eltérhetnek a szokásos módon számolt eredményektől: az ún. „nettósítás” miatt. Ez az eltérés – pozitív eredmény esetén – mindig javulás. Ez a javulás azonban nem „szépités”, hanem éppen a reális teljesítményt tükrözi. Ismerünk pl. olyan anyavállalatot, mely – a belső transzfer árak kalkulálásakor – 10%-os árbevétel-arányos nyereséget garantál leányvállalatának. Ha ez a leányvállalat olyan munkákat is elvállal, amelyekre valójában nincsen kapacitása, és ezeket változatlan áron „tovább passzolja” alvállalkozóknak, akkor bár eredménye abszolút összegben nem változik, árbevétele megnő, és így árbevétel-arányos eredménye csökken, tehát joggal tart igényt magasabb összegű támogatásra. Ha a reális – nettó – jövedelmezőséghez kötnék támogatását, akkor nem volna értelme ilyen praktikáknak.

A pénzügyi stabilitás I. modulja a saját tőke részarányának vizsgálatát tartalmazza, mert a saját tőke tulajdonosai viselik az igénybe vett összes tőke üzleti és finanszírozási kockázatát. Itt azt vizsgáljuk, hogy vajon van-e a cégnek/ágazatnak elegendő saját tőkéje, vajon javul-e a tőkeellátottsága és vajon létezik-e megfelelő fedezet a hosszú lejáratú hitelek törlesztésére.

A II. modul ellenőrzi a finanszírozás arányszabályainak betartását, vagyis a keresztbe finanszírozás formáját (a befektetett eszközök ismétlődő folyó forrásokkal tör-

ténő finanszírozását). Ezt negatívumként értékeljük, mert a folyó források futamideje rövidebb a befektetett eszközökhöz képest, tehát ismétlődően meg kell újítani, különben finanszírozási gondok lehetnek. Amíg a szakirodalom kedvezőtlennek véli a keresztbe finanszírozás mindkét formáját – akár az összes forrás, akár a saját tőke arányában –, addig gyakorlati szempontból a befektetett eszközök ismétlődő rövid lejáratú hitelekkel történő finanszírozása a veszélyesebb.

A fizetőképességet lehet mérni számviteli (statikus) és pénzáram (dinamikus) szemléletben is (III–IV. modul), vagyis a záró mérlegek megfelelő tételeinek számításával és a cash flow tételeknek a rövid lejáratú kötelezettségek (RLK) szembeállításával (5. táblázat). A III. modul, a likviditási mérlegből nyert számítások a következő kérdésekre adnak válaszokat:

- Vajon van-e elegendő készpénz a havi esedékes bérekre és költségvetési befizetésekre?

- Vajon akkor is lesz-e elegendő készpénz, ha a vevőkövetelések befolyznak és a szállítókat kifizetjük?

- A teljes forgóeszköz-állomány milyen mértékben fedezi az összes RLK nagyságát?

A IV. modul a dinamikus likviditási rátákat tartalmazza, amelyek az éves bruttó cash flow és a kötelezettségek arányáról nyújtanak információkat, s az a kedvező, ha az éves bruttó cash flow minél nagyobb arányban fedezi a RLK-t (5. táblázat).

Az elemzői gyakorlat két leggyakrabban használt hányadosa az összes kötelezettség cash flow fedezete és a rövid lejáratú kötelezettségek cash flow fedezete. Annak ellenére, hogy ez a két hányados érdekes és informatív az üzleti/működési kockázatok becslésére, az RLK fedezetének a gyakorlatban elsősorban a forgóeszközöket kell tekintenünk. A „tartós forráshiány várható futamideje” azt fejezi ki, hogy ha tartós forráshiány (negatív forgótőke) van, de mellette a bruttó cash flow pozitív, akkor – ha minden változatlan marad – hány év alatt lehet ezt a hiányt „ledolgozni”.

Itt a minél rövidebb futamidő a kívánatos. A 'tartós forrástöbblet várható futamideje' azt fejezi ki, hogy ha tartós forrástöbblet (pozitív forgótőke) van, de mellette a bruttó cash flow negatív, akkor – ha minden változatlan marad – hány év alatt lehet ezt a többletet „felélni”. Ekkor a minél hosszabb futamidő kívánatos.

Itt egymástól külön eseteknek tekintjük azt, hogy az ágazatnak pozitív vagy negatív-e a bruttó cash flow-ja, azaz probléma esetén van-e „mivel” ledolgoznia azt. Hasonlóan megkülönböztetjük azt is, hogy az ágazatnak a befektetett eszközállományhoz képest tartós forrástöbblete vagy -hiánya van-e (forgótőkéje pozitív vagy negatív). A többlet felélhető „tartalékot”, a hiány pedig „ledolgozandó problémát” jelent. A vevőktől kapott előlegeket és a szállítók állományát nem a cash flow-ból törlesztik, ezért az EkoWIN meghatározza e két tétel nélkül vett rövid lejáratú és teljes kötelezettségállományokat is.

Az V. modulban a finanszírozási idő számítása úgy történik, hogy a készletlekötési idő és a vevői követelések behajtási idejének összegéből levonjuk a szállítói tartozások rendezésének idejét. Itt a finanszírozási idő számításával kapjuk meg azoknak a napoknak a számát, ameddig likvid finanszírozási forrást kell szereznünk (különbön fennakadásra számíthatunk a működésünkben és a fizetőképességünkben). Ha a számolásakor negatív értéket kapunk, akkor az ágazatnak a kapott értéknek megfelelő időtartamra (napokra) elegendő többletforrása van (Katits – Szalka, 2015a). Ha a szállítói tartozásokat előbb kell rendezni ahhoz képest, amikor a vevő fizet és más ügyletből nem származik bevétel, akkor ezt az időszakot finanszírozni kell. Ezt a problémát a likvid forgótőke létezése megoldja. Ennek hiányában kérhetjük a szállítói tartozások rendezési idejének hosszabbítását, igénybe vehetünk faktoring szolgáltatást, de folyamidhatunk bianco és fedezettel biztosított rövid lejáratú hitelfelvételhez is (Katits –

Szalka, 2015b). A finanszírozási idő pozitív értéke esetén pénzügyi forrás hiányzik a működés finanszírozásához.

EREDMÉNYEK ÉS ÉRTÉKELÉSEK

Ebben a fejezetben a FINel pénzügyi szoftver eredménytáblái közül először a multikauzális ok-okozati összefüggés feltárására épülő két-, három- és ötlépéses DuPont modell alkalmazásával kapott eredményeket közöljük. A 2. táblázatban a kedvezőtlen értékeket, mint a működés gyenge pontjait szürke háttérrel jelöljük.

A ROA tényezőkre bontása alapján könnyen felismerhetjük azt, hogy a probléma az eszközhatékonysággal vagy pedig a nettó jövedelmezőséggel kapcsolatos-e. Az eszközhatékonyság a felhasznált eszközállomány kihasználásának fokát fejezi ki. Ennek nagysága csökkenő tendenciát mutat amellyel, hogy sikerült az összes eszközértéknél nagyobb árbevételt generálni. A nettó jövedelmezőség egy adott időszakban elért adózott eredményt az értékesítési

árbevételhez viszonyítja. Tehát ez az arányszám átfogó módon vall arról, hogy az ágazat tevékenységének egészét figyelembe véve, mekkora forgalomarányos nettó haszonnal dolgozik. Ennek relatív mértéke alacsony, de mérsékelten növekvő.

A ROI tényezőkre bontásának vizsgálatakor azt látjuk, hogy az ágazat a 2014. évben lekötött tőkével a több mint háromszoros árbevételt 2017-ben már nem érte el, amit a befektetések emelkedésével magyarázunk, mivel az árbevétel nem csökkent.

A ROE értékét szétbonthatjuk a ROA és a részvénytőke szorzó (finanszírozási szerkezet) nagyságára. Itt a finanszírozási szerkezetet úgy értelmezzük, hogy az összes eszközt (a mérlegegyezőség miatt összes forrást) elosztjuk a saját tőke nagyságával. Ha ez az érték 1-nél nagyobb, akkor a vizsgált ágazat a saját tőke mellé egyre több idegen forrást is bevont. Mérsékelt csökkenést látunk, de még 2017-ben is a saját tőkét meghaladó idegen forrásnagysággal finanszírozta az ágazat az eszközeit.

2. táblázat

A két-, három- és ötlépéses DuPont modell alkalmazása 2014 és 2017 között
(Application of the two, three and five step DuPont model between 2014 and 2017)

Megnevezés	2014	2015	2016	2017
Eszközhatékonyság	1,45	1,40	1,33	1,35
Nettó jövedelmezőség (%)	2,55	3,35	3,82	3,61
ROA (%)	3,69	4,68	5,10	4,87
Lekötött tőke hatékonysága	3,03	2,92	2,76	2,81
Nettó jövedelmezőség (%)	2,55	3,35	3,82	3,61
ROI (%)	7,73	9,78	10,54	10,15
Eszközhatékonyság	1,45	1,40	1,33	1,35
Nettó jövedelmezőség (%)	2,55	3,35	3,82	3,61
Részvénytőkeszoró (Finanszírozási áttétel)	2,58	2,49	2,26	2,19
ROE (%)	9,53	11,66	11,53	10,66
Adóteherráta	0,88	0,89	0,90	0,93
Kamatteherráta	0,57	0,68	0,75	0,76
Működési jövedelmezőség (%)	5,09	5,57	5,69	5,12
Eszközhatékonyság	1,45	1,40	1,33	1,35
Részvénytőkeszoró (Finanszírozási áttétel)	2,58	2,49	2,26	2,19

Forrás: saját számításon alapuló szerkesztés

A ROE ráta öt tényező felbontásában, ha az adóteher- és a kamatteherráta értéke közelít az 1-es értékhez, akkor a társasági adófizetési kötelezettség és a fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások nagysága csökken. Itt kedvező tendenciát látunk, de azt is figyelembe kell venni, hogy az ágazat kezdeti éveiben jelentős mértékű kamat- és adófizetést teljesített.

A 3. táblázat értékei a következőre utalnak: Ha az SaGR < IGR, akkor az ágazat nem használja ki azt a növekedési lehetőséget, ami az önfinanszírozásból, vagyis a visszatartott profitból adódna. Ez utalhat alacsony jövedelemtermelésre, ami a magas működési és finanszírozási költségnyadból ered; működési és finanszírozási zavarokra az elégtelen forgótőke miatt; piaci problémákra a változó és/vagy csökkenő keresletből eredően; menedzselési gondokra. Ezt látjuk 2014-ben, 2016-ban és 2017-ben. Ha az SaGR < SGR, akkor az ágazat hitelfelvétellel és/vagy tulajdonosi tőke bevonásával is finanszírozhatta a növekedést, de ezen kívül ezt a növekedést belülről (a profit visszaforgatásával, az eszközhatékonyság javításával) is biztosíthatta. Ebben az esetben egyaránt történetelt idegen és tartós tőkebevonás, vagyis ilyenkor a tulajdonosi kör is változhatott. Ellenben a tőkeszerkezet változtatását nem kíséri forgalomnövekedés, ami nem javítja az eszközhatékonyságot, de a finanszírozási költségek emelkednek. Ezt látjuk 2014 és 2017 között.

Ha SaGR > SFGR, akkor az operatív módon kigazdálkodott forrásokkal – külső fi-

nanszírozás bevonása és tőke kivonás nélkül – elérhető vállalati növekedésnél nagyobb árbevétel-bővülést úgy ért el az ágazat, hogy az OCC – készletlektóési és vevői követelések behajtásának – időtartama nem mérséklődött (3. és 5. táblázat).

Kedvezőnek ítéhető az, hogy az SaGR egyik évről a másik évre nem csökkent, de csak mérsékelt növekedést látunk.

Eddig a FINel szakértői rendszer két multikauzális ok-okozati kapcsolatok feltárására alkalmas módszerével kapott eredményeket közöltük, most pedig áttérünk az EkoWIN pénzügyi szakértői rendszerrel végzett számítások eredményeinek közlésére. Először megnézzük a gazdasági teljesítmény 3 összetevőjének alakulását és minősítését (4. táblázat és 3–6. ábra).

Az élelmiszeripari ágazati minta értékesítési folyamatának elemzésekor a következő minősítést kaptuk:

- C****: 2014. üzleti év értékesítésének pontszámai az elfogadható sáv negyedik negyedébe esnek, nagyon közel a jó sáv alsó értékeihez.

- B**: 2016. üzleti év értékesítésének pontszámai a jó sáv második negyedében vannak.

- B***: 2015. üzleti év értékesítésének pontszámai a jó sáv harmadik negyedében vannak.

- A*: 2017. üzleti év értékesítésének pontszámai a kitűnő sáv első negyedébe esnek (3. ábra).

Azt látjuk, hogy az élelmiszeripari ágazati minta értékesítésének minősítése a vizsgálat első évében, 2014-ben

3. táblázat

A négy növekedési ráta alakulása 2014 és 2017 között (%)
(Evolution of four growth rates between 2014 and 2017 (%))

Megnevezés	2014	2015	2016	2017
SaGR	1,24	5,32	1,82	3,45
IGR	1,58	2,69	5,36	5,12
SGR	4,17	6,98	13,01	11,94
SFGR	0,58	0,71	1,01	0,99

Forrás: saját számításon alapuló szerkesztés

4. táblázat

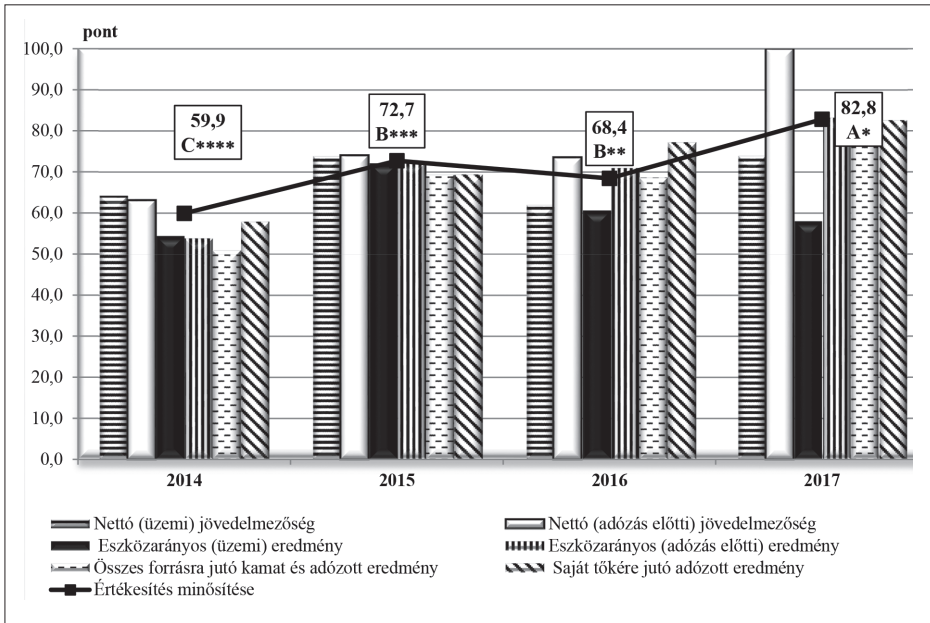
Az ágazati minta gazdasági teljesítményének alakulása 2014 és 2017 között (%)
(Changes of economic performance in the sectoral sample between 2014 and 2017)

Megnevezés	2014	2015	2016	2017
I. ÉRTÉKESÍTÉS				
Nettó (üzemi) jövedelmezőség	116,70	118,17	117,94	118,24
Nettó (adózás előtti) jövedelmezőség	115,66	117,85	118,10	117,67
Eszközarányos (üzemi) eredmény	5,29	5,56	5,50	6,80
Eszközarányos (adózás előtti) eredmény	4,21	5,25	5,67	5,25
Összes forrásra jutó kamat és adózott eredmény	4,69	5,43	5,92	5,48
Saját tőkére jutó adózott eredmény	9,53	11,66	11,53	10,66
Nettó (üzemi) jövedelmezőség = Nettó (üzemi) értékesítési bevételek/Nettó (üzemi) értékesítési ráfordítások				
Nettó (adózás előtti) jövedelmezőség = Összes nettó értékesítési bev./Összes nettó értékesítési ráford.				
Eszközarányos (üzemi) eredmény = Üzemi eredmény/Összes eszköz				
Eszközarányos (adózás előtti) eredmény = Adózás előtti eredmény/Összes eszköz				
Összes forrásra jutó kamat és adózott eredmény = (Fiz. kamatok és kamatjell. kifiz.+Adózott eredmény)/Összes forrás				
Saját tőkére jutó adózott eredmény = Adózott eredmény/Saját tőke				
II. TERMELÉKENYSÉG				
Nettó (üzemi) termelékenység	103,41	103,92	103,99	104,30
Nettó (adózás előtti) termelékenység	101,32	103,31	104,15	103,80
Eszközarányos termelési (üzemi) eredmény	4,26	4,66	4,55	4,94
Eszközarányos term. (adózás előtti) eredmény	3,17	4,35	4,73	4,39
Nettó (üzemi) termelékenység = Nettó (üzemi) term. eredmény/Nettó (üzemi) term. ráfordítások				
Nettó (adózás előtti) termelékenység = Összes nettó term. eredmény/Összes nettó term. ráfordítás				
Eszközarányos termelési (üzemi) eredmény = Termelési (üzemi) eredmény/Összes eszköz				
Eszközarányos termelési (adózás előtti) eredmény = Term. (adózás előtti) eredmény/Összes eszköz				
III. PÉNZÜGYI REALIZÁCIÓ				
P.ü. realizált nettó (üzemi) jövedelmezőség	105,90	108,14	109,55	107,46
P.ü. realizált nettó (adózás előtti) jövedelmezőség	105,63	109,34	109,67	107,25
P.ü. realizált eszk.-arányos (üzemi) eredmény	7,16	9,39	10,38	8,26
P.ü. realizált eszk.-arányos (adózás előtti) eredmény	6,90	10,81	10,51	8,06
P.ü. realizált nettó (üzemi) jövedelmezőség = Pü. realizált nettó (üzemi) bevételek/ Pü. realizált nettó (üzemi) ráfordítások				
Pü. realizált nettó (adózás előtti) jövedelmezőség = Összes pü. realizált nettó bevétel/ Összes pü. realizált nettó ráfordítás				
Pü. realizált eszközarányos (üzemi) eredmény = Pü. realizált (üzemi) eredmény/Összes eszköz				
Pü. realizált eszközarányos (adózás előtti) eredmény = Pü. realizált (adózás előtti) eredmény/Összes eszköz				

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

3. ábra

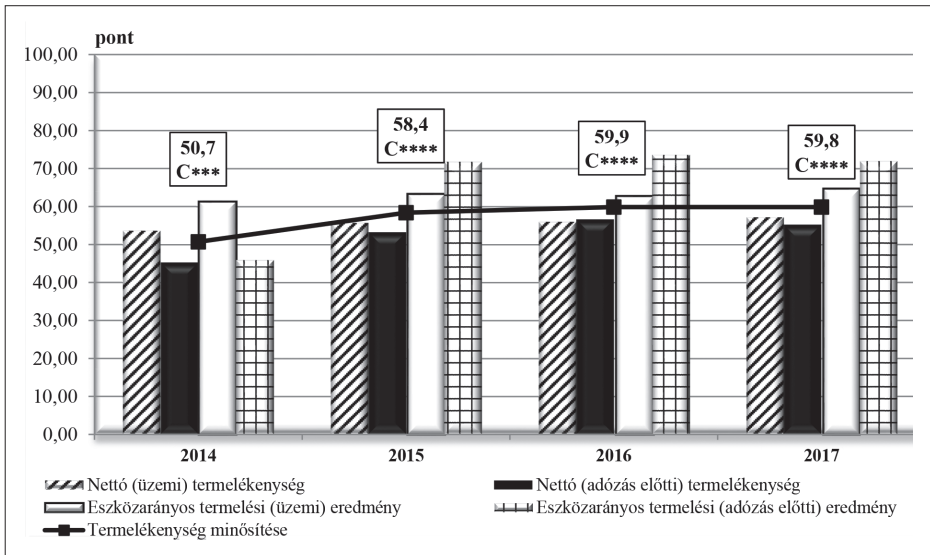
**Az ágazati minta értékesítésének minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of sales in the sectoral sample between 2014 and 2017)**



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

4. ábra

**Az ágazati minta termelékenységének minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of productivity in the sectoral sample between 2014 and 2017)**



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

erte el a legkedvezőtlenebb értéket. Az eszközarányos (üzemi) eredmény leginkább rontja a 2017-ben elért kiváló minősítést. A nettó (üzemi) jövedelmezőség jelentős javulása tette lehetővé azt, hogy az ágazat a kiváló kategóriájába kerüljön.

Az ágazati minta termelékenységének alakulása értékelésénél a következő minősítést kaptuk:

- C***: 2014. üzleti év termelékenységi pontszámai a jó sáv harmadik negyedébe esnek.

- C****: 2015 és 2017 közötti időszakban a termelékenység pontszámai az elfogadható sáv negyedik negyedébe esnek (4. ábra).

Jól látszik az, hogy az élelmiszeripari ágazati minta termelékenysége a vizsgálat első évében, 2014-ben érte el a legkedvezőtlenebb értéket, miközben a nettó (adózás előtti) termelékenység a legalacsonyabb, és a vizsgált időszak során leginkább rontja a termelékenység minősítését. Az eszközarányos termelési (adózás előtti) eredmény jelentős javulása sem tette lehe-

tővé azt, hogy az ágazat a jó kategóriájába kerüljön.

Az ágazati minta pénzügyi realizációja alakulásának értékelésénél a következő minősítést kaptuk:

- C***: 2014. év az elfogadható sáv harmadik negyedébe esik.

- B***: 2015. üzleti év a jó sáv második negyedébe került.

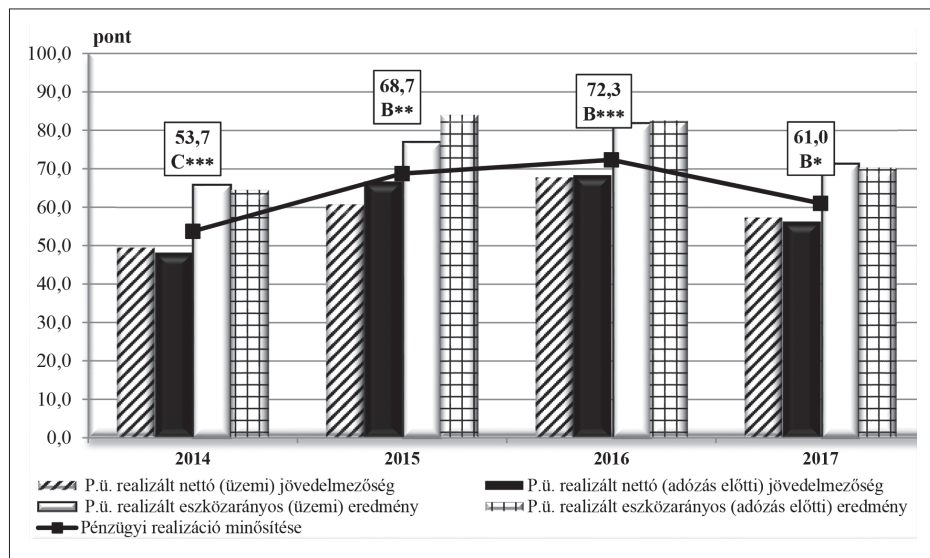
- B****: 2016. üzleti év a jó sáv harmadik negyedében van.

- B*: 2017. üzleti év a jó sáv első negyedébe került (5. ábra).

Az EkoWIN szakértői rendszer gazdasági teljesítményt meghatározó 3. összetevője a pénzügyi realizáció, amikor is kizárólag a pénzügyi realizációhoz kötött tételeket vesszük figyelembe. A három összetevő minősítése közül az élelmiszeripari ágazati minta tényleges pénzárammal mért gazdasági teljesítménye a vizsgálat utolsó évében, 2017-ben romlott, ellenben a 2014. évi elfogadható sávhoz képest javulást látunk. Ezt a készletek és a vevői követelések csökkenése

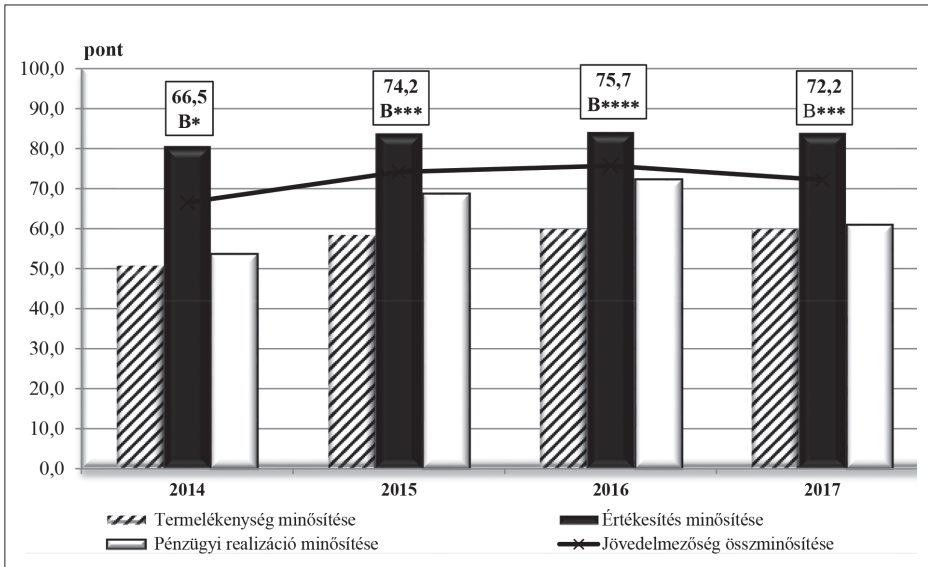
5. ábra

**Az ágazati minta pénzügyi realizációjának minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of financial realization in the sectoral sample between 2014 and 2017)**



6. ábra

**Az ágazati minta gazdasági teljesítmény (jövedelmezőségi mix) minősítése
2014 és 2017 között**
(Rating of financial realization in the sectoral sample between 2014 and 2017)



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

okoza, ami csökkentette a pénzlekötést (4. táblázat szürke háttérrel jelölt érték), vagyis a pénzügyi realizált eredményt csökkentette.

Az ágazati minta gazdasági teljesítményének (jövedelmezőségi mix) összesített minősítése az alábbi:

- B*: 2014. üzleti év a jó sáv első negyedében van.
- B****: 2016. üzleti év a jó sáv legfelső negyedébe esik.
- B***: 2015. és 2017. üzleti év a jó sáv harmadik negyedébe esik (6. ábra).

Tehát a magyarországi élelmiszeripari ágazati minta gazdasági teljesítményének összesített minősítése a kezdeti 'jó' minősítés alsó sávjából 2017-ben már jóval kedvezőbb sávba került. Így az ágazat elkerülte a 'kritikus', a 'problematikus' és az elfogadható minősítést, de azt látjuk, hogy a pénzügyi realizációs folyamatokban a 2017-ben történt mérsékelt visszaeséssel együtt a termelékenység növekedését sem látjuk, ami az ágazat gazdálkodása számára jelzésértékű.

Elemzésünk következő részében rátérünk a választott minta pénzügyi stabilitásának a vizsgálatára, amelynek logikája a következő: a tőkeszerkezet változása illeszkedjen az eszközkötés időtartamához úgy, hogy a fizetőképesség időpont és lejáratú idő szerint zavartalan, mert így zökkenőmentes lesz a forgótőke-gazdálkodás (5. táblázat).

Az élelmiszeripari ágazati minta tőkestruktúra-alakulásból eredő finanszírozási kockázat értékelésénél a következő minősítést kaptuk: a 2014. és 2015. üzleti év tőkeszerkezeti pontszámai a kiváló sáv második negyedébe, majd 2016-ban a harmadik negyedébe esnek. 2017-ben a legkedvezőbb minősítésű kategóriában van (7. ábra). Mivel az élelmiszeripari ágazat nem csak operatív finanszírozási forrást (forgótőkét), hanem stratégiai tőkét is igényel, az összes forráson belül a saját tőkeellátottságra vonatkozó döntések fokozott figyelmet igényelnek.

A vizsgált ágazat tőkeszerkezetének minő-

5. táblázat

**Az ágazati minta kockázatviselő képességét meghatározó értékeinek alakulása
2014 és 2017 között**

(Rating of financial realization in the sectoral sample between 2014 and 2017)

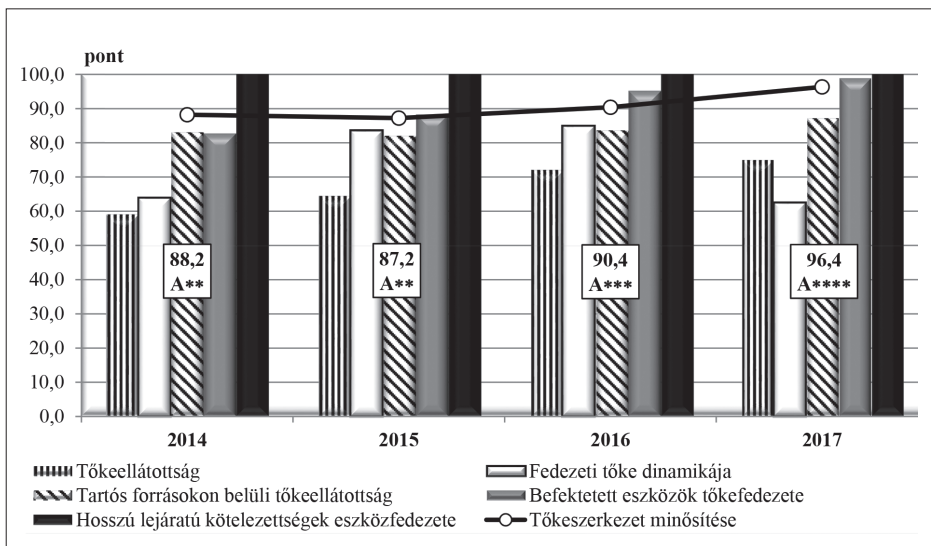
Megnevezés	2014	2015	2016	2017
I. TŐKESZERKEZET (%)				
Tőkeellátottság	39,51	42,20	45,99	47,45
Fedezeti tőke dinamikája	3,00	6,81	7,46	2,82
Tartós forrásokon belüli tőkeellátottság	73,01	71,99	73,56	77,12
Befektetett eszközök tőkefedezete	82,69	88,26	95,18	98,83
Hosszú lejáratú kötelezettségek eszközfedezete	327,22	291,24	292,39	340,95
Tőkeellátottság = Fedezeti tőke/Összes forrás				
Fedezeti tőke = Saját tőke + Hátrasorolt kötelezettségek + Halasztott bevételek				
Fedezeti tőke dinamikája = Fedezeti tőke változása/Összes forrás (előző év)				
Tartós forrásokon belüli tőkeellátottság = Fedezeti tőke/Tartós forrás				
Tartós forrás = Fedezeti tőke + Hosszú lejáratú kötelezettségek				
Befektetett eszközök tőkefedezete = Fedezeti tőke/Befektetett eszközök				
Hosszú lejáratú kötelezettségek eszközfedezete = Befektetett eszközök/Hosszú lejáratú kötelezettségek				
II. ESZKÖZFINANSZÍROZÁS (%)				
Keresztfinszírozás az összes forrás %-ban	0,00	0,00	0,00	0,00
Keresztfinszírozás a saját tőke %-ban	0,00	0,00	0,00	0,00
Keresztbe finanszírozás az összes forrás %-ban = Forgóeszközök fin. többlete, ha van/Összes forrás				
Forgóeszközök fin. többlete = Folyó források – Forgóeszközök akkor, ha > = 0				
Folyó források = RLK+ Céltartalékok+Bevételek passzív időbeli elhatárolása+Költségek, ráfordítások passzív időbeli elhatárolása				
Keresztbe finanszírozás a saját tőke %-ban = Forgóeszközök fin. többlete, ha van/Saját tőke				
III. STATIKUS LIKVIDITÁS				
Azonnali likviditási mutató	0,74	0,93	0,84	0,94
Gyors likviditási mutató	1,39	1,62	1,53	1,55
Általános likviditási mutató	1,23	1,36	1,51	1,48
Teljes likviditási mutató	1,24	1,38	1,53	1,51
Azonnali likviditás = (Pénzeszközök+Értékpapírok)/(Egy hónapon belül esedékes bér és költségvetési befizetések)				
Gyors likviditás = (Pénzeszközök+Értékpapírok+Követelések)/(Egy hónapon belül esedékes bér és költségvetési befizetések+Szállítókkal szembeni kötelezettségek és váltótartozások)				
Általános likviditás = (Pénzeszközök+Értékpapírok+Követelések+Készletek)/(Egy hónapon belül esedékes bér és költségvetési befizetések+Szállítókkal szembeni kötelezettségek és váltótartozások+ Rövid lej. hitelek és egyéb RLK)				

Megnevezés	2014	2015	2016	2017
Teljes likviditás = (Pénzeszközök+Értékpapírok+Követelések+Készletek+Aktív időbeli elhatárolások)/ (Egy hónapon belül esedékes bér és költségvetési befizetések+Szállítókkal szembeni kötelezettségek és váltótartozások+ Rövid lej. hitelek és egyéb RLK+Céltartalékok és passzív időbeli elhatárolások)				
IV. DINAMIKUS LIKVIDITÁS (%)				
Összes kötelezettség cash flow fedezete	18,18	21,31	24,08	24,61
Rövid lejáratú kötelezettségek cash flow fedezete	27,84	35,63	43,39	40,62
Tartós forráshiány várható futamideje (év)	0	0	0	0
Rövid lejáratú köt. cash flow fedezete (%) = Pozitív bruttó cash flow/Cash flow-hoz kapcsolódó RLK Cash flow-hoz kapcsolódó RLK = RLK – Vevőktől kapott előlegek – Szállítói tartozások Bruttó cash flow = Adózás utáni eredmény+Értékcsökkenési leírás				
Tartós forráshiány várható futamideje (év) = Tartós forráshiány/Pozitív bruttó cash flow° Tartós forráshiány = Tartós források – Befektetett eszközök (ha negatív)				
V. MŰKÖDÉSI ÉS FINANSZÍROZÁSI DINAMIKA (nap)				
Szállítók futamideje	60,00	52,00	51,00	52,00
Követelések futamideje	38,00	36,00	35,00	35,00
Készletek futamideje	86,00	86,00	86,00	86,00
Köv. és készletek szállítókkal finanszírozott aránya (%)	63,25	57,34	58,84	58,36
Szállítók futamideje = [Szállítók állománya/Anyagiilegű ráfordítások] x napok				
Követelések futamideje = [Követelések/ÉNÁ] x napok				
Készletek futamideje = [Készletek/ÉNÁ] x napok				
Köv. és készl. szállítókkal finanszírozott részaránya = Szállítók állománya/Követelések állománya + Készletek állománya				

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

7. ábra

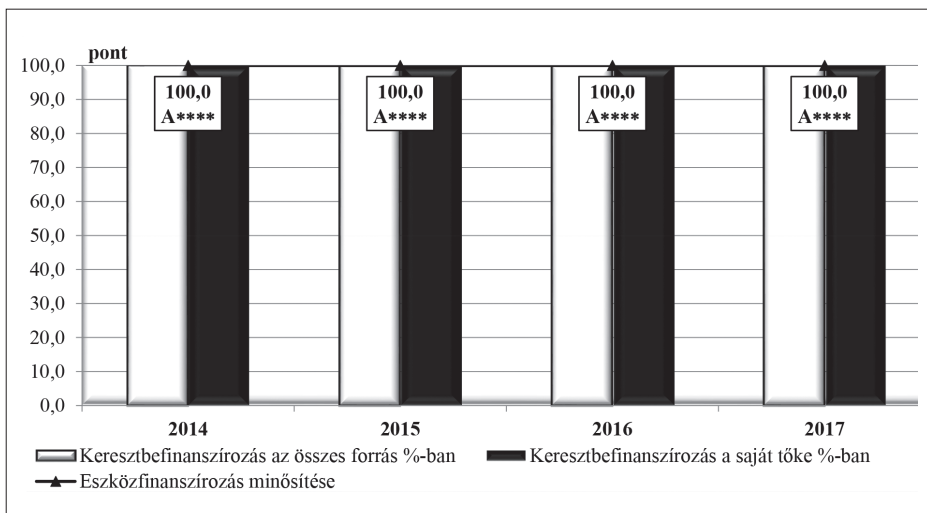
**Az ágazati minta tőkeszerkezetének minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of capital structure in the sectoral sample between 2014 and 2017)**



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

8. ábra

Az ágazati minta eszközfinanszírozásának minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of asset financing in the sectoral sample between 2014 and 2017)



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

sítésekor azt látjuk, hogy amíg a fedezeti tőke tartós forrásokon belüli részaránya emelkedett, addig a fedezeti tőke változásának összes forráson belül csökkent az aránya. Az utóbbi a kockázatviselő és az önfinanszírozó képesség mérséklését jelenti. Mindezek mellett a befektetett eszközök saját tőke fedezete és a hosszú lejáratú kötelezettségek eszközfedezeti biztosítéka a kiváló sávban volt.

A keresztfel finanszírozás összegének az *összes forráshoz számított* aránya a probléma nagyságrendjét, a saját tőkéhez viszonyított aránya pedig a saját erőből való „kinőhetőség” nehézségét számszerűsíti. Az élelmiszeripari ágazati mintában ilyen nem fordult elő a vizsgált időszakban, mivel az A**** kiváló minősítési kategóriát nyertük, így keresztfel finanszírozásra utaló elem nincsen, vagyis a befektetett eszközöket nem rövid lejáratú forrásokkal finanszírozzák (8. ábra).

Az élelmiszeripari ágazati minta időponti likviditásának értékelésénél az alábbi minősítést kaptuk:

- C*: 2014. év értékei az elfogadható sáv legkedvezőtlenebb részébe kerültek.

- C****: 2015. év értékei az elfogadható sáv legkedvezőbb részébe esnek.

- B*: 2016. év értékei a jó sáv legkedvezőtlenebb részébe kerültek.

- B**: 2017. üzleti év a jó sáv második negyedébe esik (9. ábra).

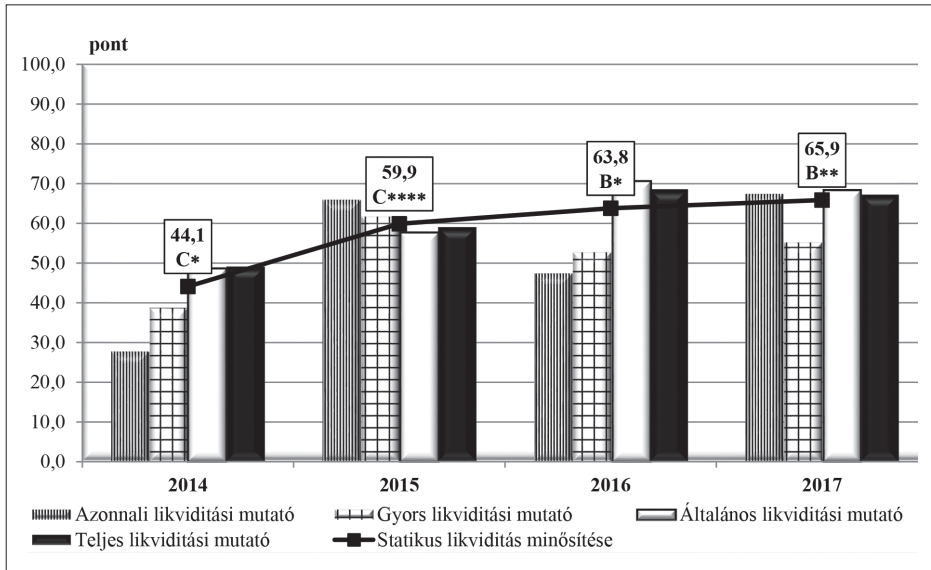
Az ágazat *összes statikus likviditási fokozata szerint számított értékeinek* alakulása kedvező tendenciát mutat, mert a forgóeszközök adott csoportjai egyre inkább kedvezőbb mértékben és összetételben fedezik az üzletmenethez kapcsolódó tartozásokat, amely fokozódó biztonságot jelent a zökkenőmentes gazdálkodás terén (9. ábra).

Az élelmiszeripari ágazati minta pénzárammal mért fizetőképességének alakulásából eredő finanszírozási kockázat értékelésénél azt látjuk, hogy a kezdeti elfogadható sáv legkedvezőbb részéből 2017-ben már a jó sáv legkedvezőbb részébe került, közel a kiváló minősítéshez (10. ábra). Annak érdekében, hogy az ágazat kiváló minősítést érjen el, javulnia kellene a rövid lejáratú kötelezettségek cash flow fedezetének.

A vizsgált ágazat működési és finanszí-

9. ábra

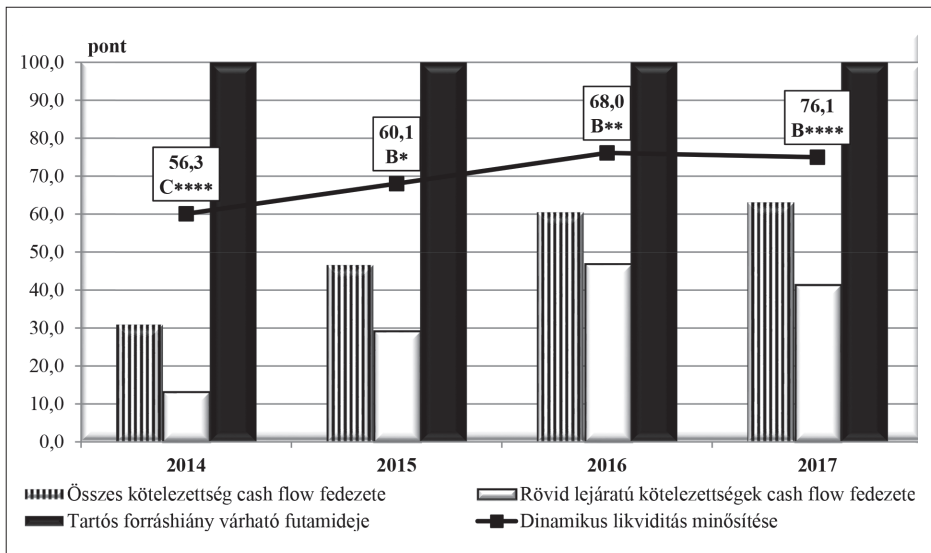
**Az ágazati minta statikus likviditásának minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of static liquidity in the sectoral sample between 2014 and 2017)**



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

10. ábra

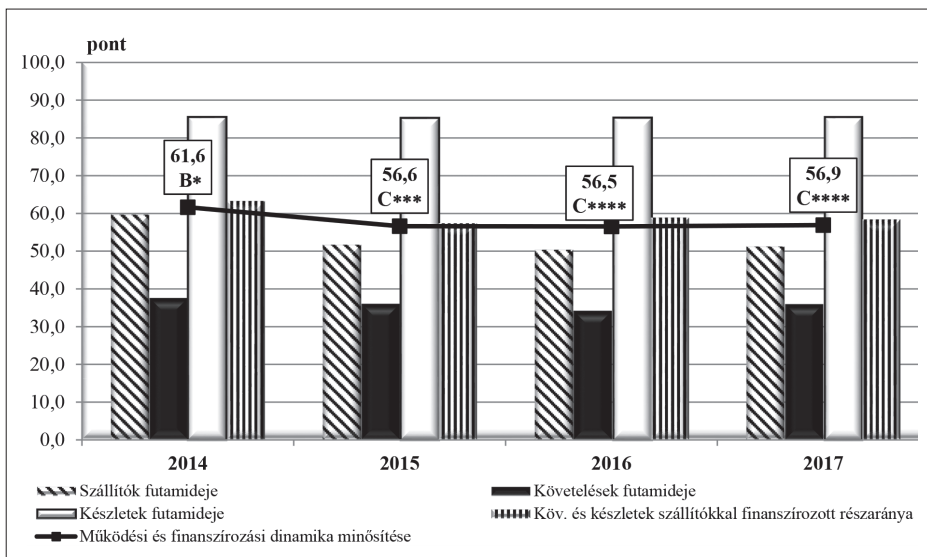
**Az ágazati minta dinamikus likviditásának minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of dynamic liquidity in the sectoral sample between 2014 and 2017)**



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

11. ábra

Az ágazati mintában a működési és finanszírozási dinamika minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of operational and financing dynamics in the sectoral sample between 2014 and 2017)



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

rozási dinamikájának minősítése az alábbi:

- B*: 2014. üzleti év pontszámai a jó sáv legkedvezőtlenebb negyedébe esnek, közel az elfogadható sávhoz.

- C*** és C****: 2015., 2016. és 2017. üzleti év az elfogadható sáv harmadik és negyedik negyedébe esik, közel a jó minősítéshez (11. ábra).

A vizsgált ágazatban a készletek futamideje durván két és fél hónapot tett ki és kilengésekre utaló, szélsőséges eredményeket nem kaptunk. Miközben a követelések ellenértékét bő 1 hónap alatt sikerült realizálni, addig az ágazat a szállítók irányába durván másfél hónap alatt rendezte tartozását, ezért érvényesült „a vevő finanszírozza a szállítót” elv (5. táblázat). Így a vizsgált ágazat működési és finanszírozási dinamikájának minősítése 2017-ben csak az elfogadható sáv negyedik negyedébe (C****) eső értékkel jellemezett (11. ábra).

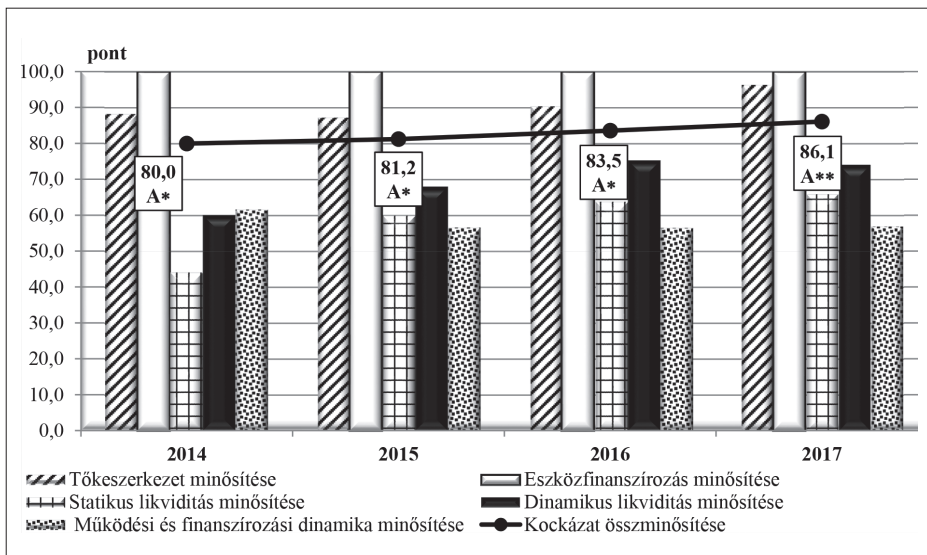
A vizsgált ágazat jelentős problémája, hogy likvid finanszírozási forrásról kell gon-

doskodni, mivel hosszabb a pénzlekötési idő a készletekben és a kinnlevőségekben a szállítói tartozások rendezésének idejéhez képest. Ez az üzleti (de a finanszírozási és a likviditási) kockázatot is fokozza. A lényeg abban foglalható össze, hogy a cégek irányítóinak gondoskodniuk kell a működés zökkenőmentes finanszírozásáról. Ügyelniük kell arra, hogy a pénzlekötések idejéhez igazítsák a halasztott vagy az új tartozásaik rendezési idejét!

Vizsgáltunk során elemeztük és értékeltük a forgóőke gazdálkodás hatékonyságát is. Mivel megalapozott feltételezés a szállítókat kamatmentes hitelnyújtóknak és a vevőket kamatmentes hitelfelvevőknak tekinteni, kívánatos, hogy a szállítók megfelelő mértékben vegyenek részt a vevők (és a készletek) finanszírozásában. Ebben a tekintetben, a vizsgált időszakban, a 4 hónapos készletlekötési idő és a követelések behajtásának ideje – mint pénzlekötési idő – jelentős a szállítói tartozások másfél hónapos rendezésének idejével, mint hitel-

12. ábra

**Az ágazati minta kockázatának minősítése 2014 és 2017 között
(Rating of risk in the sectoral sample between 2014 and 2017)**



Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

nyújtási idővel. Mivel ezek az időtartamok közvetlenül befolyásolják a szabad pénzáram nagyságát, az időtartamok varianciája az üzleti kockázat mértékére enged következtetni (Michalski, 2014).

Az elmondottakból eredően a magyarországi élelmiszeripari ágazati minta kockázatviselő képessége a kiváló minősítést érte el a vizsgált időszakban. Ez az ágazat biztonságos gazdálkodását is jelenti, még annak ellenére is, hogy figyelmeztető jeleket találtunk, amelyeket az 5. táblázat szürke háttérrel jelölt értékei igazolnak. Tehát az ágazat elkerülte a 'kritikus', a 'problemátikus' és az 'elfogadható' minősítést is (12. ábra).

Összességében az ágazatot – befektetői és a pénzügyi vezető szemszögéből – stabilnak és jónak értékeljük, nagyon közel a kiváló sávhoz. Tehát az ágazat a 2014 és 2017 közötti pénzügyi stabilitásának és kockázatviselő képességének multikauzális ok-okozati vizsgálaton alapuló elemzéséből arra következtetünk, hogy növekedési pályára kerülhet (13. ábra).

A 14. ábra szemlélteti az ágazat pénzügyi pozíciójának alakulását a 2014 és 2017 közötti beszámolási időszakokra. Az ágazat a sikerzónában van, de figyelni kell a zónán belüli aktuális helyzetére. A gazdasági teljesítmény és a kockázatviselő képesség egyaránt javult, s 2017-ben már a kiváló zóna közelébe került. Ez is alátámasztja azt, hogy az ágazat növekedési pályára léphet.

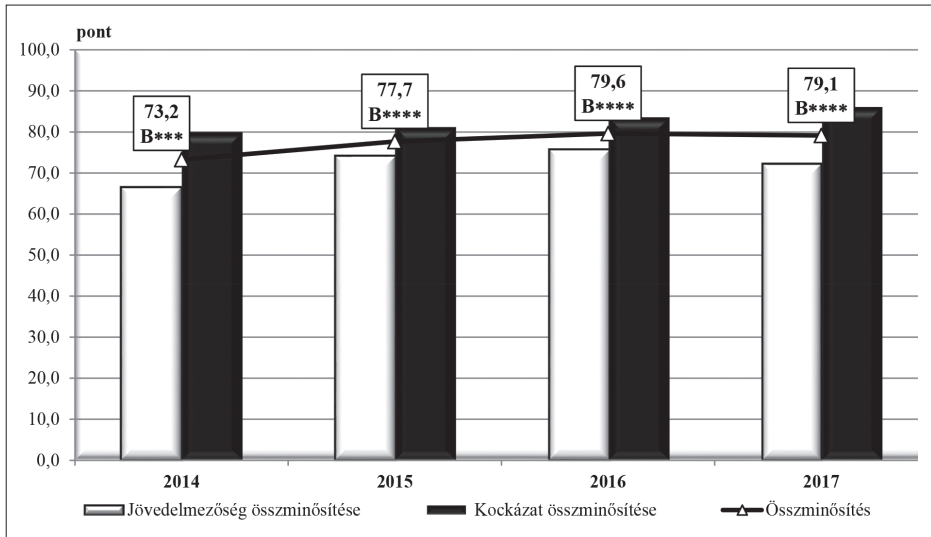
Vizsgálatunk során tehát három kérdés megválaszolása állt a középpontban:

1. Melyek a gazdasági teljesítmény és a pénzügyi stabilitás összetevői a multikauzális ok-okozati összefüggésrendszer világában?
2. Ezek az összetevők miként alakultak a választott időszakban?
3. Változott-e a pénzügyi pozíció térkép a gazdasági teljesítmény és a kockázatviselő képesség függvényében?

Az 1. kérdésre számításokkal alátámasztottan választottunk a vizsgálat során használt két pénzügyi szakértői rendszer moduljainak alkalmazásával:

13. ábra

Az ágazati minta összmínősítése 2014 és 2017 között
 (Total rating of the sectoral sample between 2014 and 2017)

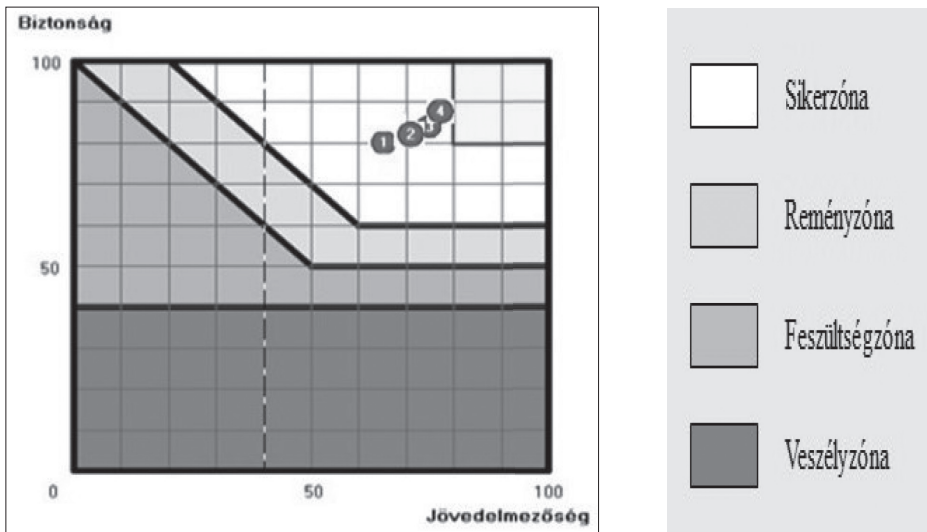


2014	2015	2016	2017
B***	B****	B****	B****

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

14. ábra

Az ágazati minta pénzügyi pozíciójának változása 2014 és 2017 között
 (Changes in the financial position of the sectoral sample between 2014 and 2017)



2014	2015	2016	2017
①	②	③	④

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

FINel – Úgy legyen jövedelmező a vállalkozásunk, hogy közben fizetőképes, nem eladósodott, perspektivikus, valamint hatékony eszköz- és vagyongazdálkodást folytat. Mindez az életszakasz azonosítását, de tervezését is segíti.

EkoWIN – A gazdasági teljesítményt az értékesítési, a termelékenységi és a pénzügyi realizációs folyamatok vizsgálatával méri. A pénzügyi stabilitás vagy kockázatviselő képesség akkor kedvező, ha a tőkeszerkezet változása illeszkedik az eszközlekötés időtartamához úgy, hogy a fizetőképesség időpont és lejáratú idő szerint zavartalan, mert így zökkenőmentes lesz a forgótőkegazdálkodás. Mindezek következménye a pénzügyi pozíció térképen történő elhelyezkedés.

A 2. kérdésre a válaszukat is az említett két pénzügyi szakértői rendszer alkalmazásával fogalmazzuk meg:

FINel – A vizsgált élelmiszeripari ágazati minta, a 2014 és 2017 közötti időszakban, működési és adózás utáni jövedelmezősége csak néhány százalékos ugyan, de mérsékelten emelkedik. A forgóeszközök alig fedezik a rövid lejáratú kötelezettségeket, így az időpont és az időtartam szerint a fizetőképesség zökkenőmentes megtartása nehézségekbe ütközhet. Az ágazat nincs eladósodva, és mérséklődött a saját tőkére jutó adósságállomány nagysága, perspektivikus a működése, legfőképpen azért, mert mind belső finanszírozási forrásból, mind a mérleg szerinti forrásokból megtartásával nagyobb árbevétel-növekedésre képes. A forgótőke-gazdálkodás hatékonyságát javítani kell és a technológiával összefüggő hosszabb pénzlekötési idő finanszírozásához illeszthető módokat kell keresni. A kamat- és adóteher jelentős, de mérséklődik. Mindez kedvezőbb vagyongazdálkodáshoz vezethet.

EkoWIN – A vizsgált élelmiszeripari

ágazati mintának, a 2014 és 2017 közötti időszakban a gazdasági teljesítménye úgy javult, hogy az értékesítési folyamatok kedvezően változtak, de az időszak eleji termelékenység szintje alig javult, sőt, ugyanabban a minősítési kategóriában maradt, ám ennél is gyengébb a tényleges pénzmozgáshoz kötődő teljesítményt növelő hatása. A pénzügyi stabilitás vagy kockázatviselő képesség kedvező, mert a tőkeszerkezet változása illeszkedik az eszközlekötés időtartamához. A vizsgált időszakban javult az összes rövid lejáratú tartozás forgóeszköz elemekkel és a pénzáramokkal való összhangja, ami fontos jelzés a fizetőképesség időpont és lejáratú idő szerint történő megtartásához. Eközben a működési cash ciklus, évente több, mint 100 napos pénzlekötési idővel jár! Mindezek következtében a pénzügyi pozíció térképen, 2017-ben, a kockázatviselő képesség és a gazdasági teljesítmény már a sikerzóna közelébe került. Itt jegyezzük meg, hogy a közölt kockázati mértékek és típusok azok, amelyeket az élelmiszeripar szereplői döntéseikkel befolyásolni tudnak.⁶

Ezzel olyan pénzügyi támpontok közlése volt a célunk, amelyek segítik az élelmiszeripari ágazatot és az abban működő üzleti egységeket pénzügyileg stabil alapon tartani és növekedési pályára állítani. Bízunk abban, hogy átgondolt racionalizálással az ellátási lánc egészében és az elavult, korszerűtlen tevékenységek piaci szelektálásával valódi fordulat történhet az ágazatban. Amennyiben az eredménykimutatásból számított SaGR növekedési ráták alakulása összhangban van az IGR, SGR és SFGR növekedési ráta számított értékeivel, úgy az adott gazdasági egység eleget tud tenni fizetési kötelezettségeinek, s a finanszírozási kapacitásának alakulása a tulajdonosok érdekét szolgálja. A vizsgált ágazatba tartozó cégek működési költséghányadát

⁶ A nem szisztematikus vagy vállalatspecifikus kockázat típusai: értékesítési, üzleti, likviditási, befektetési és finanszírozási kockázatok.

tevékenység- és folyamatracionalizálással mérsékelni lehet; magas(abb) IGR és SFGR növekedési rátát érhetnének el a belső finanszírozási erő menedzselésével. A tőkeszerkezet fenntartását célzó és az azt meghaladó, erőltetett árbevétel-növekedést össze kellene kapcsolni az eszközökkel történő hatékony gazdálkodással, amelynek kontrollálását segítik a FINel és az EkoWIN elemzési moduljai.

A 2–5. táblázatok sötét háttérrel jelzett értékei a pénzügyi tüneteket, a "gyenge jelzéseket" mutatták, amelyek az ágazat funkcionális területéről származnak. Itt kiemeljük a makrogazdasági indikátorok és az ágazati konjunktúra alakulásának figyelemzértéseit is, amely alól a vizsgált ágazat sem vonhatta ki magát. A preventív 'turnaround' technikával a szolgáltatási igények és a profil stratégiai elemzésével, a fogyasztói kör szokás- és magatartásvizsgálattal és előre jelzések készítésével a hanyatló tendencia elkerülhető. A reorganizációs 'turnaround' keretében a projektek és a tevékenységek ésszerűsítésével, az értékteremtő és -romboló folyamatok idejekorán történő felismerésével és korrigálásával a végzetes végkifejlet elkerülhető.

Annak érdekében, hogy a jövedelemtermelő képességet növeljük, meg kell vizsgálni azt, hogy az alap- és kiszolgáló tevékenységek haszonkulcsa romlott-e, esetleg az adminisztrációs és értékesítési költségek emelkedtek-e, vagy pedig a magas kamatköltségek rontják-e a nettó jövedelmezőséget.

A vizsgálat utolsó évében kedvező képet kaptunk az ágazat SaGR, a jövedelmezőség, a tőkeszerkezet, az eszközök és azokat finanszírozó források alakulásáról, amelyek az értékesítési, befektetési és finanszírozási kockázat, valamint az üzleti kockázat kedvező szintjét is jelentik, s növelik az élelmiszeripar befektetői vonzerejét. Az élelmiszeripari ágazat növelte forgalmát 2014-től. Az IGR, SGR és SFGR növekedési ráták alakulása azt jelzi, hogy profit-vissza-

tartásból és a mérleg szerinti tőkeszerkezet fenntartásával még nagyobb árbevételt lehetett volna elérni. A vizsgálat utolsó évében, 2017-ben az eszköz- és tőkefinanszírozás, az értékesítési folyamat kitűnő minősítés mellett történt, ami mérsékelt befektetési és finanszírozási, valamint értékesítési kockázatra utal. Ugyanakkor a likviditás és a működési cash ciklus minősítése miatt a forgótőke és likviditás menedzselése külön figyelmet igényel. A fizetőképesség és -képesség erősítése érdekében a megfelelő partnerségek kialakításával belső erőforrásokat lehet mozgósítani. Az IKT-eszközök, a digitalizáció és a robotizáció segítheti az élelmiszeripari ágazat innovatívabb, eredményesebb, hatékonyabb, termelékenyebb működését.

A szisztematikus és kritikus monitoring és kontrollung rendszer működtetéséhez igazítva érdemes (lenne) kialakítani egy korai figyelmeztető, felismerő, felderítő és előrejelző rendszert.

Az élelmiszeripari potenciálkihasználás és a növekedési pályára állítás első lépése az ágazat működésének pénzügyi stabilizálása. A növekedés így alapozható belső forrásokra. Véleményünk szerint három célnak kellene prioritást élveznie, de ezeket nem külön-külön, hanem egymást erősítve célszerű megvalósítani. Ezek a célok a következők: a pénzügyi realizáció és a termelékenység növekedése, valamint a likviditási helyzet jelentős javítása. Ezek valóra váltásához szükséges lépéseket foglalja össze a 6. táblázat.

A stabilizált és profitábilis működés megnyitja a lehetőségeket a további növekedés előtt. Az alábbi két alapvető finanszírozási forgatókönyv szerint érdemes tervezeteket készíteni:

1. A belső finanszírozási erő lehetőségeinek kihasználása (Katits, 2017), avagy növekedés belső finanszírozásból. A kedvező üzleti környezet nyújtotta lehetőségek maximális kihasználását ebben a forgatókönyvben kizárólag belső forrásból fedezzük.

6. táblázat

**Az ágazati minta stabilizációs tevékenységei és annak várható pénzügyi hatása
(Stabilization activities of the sector sample and its expected financial impact)**

Stabilizálási feladat	Elvárt éves hatása	Megjegyzés
Korszerű és tudatos táplálkozási kampányok indítása és tervszerű menedzselése	Forgalom növekedés	Emelkedő készletezési és finanszírozási költségek mellett az élelmiszeripari termékek árai különböző módon emelkedtek az árucsoportoknak és fogyasztói igényeknek megfelelően. A vevők helyzetének stabilizálódása és a versenytársak árszínvonalá megengedik a termékárak és a szolgáltatási díjak piaci viszonyokhoz történő alakítását.
Rövid lejáratú finanszírozás átalakítása	A pénzügyi műveletek ráfordításainak csökkenése.	A factoring szolgáltatás, a tartozás átvállalása és fizetési módok összehangolása, a rövid lejáratú hitelek-ből finanszírozott beruházások hitelezésének átalakítása alacsony/kedvező kamatozású, hosszú lejáratú forrásokra.
Finanszírozási idő csökkentése	A forgatóke igény csökkenés (a bevételek növekedésének figyelembevételével)	A finanszírozási idő csökkentése a vevői fizetési határidők csökkentésével (60-90 napos szerződéses határidők újra tárgyalásával 30 nap alá csökkenteni) és a készletek felülvizsgálatával.
Kihasználni az IGR, SGR és az SFGR növekedési ráta nyújtotta bővülési lehetőséget	Árbevétel növekedés	A meglévő erőforrások hatékonyabb kihasználása, hasznosítási lehetőségek feltárása BSC-módszerrel. Sikeres reorganizációs 'turnaround' után prevenció szemlélet és eszközök (monitoring, kontrolling és figyelmeltető rendszerek) alkalmazása.
Béreköltségek növekedése	Személyi jellegű ráf. növekedése	A munkaerő megtartásához szükséges a bérek piaci változásához alkalmazkodni.
Alvállalkozói, üzemeltetési és anyagköltségek növekedése	Az anyagjellegű ráfordítások növekedése	Az alvállalkozók és szállítók költségei is növekedni fognak a bérek piaci változása miatt.

Forrás: saját szerkesztés

A további forrásbevonás kizárólag pályázattal lehetséges, ezért ezt a forgatókönyvet kizárólag az ágazat belső növekedési képességét maximumán kihasználva javasoljuk felépíteni.

2. A külső finanszírozási kapacitás mérlegelése az optimális tulajdonosi érték növelése érdekében (Katits, 2017), avagy növekedés külső finanszírozásból. A befektetői saját tőke mellé hosszú lejáratú alacsony kamatozású növekedési hitelből vagy tőkeracionalizálással lehet biztosítani a szükséges forrást. Ennél az alternatívánál működésiráfordítás-növekedést lehet tervezni, amely a létszámnövekedésből eredő személyi jellegű ráfordítást vagy azt kiváltó technikai fejlesztésből eredő fenntartási és üzemeltetési költségeket, valamint arányos anyagjellegű ráfordítás-növekedést tartal-

maz. Célszerű a létszámot saját, alvállalkozói és interim erőforrásokból felépíteni annak érdekében, hogy a vállalkozói erőforrásokat – szükség esetén – le lehessen építeni, a saját erőforrásokat pedig át lehet képezni a kapacitások rugalmas hasznosítása érdekében.

Tehát a növekedési pályára állítás két forgatókönyvét a stabilizálást követően lehetne megvalósítani. A két növekedési forgatókönyv közül az önerőből történő változat áll közelebb az ágazatban jelentős számban ténykedő családi vállalkozások tulajdonosainak gondolkodásához is. A sikeres stabilizálás és a növekedési program véghez viteléhez is elengedhetetlen a professzionális és agilis cégvezetés. Napjainkban mindez elengedhetetlen a

sikeres átörökítési folyamathoz⁷ csakúgy, mint a növekedési pálya programjának végrehajtásához is, ezzel hosszabb távon jelentősen növelve a tulajdonosi értéket. Noszkay (2017) szerint – különösen az élelmiszeripar területén, az élőkommunka-intenzív és technológiai kvalifikációt biztosító specialitásokkal rendelkező családi vállalkozásoknál az értékrend kialakítása és az „értékregenerálódás” gyorsabban és jobban tetten érhető. Javasoljuk az értékesítési árbevételből levezetett nyereségre vonatkozó növekedési cél megfogalmazását, amely a

tulajdonosi érték (SV = *Shareholder Value*) növelésének érdekében történik. Az értékteremtési kör hozzájárul a növekményes SV vagy családi érték létrejöttéhez. A gyűjtőpont a hatékony beruházás realizálása. Az a vállalkozás, amely beruház, növekszik, és növekményes szabad pénzáramot ér el, amely a növekedést megalapozza, egyúttal nyereségesen növekszik, ezért SV értéke emelkedik, tőkét vonz és képes újra beruházni. Így érvényesülhet nemcsak az értékteremtési, hanem értékgeneráló kör a magyarországi élelmiszeriparban.

FORRÁSMUNKÁK JEGYZÉKE

- (1) Altman, E. I. (1988): *The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminant Analysis*. New York, Garland, 149 p. ISBN: 0824061136 – (2) Babcock, G. C. (1970): *The Concept of Sustainable Growth*. *Financial Analysts Journal*, Vol. 26, No. 3 (May-Jun), pp. 108–114. – (3) Bodie, Z. – Cleeton, D. L. – Merton, R. C. (2011): *A pénzügyek közgazdaságtana*. Budapest, Osiris Kiadó, 627 p. ISBN: 9789632761824 – (4) Brealey, R. A. – Myers, S. C. (1999): *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest, Panem Kiadó, 1. kötet, 535 p. ISBN: 963545225 – (5) Brigham, E. F. – Houston, J. F. (2016): *Fundamentals of Financial Management*. Boston, Cengage Learning, 688 p. ISBN: 9781305887213 – (6) Buchner, R. (1985): *Finanzwirtschaftliche Statistik und Kennzahlenrechnung*. München, Vahlen Verlag, 430 p. ISBN: 9783800610822 – (7) Chandra, P. (2011): *Financial Management*. New Delhi, Tata McGraw Hill, 1062 p. ISBN: 9780071078405 – (8) Churchill, N. C. – Mullins, J. W. (2001): *How Fast Can Your Company Afford to Grow?* *Harvard Business Review*, 79(5), pp. 135–166. – (9) Davis, C. E.–Davis, E. B. (2011): *Managerial Accounting*. Hoboken, John Wiley&Sons, 752 p. ISBN: 9780471699606 – (10) Fabozzi, F. J. – Markowitz, H. M. (2011): *Equity Valuation and Portfolio Management*. New Jersey, John Wiley & Sons, 544 p. ISBN: 9780470929919 – (11) Fazakas G. (2001): *Vállalati pénzügyek*. Tatabánya, TRI-MESTER, 179 p. ISBN: 9630060604 – (12) Gebhardt, G. (1980): *Insolvenzprognosen aus aktienrechtlichen Jahresabschlüssen*. Wiesbaden, Gabler Verlag, 338 p. ISBN: 9783409160919 – (13) Higgins, R. C. (1981): *Sustainable Growth under Inflation*. *Financial Management*, Vol. 10, No. 4 (Autumn), pp. 36–40. – (14) Katits E. (2010): *A vállalati válság pénzügyi menedzselése (teória és praxis)*. Budapest, Saldo Kiadó, 507 p. ISBN: 9789636383466 – (15) Katits E. (2017): *Haladó vállalati (életciklus) pénzügyek – Pénzügyek változ(tat)ások idején*. Sopron, Soproni Egyetem Kiadó, 486 p. ISBN: 9789633343036 – (16) Katits E. – Szalka É. (2015a): *A magyar TOP 100 pénzügyi elemzése 2008–2013 között: avagy a növekedési lehetőségek feltárása*. SALDO Kiadó, Budapest, 111 p. ISBN: 9789636384753 – (17) Katits E. – Szalka É. (2015b): *The Investigation of 15 Sector’s Growth Potential Between 2008–2013 on the Basis of Annual Accounts of the 500 Greatest Hungarian Companies*, Saarbrücken, Lap Lambert Academic Publishing, 244 p. ISBN: 9783659776960 – (18) Kucséber L. Z (2016): *A hazai felvásárlás előtt és után: fókuszban a forgótőke-menedzselés*. *Hitelintézet* Szemle/Financial and Economic Review, 15:1 pp. 70–90. – (19) Kucséber L. Z (2015): *Hogyan befolyásolják a vállalatfelvásárlások a felvásárló cégek jövedelemtermelő képességét? Tér-Gazdaság-Ember*, 3:3 pp. 55–67. – (20) Marks, K. H. – Robbins, L. E. – Fernandez, G. – Funkhouser, J. P – Williams, D. L. (2009): *Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure, and M&A Transactions*. Hoboken, John Wiley & Sons, 672 p. ISBN: 9780470390153 – (21) Michalski, G. (2014): *Value-Based Working Capital Management: Determining Liquid Asset Levels in Entrepreneurial Environments*.

⁷ „A generációváltást segítő finanszírozási programot indít az MFB.” <https://azuzlet.hu/a-generaciovaltast-segito-finanszirozasi-programot-indit-az-mfb/>

New York, Palgrave Macmillan, 181 p. ISBN: 9781137391834 – (22) Noszkay E. (2017): Tapasztalatok a családi vállalkozások átörökítésének dilemmái kapcsán. *Vezetéstudomány*, 5-6:5-6 pp. 64–72. – (23) Parrino, R. – Moles, P. – Kidwell, D. S. (2011): *Fundamentals of Corporate Finance*. Hoboken, John Wiley&Sons, pp. 755–774. ISBN: 9780470876442 – (24) Reszegi, L. – Juhász P. (2014): *Vállalati teljesítmény nyomában*. Budapest, Alinea Kiadó, 336 p. ISBN: 9786155303739 – (25) Van Horne, J. C. – Waczhowicz, J. M. (2008): *Fundamentals of Financial Management*. Harlow, Pearson Education, 719 p. ISBN: 9780273713630 – (26) Internetes anyagok: <https://www.tozsdeforum.hu/uzlet/kozlemenyek/a-magyar-elelmiszergazdasag-hatraltatoja-98637.html> Letöltve: 2019. szeptember 15. – http://www.ma.hu/uzlet/335751/Nagy_Istvan_100_milliard_forint_jut_az_elelmiszeripari_vallalkozasok_fejlesztesere Letöltve: 2019. november 15. – <https://kkvmagazin.com/v/veszelyben-a-csaladi-vallalatok/> Letöltve: 2019. november 15.

**ANALYSIS OF THE ECONOMIC PERFORMANCE AND FINANCIAL STABILITY IN
THE HUNGARIAN FOOD INDUSTRY**

By: Katits, Etelka – Szalka, Éva

Keywords: database analysis, multicausality, economic performance, financial stability, growth opportunity

JEL-kód: C10, G30, M21, Z3

We examined the economic performance and financial security of the selected Hungarian food industry sample by exploring multicausal causation in the period 2014–2017. The methodology used was from the expert system FINel and EkoWIN. The financial diagnosis of the sector pattern is as follows: very favorable sales processes were realized with moderate profitability, less secure liquidity, but adequate capital supply; also moderate asset efficiency combined with low productivity and financial realization. Based on the results obtained, we see an opportunity to realize the growth path. The first step is to financially stabilize the operation of the sector so that growth can be based on internal sources of financing. We propose the following objective: to increase financial realization and productivity and to improve the liquidity situation. Stable and profitable operation opens up opportunities for further growth.

The results of the investigation help financial executives

- their planning work by calculating growth rates and (static and dynamic) liquidity, calculating of the currency deposit and loan time in the operating cash cycle;
- their management work, particularly in the field of operational business;
- monitoring and controlling their work, in particular the examination of internal and sustainable growth rates, in the light of revenue achieved, the adequacy of profit-making and asset financing, and the management of liquidity.