

RÓZSA Andrea – TÁLAS Dorisz

VÁLLALATI ÉRTÉKTEREMTÉS VIZSGÁLATA AZ IPARÁGI TELJESÍTMÉNY TÜKRÉBEN

Az átfogó és összehasonlító teljesítménymérés szükséges bemeneti feltétele a vállalati értékteremtés vizsgálatának. A szerzők tanulmányukban célul tűzték ki, hogy egy általános keretrendszert állítsanak fel a vállalati értékteremtés vizsgálatához, figyelembe véve a vállalati versenyképesség pénzügyi aspektusait. A megvalósításhoz releváns külföldi szakirodalmakat és a témára vonatkozó korábbi kutatásaikat használják fel. Bemutatnak egy elemzési keretet, amelynek alapjait a teljesítménymérés nemzetközileg elfogadott pénzügyi mutatószámai képezik. A módszertant a magyar élelmiszeripari feldolgozó ágazat egy speciális részterületén tesztelik a válság utáni időszak éves beszámolóit felhasználva. A mintát az iparági koncentráció alapján olyan vállalatok alkotják, amelyek magas árbevétellel és diverzifikált termékszerkezettel rendelkeznek. A komplex és összehasonlító teljesítményértékelésen túl a kiemelkedő versenyképességű társaság esetében vállalati szabad cash flow-alapú és reálopciók értékteremtés becslést is végeznek. Fő kutatási kérdésük, hogy a vizsgált iparági minta alapján a kiváló pénzügyi teljesítménnyel rendelkező vállalat esetén kimutatható-e vállalati értékteremtés is.

Kulcsszavak: vállalati értékteremtés, szabad cash flow, pénzügyi elemzés, tejfeldolgozó ipar

A vállalati teljesítmény- és értékmérés az utóbbi évtizedekben egyre nagyobb jelentőségű lett. Az értékteremtés stratégiai és versenyképességi területein Prahalad és Rappaport kutatásai, a pénzügyi értékteremtés területén Damodaran kutatásai a legjelentősebbek.

Jelen tanulmányban a pénzügyi szempontú versenyképességet a korábbi tanulmányainkban is felhasznált – a Versenyképesség Kutató Központ által alkalmazott módszertanból kiindulva – pénzügyi mutatószámokból kialakított elemzési keretrendszer segítségével vizsgáljuk.

Tanulmányunkban alkalmazott kutatást valósítunk meg. A mutatószámokon alapuló összehasonlító pénzügyi elemzést kiegészítjük szabad cash flow-moddal és reálopciók módszertant alkalmazó vállalati értékbecsléssel. Eddigi elemzéseinket (Rózsa – Tálas, 2014; Tálas – Rózsa, 2015) több szempontból is kibővítjük: növeljük a vállalati minta elemszámát, tágítjuk az elemzési intervallumot és új módszereket is beépítünk.

Arra a kérdésre keressük a választ, hogy az átfogó és összehasonlító pénzügyi elemzés alapján – a versenytársaihoz és az iparághoz képest is – kiemelkedőnek minősített (tartósan jó fizetőképességű, kedvező tőkeszerkezettű és magas sajáttőke-arányos nyereséggel rendelkező)

vállalat képes-e értékteremtő folyamatokat generálni. Az a hipotézisünk, hogy az ilyen vállalatnál a pénzügyi értékteremtés még nem feltétlenül igazolható.

A vállalati pénzügyi értékteremtést azzal mérjük, hogy a vállalat saját tőkéjének becsült piaci értéke meghaladja-e a könyv szerinti értéket. Ez az értelmezés azzal a felfogással indokolható, hogy a könyv szerinti értéket alapvetően a vállalatba vitt tőkeelemek nagysága és az alkalmazott számviteli módszerek meghatározzák, míg a piaci értéket a vállalat értékteremtési folyamatai befolyásolják. Mindkét elem (könyv szerinti és piaci) értékelése számos módszertani kérdést vet fel (Juhász, 2005; Damodaran, 2010), de ebben az írásban csak a piaci érték becslésével foglalkozunk, a könyv szerinti értéket a vállalati kimutatásokból adottak vesszük.

A piaci érték meghatározására is többféle módszer alkalmazható. Ebben a tanulmányban egy ma még kevésbé ismert módszerre, a reálopciók eljárás alkalmazására helyezzük a hangsúlyt. Leggyakrabban a szabad pénzáramokon alapuló módszereket szokás használni a vállalati értékteremtési vizsgálatoknál, ezért ezzel a módszerrel is elvégezzük a becslést, és a két eljárás

eredményeit összevetve értékeljük a választott iparág kiemelkedő vállalatának értékteremtési folyamatait.

Iparág és elméleti keret

Tanulmányunkban a vállalati teljesítmény és érték mérését a magyarországi, vezető tejfeldolgozó vállalatok körében végezzük el. A tejfeldolgozó ágazat elemzése élelmiszeripari részesedése, a magas árbevétel-koncentráció, az erőteljes verseny és a társaságok gazdálkodási jellegzetességei miatt is fontos és érdekes téma.

Az élelmiszeripar és ezen belül a tejfeldolgozó szektor nemzetgazdasági szerepét korábbi tanulmányainkban (Rózsa – Tálás, 2014; Tálás – Rózsa, 2015) a Vidékfejlesztési Minisztérium jelentése, valamint az ágazatról írt tanulmányok alapján is vizsgáltuk (Fertő – Tóth, 2012; Popp et al., 2010).

A tejvertikum versenypozíciójának gyengülési okait vizsgálta Popp és társai (2010), akik a tejkvótaváltozás

teljesítményre gyakorolt hatásait elemezték. A tejkvóta – 2015. április 1-jei megszűnése előtt – nagy hatást gyakorolt az Európai Unióban a termelési mennyiségek alakulására, valamint az import-export viszonyokra. Jelenleg az EU exportjának erősödése várható (Vőneki – Mándi-Nagy, 2014 in: Popp et al., 2014). Az ágazat teljesítményét és jövőjét nemzetközi tudományos érdeklődés is övezi (Špička, 2015; Špička – Kontsevaya, 2016; Harangi-Rákos et al., 2016).

A magyarországi helyzet elemzéséhez az Opten céginformációs adatbázist használtuk fel. A *Tejtermék gyártása főtevékenységű vállalatokat* vizsgáltuk 2010 óta és megállapítottuk, hogy a hárommilliárd forint éves átlagos árbevételstínt meghaladó vállalkozások száma 15, és ebből a diverzifikált termékszerkezetű versenyársak száma 11.

A vállalatok tulajdonlás, termékszerkezet, jegyzett tőke és árbevétel szerinti jellemzőit az *1. táblázat* tartalmazza, ahol a társaságokat nevük kezdőbetűire utalva jelöltük.

1. táblázat

A legfontosabb tejfeldolgozó társaságok árbevételének alakulása a válság utáni időszakban

adatok millió Ft-ban

250 millió HUF fölötti jegyzett tőkájú vállalkozások								
Minta, Vállalatok	2010	2011	2012	2013	2014	Átlag	Tevékenység	Tulajdon
SM Zrt.	37 247	35 861	40 147	42 425	49 765	34 689	diverzifikált	vegyes
AT Kft.	33 630	31 876	32 667	35 336	40 198	34 741	diverzifikált	termelői
FR Zrt.	29 416	28 740	26 329	25 234	24 222	26 788	<i>diverzifikált</i>	<i>külföldi</i>
DN Kft.	28 976	28 934	27 654	24 022	12 011	24 319	joghurtfélék	külföldi
TT Zrt.	17 046	21 068	23 442	26 768	30 566	23 778	<i>diverzifikált</i>	<i>magyar</i>
KT Kft.	15 527	15 825	18 630	17 400	14 853	16 447	sajtok	vegyes
PT Zrt.	12 727	15 558	16 634	18 901	19 129	16 590	<i>diverzifikált</i>	<i>külföldi</i>
NT Zrt.	6 520	7 959	8 486	10 602	13 294	9 372	<i>diverzifikált</i>	<i>magyar</i>
MN Zrt.	7 581	7 070	7 794	-	-	-	diverzifikált	magyar
ÓT Zrt.	5 985	6 143	5 728	4 861	6 206	5 785	sajtok	külföldi
NU Kft.	3 273	3 459	3 984	4 957	5 785	4 292	<i>diverzifikált</i>	<i>magyar</i>
DR Kft.	2 289	2 867	2 400	1 841	1 934	2 266	diverzifikált	vegyes
BK Zrt.	1 229	1 504	1 489	1 426	-	-	diverzifikált	magyar
ER Kft.	2 028	1 522	1 333	1 301	1 312	1 499	sajtok	külföldi
HN Kft.	404	1 084	1 208	1 087	1 028	962	diverzifikált	vegyes
Összes árbevétel	203 884	209 477	217 933	216 162	220 303			
100 – 250 millió HUF közötti jegyzett tőkájú cégek								
AB Kv.	2 244	2 817	3 169	4 091	4 878	3 440	<i>diverzifikált</i>	<i>magyar</i>
SZ Zrt.	3 469	3 239	3 560	3 974	4 717	3 792	sajtok	magyar
KS Kft.	1 157	1 175	1 238	1 327	1 347	1 249	sajtok	magyar
100 millió HUF alatti jegyzett tőkájú vállalkozások								
FF Kft.	6 513	9 515	10 183	11 307	13 184	10 140	diverzifikált	magyar
KU Zrt.	5 752	5 814	5 743	5 566	6 061	5 787	diverzifikált	külföldi
EG Kft.	3 281	3 708	3 857	4 288	4 861	3 999	diverzifikált	magyar
JT Zrt.	2 881	3 051	3 039	1 920	-	-	diverzifikált	magyar

Forrás: Tálás – Rózsa (2015) és Csiszár (2015)

Iparági koncentráció

adatok milliárd Ft-ban

Elemzési szempont /Árbevétel	2011	2012	2013	2014
I. Teljes minta	249	267	275	296
II. 250 millió Ft feletti jegyzett tőkéjű vállalatok	209	218	220	225
Koncentráció II/I. (%)	84 %	82 %	80 %	76 %
III. Vezető vállalatok az árbevétel és a diverzifikált termékszerkezet alapján	146	150	154	157
Koncentráció III/II.	70 %	69 %	70 %	70 %
IV. A minta vállalatai	166	175	189	212
Koncentráció IV/I.	67 %	66 %	69 %	72 %

Forrás: saját szerkesztés az Opten céginformációs rendszer adatai alapján

A társaságok egy része jelentős változásokon ment keresztül a vizsgált évek során. 2013 szeptemberétől a Jásztej Zrt. jogutódlással beolvadt a Naszálytej Zrt-be. A Minna Tejipari Zrt. fizetésképtelenné vált, és 2014 decemberében megkezdődött a felszámolási eljárás. A Kuntej Zrt-t 2015 első felében a Lactalis-csoportot tulajdonló, belgiumi központú BSA International SA megvásárolta. A Danone Kft. 2015 második felében bezárta budapesti gyárát kapacitáskihasználatlanságra hivatkozva.

Korábbi elemzéseinkben a 250 millió forint feletti jegyzett tőkéjű, magas árbevétellel és diverzifikált termékszerkezettel rendelkező vállalatok összehasonlító pénzügyi elemzését végeztük el. A mintát kibővítettük a szintén magas jegyzett tőkéjű, speciális (termelői) tulajdonú, dinamikus árbevétel-növekedésű és mára teljesen diverzifikált termékszerkezetű AT Kft-vel. Megvizsgáltuk továbbá az iparági szinten jelentős árbevétellel, de 250 millió forintnál alacsonyabb jegyzett tőkével rendelkező társaságokat is. Diverzifikált termékszerkezete

és stabil árbevétele miatt a mintába bekerült még a KU Zrt., FF Kft., EG Kft és az AB Kv.

Az iparág több évre vonatkozó árbevétel-koncentrációját szemlélíti a 2. táblázat.

A mintatársaságok (11 vállalat: SM Zrt., FR Zrt., TT Zrt., PT Zrt., NU Kft., NT Zrt., AT Kft., FF Kft., KT Zrt., AB Kv., EG Kft.) összárbevétele 2014-ben 212 milliárd Ft volt, amely a teljes iparági árbevétel 72 %-a, így az iparági magas koncentráció továbbra is bizonyított.

Módszertan

A vállalati teljesítmény mérése különféle célokból készülhet: külső adatszolgáltatási kötelezettségek miatt, belső stratégiai döntések előkészítéséhez, a vállalati irányítás céljainak kijelöléséhez és operatív döntések meghozatalához (Neely et al., 2000; Kazainé, 2008; Natalwala, 2011; Szalka et al., 2014).

A 3. táblázatban az iparági versenyképességet meghatározó tényezőket mutatjuk be.

Az iparági versenyképesség összetevői

Szint	A versenyképesség tényezői			Mihez, kihez képest?
	Hosszú távú eredményes működés feltételei	A legfontosabb érintett csoportok	A legnagyobb kockázatot vállalják	Benchmark
Iparág	Fogyasztói igény Technológiai megújulás	Vállalatvezetés: vállalatok fennmaradása Munkavállalók: munkahelyek Beszállítók: piac Vevők: termékek, szolgáltatások	Felső vezetők és tulajdonosok: fennmaradás és növekedési lehetőség	Külföldi vállalatok csoportjai

Forrás: Bartek-Lesi et al. (2007, p. 262.) nyomán

A tartósan jó vállalati teljesítmény előfeltétele a vállalati érték növekedéséhez szükséges környezet és gazdálkodás megteremtése. Az értéknövekedést segíti a technológiai megújulás és az innovációs tevékenység (Lin – Kulatilaka, 2007; Losonczy et al., 2010). A vállalati értéket meghatározó tényezők egyik legátfogóbb csoportosítását elvégezve Rappaport a vállalati értéket befolyásoló faktorokat pénzügyi (tőkeköltés, forgótőke-lekötés, befektetett eszköz lekötése, árbevétel-növekedés, működésieredmény-hányad, társaságiadó-kulcs és az értéknövekedés időtartama) és nem pénzügyi értéktényezőkre bontotta (Rappaport, 2002; Rappaport, 2006).

Reszegi és Juhász (2014) megállapítja, hogy a pénzügyi kimutatások bizonyos értelemben korlátozzák a teljesítménymérést. Ez alátámasztja Rappaport kutatásait arra vonatkozóan, hogy a pénzügyi értéktényezők mellett a teljesítményt és a vállalati értéket nem pénzügyi tényezők is befolyásolják. A szerzőpáros az egyik legfontosabb teljesítménymutatónak a teljes tényező termelékenységet (Total Factor Productivity – TFP) tekintti, amely módszert többek között Máté (2014), Békés és társai (2011), valamint Halpern és Muraközy (2010) is használja.

Korábbi tanulmányainkban (Rózsa, 2014; Rózsa – Tálás, 2014; Tálás – Rózsa, 2015) kisebb elemszámú mintán, kevesebb évet elemezve vizsgáltuk az idősoros teljesítményen alapuló versenyképességet pénzügyi mutatószámokból kialakított elemzési keretrendszer segítségével. A vállalati teljesítmény és versenyképesség mutatószámokkal való mérésének relevanciáját több tudományos elemzés is alátámasztja. A Versenyképesség Kutató Központ eredményei közül kiemelhető a versenyképesség vállalati nézőpontú vizsgálata András és Juhász (2005), valamint Demeter és Matyusz (2006) munkái alapján. Márkus és társai (2008) a mikroszintű regionális versenyképességet mérik, Somogyi (2009) pénzügyi mutatókon alapuló új, komplex mérési modellt javasol a versenyképesség tesztelésére. Szerb (2010) a magyar mikro-, kis- és középvállalatok versenyképességének mérését és vizsgálatát valósítja meg, majd Magyarország vállalkozói teljesítményének összehasonlító elemzését a Globális Vállalkozói Monitor és a Globális Vállalkozói és Fejlődési Index (GEDI) módszertanai alapján nemzetközi összehasonlításban is közlik (Ács et al., 2013). További pénzügyi mutatószámok alkalmazására építő fontos elméleti és gyakorlati eredményeket tartalmazó tanulmányok Némethné (2010), Szalka és társai (2013), Katits és társai (2014), valamint Katits és Szalka (2015) munkái. Pénzügyi mutatók segítségével vizsgálta a vállalati versenyképességet Hatzichronoglou (1996), Depperu és Cerrato (2005), Herrmann (2008) és Špička (2015) is.

A mutatók egy múltbeli állapotot prezentálnak, tehát releváns következtetéseket úgy kapunk, ha több,

egymást követő időszakra vonatkozóan számítjuk ki a rátákat és az idősoros tendencia alapján értékeljük a változást (Katits, 2002; Fazakas és társai, 2003; Szalka – Katits, 2014; Rózsa, 2014).

A kialakított mutatószámrendszer (4. táblázat) a mintában szereplő 11 tejfeldolgozó vállalat átfogó és összehasonlító, pénzügyi nézőpontú elemzését szolgálja.

4. táblázat

Elemzési keret pénzügyi mutatószámokkal

Mutatószám csoportok	Vizsgálati paraméter	Alkalmazott pénzügyi mutatószámok
1.	Rövid távú fizetőképesség	Gyors likviditás
2.	Tőkeszerkezet	Kötelezettség / összes eszköz
3.	Finanszírozási erő	Dinamikus likviditási fok
4.	Hatékonyág	Pénzciklus
5.	Jövedelmezőség	Sajáttőke-arányos nyereség (ROE)
6.	Pénzalapú jövedelmezőség	Pénzalapú sajáttőke-arányos nyereség (CROE)

Forrás: Rózsa (2014), Rózsa – Tálás (2014) és Katits (2007, p. 258.) alapján

Tanulmányunkban alkalmazott és követő kutatást valósítunk meg. A teljesítményértékelési minta elemszámát és vizsgálati intervallumát is kibővítjük előző kutatásainkhoz képest, valamint módszer-tanilag is továbblépünk: elvégzünk egy szabad cash flow-alapú és egy reálopció-s módszertant alkalmazó vállalatiérték-becslést annál a vállalatnál, amely pénzügyi versenyképessége alapján kiemelkedőnek minősül.

A vállalati szabad pénzáramlás modellje

A vállalati szabad pénzáramlás (firm cash flow – FCF vagy free cash flow to firm – FCFF) a vállalat minden érdekeltje számára megjelenő szabadon elkölthető pénzáramlások összege, amit úgy kaphatunk meg, hogy a kamat és adófizetés előtti eredményből levonjuk az adóterhet és az újrabefektetési igényeket (Damodaran, 2006; Takács, 2009). A vállalat teljesítménye, a múltbeli FCF-értékek és a tőkeszerkezetet jellemző súlyozott átlagos tőkeköltés (weighted average cost of capital – WACC) képezik a kiindulópontot a jövőbeli várható FCF-áramok és a vállalat, majd a saját tőke piaci értékének becsléséhez.

A jövőbeli, várható szabad cash flow-sorozat, valamint a jövőbeli becsült tőkekötség-adatok alapján többféleképpen becsülhető a vállalat értéke. Állandónak feltételezett jövőbeli várható FCF-értékek és stabil tőkeszerkezet (állandó WACC) esetén a becsült vállalati értéket a várható szabad cash flow-érték és a súlyozott tőkekötség hányadosa adja (Thomas – Gup, 2010). Ha a jövőbeli várható FCF-értékeknek fix rátájú periódusonkénti növekedés valószínűsíthető és a finanszírozási struktúra továbbra is jó közelítéssel állandó WACC-értékkel jellemezhető, akkor a konstans növekedési rátájú örökjáradék modell vállalatérték-képletét kell alkalmazni (Takács, 2009; Tóth – Rózsá, 2015).

A teljes vállalati értéket becsülő szabad cash flow-mo- delleknek léteznek még két- és többszakaszos változatai is, melyeket akkor célszerű alkalmazni, ha a vállalati FCF növekedésének ütemében a jövőben jelentős változás várható. Ekkor az egyes szakaszokban különböző szabad pénzáramokat és különböző kockázati prémie- mokat alkalmazhatunk és a pontosabb becslések érde- kében érzékenységi becsléseket is végezhetünk (Arifin – Anggono, 2012).

A reálopció vállalatérték-becslés

Reálopció módszerrel történő vállalatértékelés során a saját tőke piaci értékének a becslése végezhető el a kö- vetkező logika szerint. „Az opció vonatkoztatási rend- szerben a vállalati részvénytőke a vállalati eszközökre vonatkozó vételi opcióként fogható fel, ahol is az op- ció kiírója a vállalati kölcsöntőke tulajdonosa” (Bélyá- cz, 2009, 176. o.). Az alapelv gyakorlati alkalmazásait valósítja meg Csapi (2011, 2013, 2014) a villamosener- gia-szektorban. Az európai típusú vételi opció értékét a Black-Scholes modell alapján a következőképpen lehet meghatározni (Hull, 1999):

$$c = S \cdot N(d_1) - X \cdot e^{-rT} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

A formulában a jelölések tartalma:

- c: a vételi opció aktuális értéke,
- S: a részvény (alaptermék) aktuális árfolyama,
- $N(d_1)$: annak a valószínűsége, hogy az eltérés d_1 -nél ki- sebbnek adódik standard normális eloszlás mel- lett (a görbe alatti terület értéke),
- X: az opció kötési ára,
- r: kockázatmentes (logaritmik) kamatrátája,
- T: az opció lejárat ideje,
- σ^2 : a részvény (alaptermék) hozamának varianciája.

A reálopció módszer esetén paraméter meg- feleltetést kell alkalmazni az 5. táblázat szerint.

5. táblázat

Vételi opciók és vállalatértékelési lehetőségek kapcsolata

VÉTELI OPCIO	VÁLTOZÓ	SAJÁT TŐKE PIACI ÉRTÉKE
Alaptermék árfolyama	S	Teljes vállalati érték (PV(FCFF))
Kötési árfolyam	X	Vállalati kölcsöntőke értéke
Opció lejárat ideje	T	Kölcsöntőke lejárat ideje
Kockázatmentes ráta	r_f	Kockázatmentes ráta
Alaptermék árfolyamának szórása	σ	Vállalati szabad pénzáramok szórása

Forrás: saját szerkesztés Bélyácz (2009) és Csapi (2013), Csapi (2014) alapján

Kutatásunk fő célja a pénzügyi mutatókból álló elemzési keretrendszer, valamint a vállalati szabad cash flow-modell (FCF) és a reálopció értékbecslés együt- tes gyakorlati alkalmazása. Ehhez egy gazdálkodási szempontból nagyon érdekes (erőteljes versennyel és folyamatos átalakulásokkal jellemezhető) iparág vál- lalatai közül alakítottunk ki releváns mintát a fentebb felsorolt szempontok alapján. A társaságokat az éves beszámoló alapján elemeztük, a bemutatott módszer- tan alapján 2008-2014 intervallumban.

Adatfeldolgozás és eredmények

Pénzügyi mutatókon alapuló teljesítménymérés

A 4. táblázat elemzési keretének megfelelően a min- tát alkotó 11 vállalat adataiból évente iparági átlagokat képeztünk egyszerű számtani átlagok kiszámításával, amelyeket a 6. táblázat tartalmaz. Az egyes évekre ki- számolt értékek átlaga általánosan jellemzi az elemzett vállalatok összteljesítményét a vizsgált 7 év alatt, és technikai összehasonlítási alapként szolgál. Figyelem- be vettük, hogy az átlag érzékeny a kiszóró értékekre, ezért vizsgáltuk az esetleges torzító hatásokat is. Úgy tapasztaltuk, hogy a kiszóró értékek nélküli átlagok nem térnek el jelentősen a teljes minta adatait felhasz- náló átlagoktól.

Megállapítható, hogy a vállalati minta rövid távú fizetőképessége egyre kedvezőtlenebb, míg az eladó- sodottsági helyzet stabil tőkeszerkezeti aránnyal és kis szórással jellemezhető. A cash flow-alapú fizetőkép- ség esetében a működési cash flow alakulása jelentősen

Iparági átlagok a mintába tartozó vállalatok adatai alapján

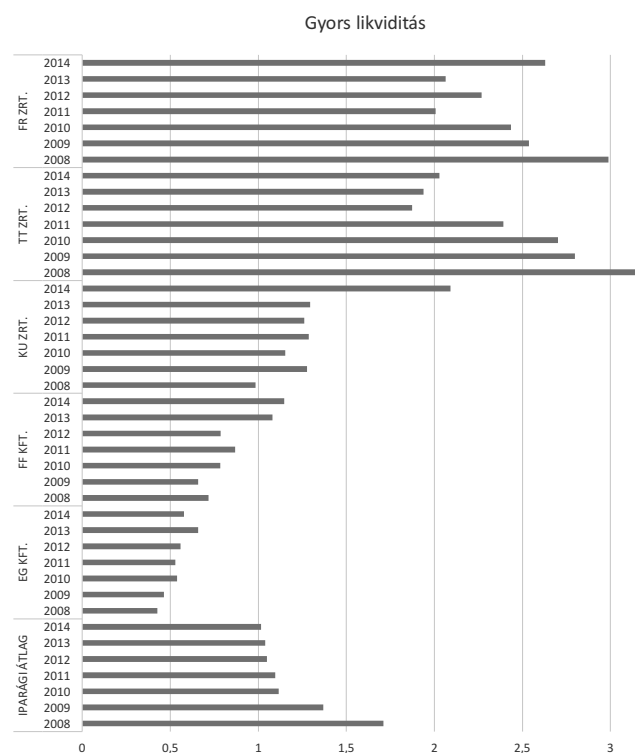
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Átlag
Gyors likviditás	1,71	1,37	1,12	1,10	1,05	1,04	1,02	1,20
Kötelezettség/ Összes eszköz	0,49	0,52	0,59	0,63	0,55	0,54	0,52	0,55
Dinamikus likviditási fok	0,25	0,34	-0,01	0,06	0,19	0,06	0,09	0,14
Pénzciklus (nap)		35	28	23	20	18	27	25
ROE (%)	5,19%	0,93%	-66,42%	10,31%	-5,21%	11,78%	5,21%	-5,46%
CROE (%)	26,91%	19,20%	13,75%	0,16%	24,53%	2,27%	-16,44%	10,05%

Forrás: saját számítás az éves beszámolók alapján

befolyásolta az értékeket, amely még átlagos szinten is viszonylag nagy kilengéseket okozott. A pénzciklus változására az átlagok alapján 2013-ig egy fokozatosan csökkenő tendencia érvényes. 2014-ben növekedés tapasztalható. A változás fő oka, hogy az átlagos készletforgási sebesség jelentősen csökkent, és hiába változott kedvezően a követelés- és tartozásforgási sebesség,

1. ábra

A gyors likviditás tekintetében átlagnál kedvezőbb helyzetben lévő vállalatok



Forrás: Saját szerkesztés és számítás a vállalatok éves beszámolóinak alapján

ez nem tudta ellensúlyozni a készletezési hatékonyság gyengülését. A jövedelmezőség területén mind a hagyományos, mind a pénzáramalapú jövedelmezőségi mutatók szórása magas, ezért a vállalati tendenciákat érdemes külön is elemezni. Mind az adózott eredmény, mind a működési cash flow ingadozó és a vállalatok értékei között egy adott évre vonatkozóan is jelentős különbségeket lehet felfedezni. A vizsgált időszak alatt végig pozitív adózott eredmény és operatív cash flow-adatsor alapján kiemelkedik egy vállalat: a TT Zrt. A többi társaság esetében egy vagy akár több éven keresztül is az adózott eredmény és/vagy az operatív cash flow negatív értéket vett fel.

A továbbiakban, a kiválasztott mintákkal kalkulált iparági átlagos értékektől való jelentős pozitív eltéréseket mutatjuk be, valamint tovább elemezzük azt a vállalatot, ami a vizsgált pénzügyi faktorok alapján kiemelkedőnek tekinthető.

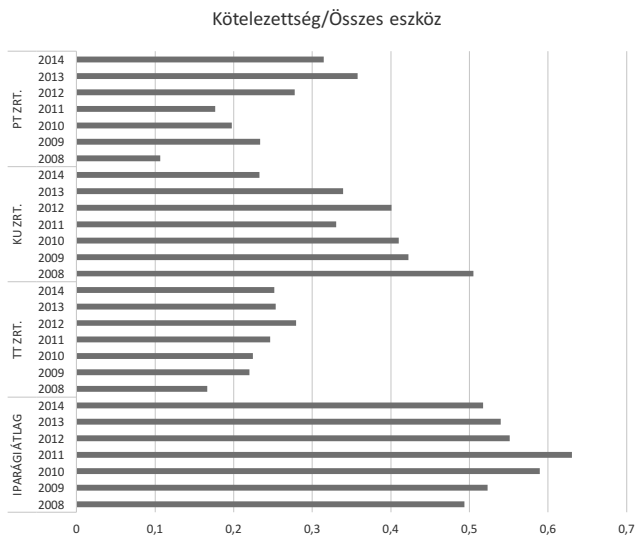
A gyors likviditás esetében az EG, az FF és a KU vállalatokra nem jellemző a csökkenő tendencia. Ugyanakkor ezeknek a vállalatoknak a likviditása nagyságrendileg eltér két árbevételi szempontból kiemelkedő vállalattól (TT és FR), amelyek bár 2008 és 2014 között csökkenő fizetőképességet mutatnak, de minden évben így is tartósan átlag feletti a fizetőképességük. Az eredményeket az 1. ábra szemlélteti.

A tőkeszerkezetre vonatkozóan a kötelezettség/összes eszköz mutatót vizsgáltuk meg, ahol iparági átlag alatti, kedvező eladósodottsági szinteket kaptunk a TT, KU és PT esetében. A három vállalat közül a TT adataira minimális szórásérték jellemző, tehát a vizsgált hét évben nagyjából állandó és stabil kötelezettségarányával (egyik évben sem haladta meg a 28%-ot) működik, amelyet a 2. ábra szemléltet.

A dinamikus likviditási fok értékei az évről-évre nagymértékű változásokat mutató operatív cash flow-adatok miatt erősen változékonyak, magas szórás-

2. ábra

A hosszú távú eladósodottság alakulása a kiemelkedő vállalatok esetében

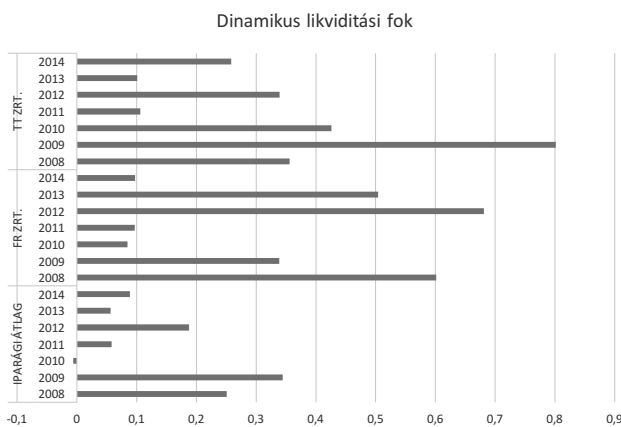


Forrás: saját szerkesztés és számítás a vállalatok éves beszámolóí alapján

sal jellemezhető az iparági adatsor. A következő vállalatok az átlaggal ellentétben végig pozitív értékeket értek el 2008 és 2014 között: FR (0,1 és 0,68 között) és TT (0,1 és 0,8 között), ahogyan ezt a 3. ábra is mutatja.

3. ábra

A dinamikus likviditási fok alakulása az átlag feletti vállalatoknál



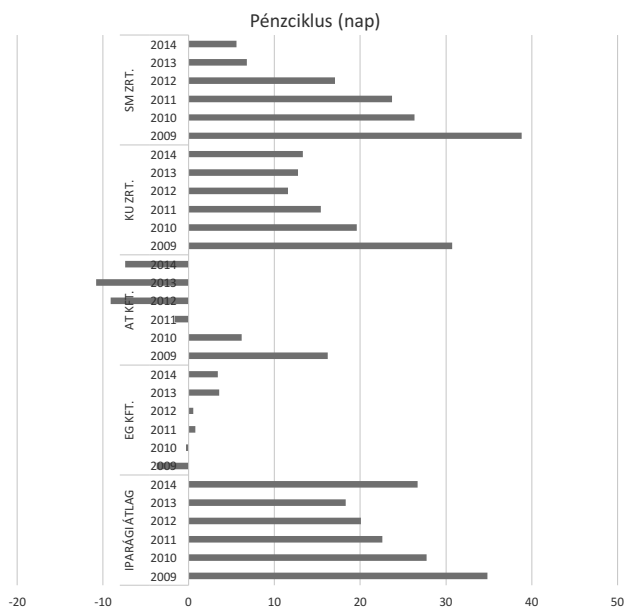
Forrás: saját szerkesztés és számítás a vállalatok éves beszámolóí alapján

A hatékonyság vizsgálatához a pénzciklust elemeztük, ahol az átlagtól jelentősen az EG, az AT és a KU tér el, melyek közül az EG és az AT több évben is negatív pénzciklussal rendelkezett. Mindkét vállalat az átlagnál jobban eladósodott, az EG esetében a kötelezettség/öss-

zes eszköz értéke 0,9 körül van minden vizsgált évben, míg az AT esetében 0,50 és 0,79 között váltakoznak az értékek, de még ez a szint is meghaladja a minta alapján számított iparági átlagot. E vállalatok esetében tehát a hosszú szállítói tartozási időszak miatt a rövid pénzciklus egyben fizetőképességi kényszerhelyzetet is tükrözhet. Kiemelendő még az SM, mivel ez a vállalat 2013 és 2014 között is csökkenteni tudta az értékét (39-ről 6 napra), ami az átlagos tendenciától eltérő eredmény. A pénzciklusok átlagát és a kiemelt vállalati eredményeket a 4. ábra szemlélteti.

4. ábra

Pénzciklus alakulása az átlagnál kedvezőbb értékekkel rendelkező vállalatok esetében

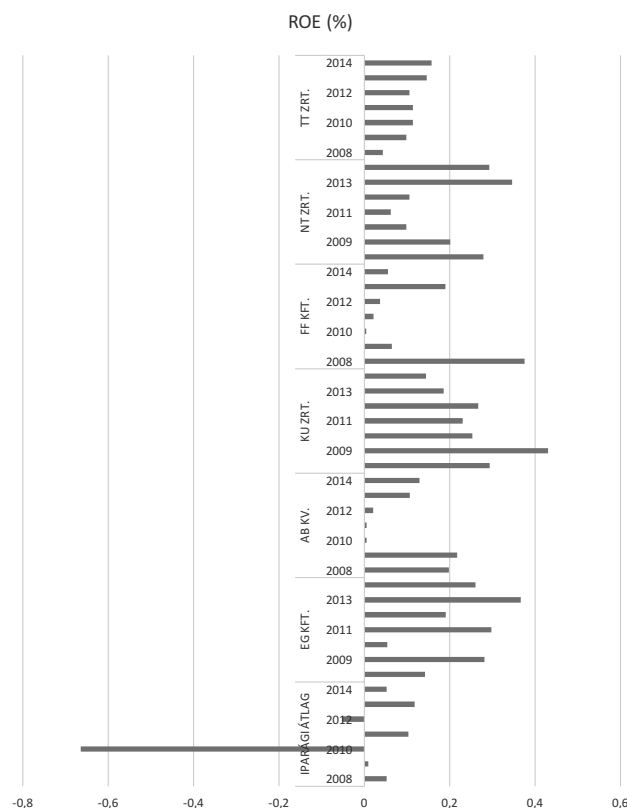


Forrás: saját szerkesztés és számítás a vállalatok éves beszámolóí alapján

Jövedelmezőségben a ROE-mutató értéke az adózott eredmény erőteljes változékonysága miatt szintén nagy különbségeket mutat. Az átlagnál kedvezőbb és végig pozitív jövedelmezősége mindössze hat vállalatnak volt: EG, AB, KU, FF, NT és TT. Ezeknél a vállalatoknál is nagy ingadozások figyelhetők meg. A TT bár nem a legmagasabb értékeket mutatja, de kiegyensúlyozottan, folyamatosan növelte a jövedelmezőségét 4,3%-ról 15,7%-ra a vizsgált intervallumban. A KU tartósan az iparági átlag feletti értékeivel szintén kiemelkedik a mintában szereplő vállalatok közül. Az adatokat az 5. ábra mutatja be.

A pénzalapú sajáttőke-jövedelmezőség mutatója a korábban már említett, erősen ingadozó operatív cash flow miatt hasonlóan alakul a ROE-mutatóhoz. Az átlagos tendenciától eltér a TT, amely végig pozitív

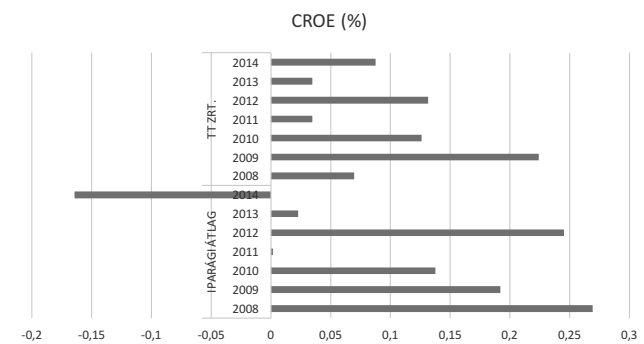
5. ábra
Saját tőke-arányos nyereség alakulása
a kiemelkedő vállalatok esetében



Forrás: saját szerkesztés és számítás a vállalatok éves beszámolóinak alapján

CROE-értékeket képes elérni, amelyet a 6. ábra szemléltet.

6. ábra
A készpénzalapú saját tőke-arányos nyereség átlaga
és a TT Zrt. eredménye



Forrás: saját szerkesztés és számítás a vállalatok éves beszámolóinak alapján

A pénzalapú saját tőke-jövedelmezőség a hagyományos jövedelmezőségnél az átlagos értékeket megvisz-

gálva 2011-ben, 2013-ban és 2014-ben volt alacsonyabb, ami kedvezőtlen eredmény, mert a vállalatok túlélésének alapvető feltétele a pénztermelési képesség.

A társaságok pénzügyi szempontú versenyképességét összefoglalóan elemezve megállapítható, hogy a pénzciklus területén a TT átlagos, az összes többi kategóriában viszont az átlagnál kedvezőbb értékeket ért el 2008 és 2014 között. A mintában ez az a vállalat, amely pénzügyi nézőpontból kiemelkedő teljesítményűnek és versenyképességűnek minősíthető.

Vállalatértékelés FCF módszerrel

A komplex teljesítményértékelés alapján a teljes intervallumban kiválóan tekinthető TT vállalat esetében a vállalati szabad cash flow-értékeket is meghatároztuk, és vállalati értékre, valamint a saját tőke piaci értékére vonatkozó becslést is készítettünk.

Eredményeink bemutatását a súlyozott átlagos tőkeköltség összetevőinek elemzésével kezdjük. Először a saját tőke tőkeköltségét becsültük, a kockázatmentes ráta + kockázati prémium alapelv felhasználásával. A TT esetében az utolsó két év (2013 és 2014) kiemelkedő kockázati prémiumot (jegybanki alapkamat ráta feletti ROE-val mért többlethozamot) mutat. Ennek az a magyarázata, hogy a vállalkozás nyereségessége folyamatosan nőtt, míg a jegybanki alapkamat ezzel egyidejűleg jelentősen csökkent.

7. táblázat

A TT Zrt. kockázati prémiumai

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kockázati prémium	1,17%	5,87%	5,36%	3,79%	10,24%	13,36%

Forrás: saját számítás az éves beszámolók és a jegybanki alapkamat alapján

Az utolsó két év kockázati prémiuma jóval magasabb az előző évekhez képest (melyet a 7. táblázat is mutat), és úgy gondoljuk, hogy ez részben összefügg a makrogazdasági változásokkal is, ezért nem tekintjük ezt a tulajdonosok által hosszú távon elvárt prémiumnak, hanem óvatosabb becsléssel, a korábbi évek (2009-2013) kockázati prémiumainak átlagát (5%) vesszük figyelembe. A saját tőke költségének kiszámításához elemezzük az átlagos éves jegybanki alapkamat adatso-
rát is, melyet a 8. táblázat szemléltet.

A kockázati prémiummal éppen ellentétesen változott a jegybanki alapkamat, amely az utóbbi években jelentősen csökkent. A csökkenő tendenciát, a hosszú távú államkötvény-kondíciókat és az MNB hosszú távú inflációs várakozását is figyelembe véve 3%-os kockázatmentes rátával számoltunk a tőkeköltség kiszámításakor. A saját tőke tőkeköltsége így hosszú távon a koc-

kázatmentes ráta + kockázati prémium alapelv szerint 3% + 5% = 8% értékre becsülhető.

8. táblázat

**Az éves átlagos jegybanki alapkamatok
2009 és 2014 között**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Éves átlagos jegybanki alapkamat	8,63%	5,47%	6,04%	6,77%	4,37%	2,38%

Forrás: saját számítás a Magyar Nemzeti Bank adatai alapján

A kockázati prémium becsléséhez a tőkepiaci árázási modellt (CAPM) is felhasználtuk. A modell szerint a saját tőke költsége a kockázatmentes ráta + szisztematikus kockázat * piaci portfólió kockázati prémiuma összefüggés alapján számítható ki. A kockázatmentes ráta esetében a korábbi 3%-kal számoltunk. A szisztematikus kockázat becsléséhez Aswath Damodaran 2015-ös adatai közül az európai élelmiszerfeldolgozó-szektorra érvényes tőkeáttétel nélküli átlagos béta értéket vettük alapul, ami 4,22. Ezután a piaci portfólió kockázati prémiumát a vizsgált intervallumra vonatkozóan az éves BUX-index hozam és az éves átlagos jegybanki kamatok eltérésének számtani átlagával becsültük, ami 0,5% eredményt adott. Így a saját tőke költsége a CAPM alapján: $3\% + 4,22 \cdot 0,5\% = 5,11\%$ lett. Azt is megállapítottuk, hogy a 8%-os korábbi tőkeköltségérték elérésé-

rövid lejáratú kötelezettségek alkotják. A szállítói kötelezettségeket kamatteher nélkülinek tekintettük. Az egyéb, rövid lejáratú kötelezettségek között előfordulhatna kamattal terhelt rész, de erre vonatkozóan a kiegészítő mellékletek nem közöltek információkat, valamint az esetleges kamatteher csökkenő jegybanki rátához igazodó mértékét is figyelembe véve, ezt elhanyagolhatónak tekintettük. Becsléseinknél kamatteherrel rendelkező kötelezettségnek kizárólag a hitelek tekintettük, melyek finanszírozási kötelezettségeken belüli átlagos részaránya 1%-nál is kisebb, ezért a számításokban 100%-os sajáttőke-részarányt feltételeztünk. Ennek eredményeképpen a WACC megegyezik a saját tőke költségének becsült értékével, 8%-kal.

Az adórata meghatározásakor a gyakorlati szempontot állítjuk előtérbe. 2009 és 2014 között az éves beszámolók azt mutatják, hogy átlagosan 6,5%-os társasági adóterhet kellett a vállalkozásnak fizetnie, így a számításainknál ezt az értéket alkalmaztuk. Az egyes évekre kiszámított vállalati szabad pénzáramokat a 9. táblázat tartalmazza.

A vállalati szabad cash flow és a diszkontráta meghatározása után a vállalatiérték-becslés modelljét kellett kiválasztani. A szabad cash flow idősoros adataiból az látható, hogy a múltbeli adatok alapján számottevő emelkedésre nem lehet trendszerűen számítani a vállalkozásnál. Ezért azt vizsgáltuk, hogy ha a vállalat képes a múltbeli FCFF-adatok átlagának megfelelő értéket hosszú távon is fenntartani, akkor – a korábbiakban is

9. táblázat

A TT Zrt. egyes évekre vonatkozó FCF értékeinek kiszámítása (ezer Ft)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kamat-és adófizetés előtti eredmény	1 116 214	1 093 586	1 192 662	1 088 032	1 762 888	2 098 226
Kamat-és adófizetés előtti eredmény adója	72 554	71 083	77 523	70 722	114 588	136 385
Értékcsökkenés	512 613	490 281	473 131	464 018	514 070	609 324
Befektetett eszközök bruttó növekménye	305 044	643 865	677 023	1 550 425	1 155 726	883 809
Forgótőke szükséglet növekménye	-1 389 489	-31 421	428 720	-505 301	1 080 342	-327 559
Vállalati szabad pénzáramlás	2 640 718	900 340	482 527	436 204	-73 698	2 014 915

Forrás: saját számítása az éves beszámolók alapján

hez elegendő 1,2% piaci portfólió kockázati prémium, amit egy realisabb – piaci portfólióként a DAX-indexet vevő – becsléssel el is érhetünk. Ez alapján a korábbi 8% sajáttőke-költséget vettük irányadónak.

A WACC számításának következő lépése a tőkeszerkezet vizsgálata, ahol a kamatteher nélküli és a kamattal terhelt finanszírozási kötelezettségeket kell meghatározni. A társaság kötelezettségeinek legnagyobb részét a szállítói kötelezettségek és az egyéb,

stabil tőkestruktúrát hosszú távon is megőrizve – mekkora vállalati érték adódik.

Az óvatos becslést alkalmazó növekedésmentes esetet a 10. táblázat szemlélteti. A vállalat becsült értéke a számítások szerint 12.500.000 ezer forint. A számított érték mögött tehát az a feltételezés áll, hogy a vállalat a jövőbeli FCFF-t a vizsgált évek (2009-2014) átlagos szabad cash flow-áramának megfelelő szinten tudja tartani, valamint a WACC a fenti értéket veszi fel hosszú távon is.

Ha ebből az értékből kivonjuk a kötelezettségek 2014-ben aktuális értékét (3.858.039 ezer Ft), akkor a 10. táblázatban is szereplő saját tőke piaci értéke (8.641.961 ezer Ft) jelentősen elmarad annak könyv szerinti értékétől (11.383.577 ezer Ft). A saját tőke piaci értékének becslésekor azért a legutolsó ismert kötelezettségértéket használjuk fel, mert az évek során ez folyamatosan növekvő, de csak kismértékben emelkedő értéket képvisel a tőkeszerkezeten belül, ezért azt feltételeztük, hogy a 2014-es érték a jövőben is fenntartható. A 2014-es kötelezettségérték alkalmazása a becslés során megfelel a diszkontrátánál is használt óvatos becslés alapelveknek, hiszen ha folytatódik az elmúlt években tapasztalt növekedés és ezt nem ellensúlyozza hasonló mértékű FCFF-emelkedés, akkor a saját tőke piaci értéke a kapott eredményünkénél csak alacsonyabb lehet. Ki kell emelni, hogy bár a saját tőke piaci értéke jelentősen elmarad a könyv szerinti értéktől, de az aktuális, évi adózott eredménynek körülbelül az ötszöröse, ami az élelmiszeriparban kedvezőnek tekinthető.

10. táblázat
A TT Zrt. vállalatértékelése

adatok ezer Ft-ban

Jövőbeli várható FCF-áram	1 000 000
Várható WACC	8,00%
Teljes vállalat értéke	12 500 000
Saját tőke piaci értéke	8 641 961

Forrás: Saját számítás a TT Zrt. éves beszámolóji és a jegybanki alapkamatok alapján

A saját tőke piaci értékét megbecsültük egy, a szabad pénzáramban történő, átlaghoz képesti 10%-os csökkenés mellett is. A kapott eredmény szerint ez 10%-nál nagyobb csökkenést idéz elő a becslés piaci értékben (a fentebb részletezett feltevések mellett 14,5%-os csökkenés látható). Az adatokat a 11. táblázat tartalmazza.

11. táblázat
A TT Zrt. vállalatértékelése az FCF 10%-os csökkenése mellett

adatok ezer Ft-ban

Jövőbeli várható FCF-áram	900 000
Várható WACC	8,00%
Teljes vállalat értéke	11 250 000
Saját tőke piaci értéke	7 391 961

Forrás: Saját számítás a TT Zrt. éves beszámolóji és a jegybanki alapkamatok alapján

Célérték-kereséssel megvizsgáltuk azt is, hogy legalább mekkora évenkénti vállalati szabad pénzáramra lenne szükség ahhoz, hogy a saját tőke piaci értéke a fentebbi feltételezések mellett elérje annak könyv szerinti értékét. A 12. táblázat alapján a vállalatnak legalább évente átlagosan 1.219.329 ezer forintnyi vállalati szabad pénzáramot kellene ehhez elérnie. Ehhez véleményünk szerint további piaci részesedés növelés és fejlesztések szükségesek.

12. táblázat
A TT Zrt. szükséges FCF értéke (ezer Ft)

Szükséges FCF	1 219 329
Jövőben várható WACC	8,00%
Saját tőke piaci értéke	11 383 577

Forrás: Saját számítás a TT Zrt. éves beszámolóji és a jegybanki alapkamatok alapján

A reálopció elemzés alapján a következő eredmények adódtak.

A Black-Scholes modell input paramétereinek, a teljes vállalati értéknek a megállapításánál egyszerűsítő feltételezéseket alkalmaztunk. A vállalati FCF-adatsor alapján látható, hogy az adatok szórása igen nagy, 80% körüli. Ugyanakkor, a vállalat évek óta folyamatosan növeli az árbevételét és nyereségét, valamint kiegyensúlyozott beruházási aktivitással rendelkezik, így hosszú távon mindenképpen képes legalább a múltbeli szabad pénzáramok átlagának megfelelő értéket előállítani (minimum koncepció). Ez alapján a 13. táblázatban látható vállalati érték adódik.

13. táblázat
A saját tőke piaci érték becslése reálopció módszerrel (adatok ezer Ft-ban)

Jövőbeli várható FCF-áram (minimum koncepció)	1 000 000
Várható WACC	8,00%
Teljes vállalat értéke (FCF/WACC alapján)	12 500 000
Saját tőke piaci értéke (Black-Scholes modell alapján)	8 786 383

Forrás: saját számítás

A 80% bizonytalansági szint melletti reálopció saját tőke piaci érték nem különbözik jelentősen az FCF-alapú értéktől, melynek legfőbb oka a vállalati kölcsöntőke rövid futamideje. Érdekes azt is kimutatni (14. táblázat), hogy ebben az esetben más várható FCF szórás esetén sem változik jelentősen a becslés reálopció saját tőke piaci érték.

14. táblázat

A saját tőke piaci értékének becslése reálopcióval, különböző FCF szórások mellett (adatok ezer Ft-ban)

FCF szórás	70%	80%	90%	
d1	2,0206	1,8618	1,7494	$(\ln(S/K) + (r_f + 0,5 \cdot \sigma^2) \cdot T) / (\sigma \cdot \sqrt{T})$
d2	1,3206	1,0618	0,8494	d1 - $\sigma \cdot \sqrt{T}$
N(d1)	0,9783	0,9687	0,9599	stnormeloszl(d1)
N(d2)	0,9067	0,8558	0,8022	stnormeloszl(d2)
Saját tőke értéke	8 709 698	8 786 383	8 884 762	$S \cdot N(d1) - K \cdot e^{-(r_f \cdot T)} \cdot N(d2)$

Forrás: saját számítás

A szabad pénzáram múltbeli értékeinél nagy ingadozások figyelhetők meg 2009 és 2014 között, viszont ha a TT vállalat tovább szeretné erősíteni piaci pozícióját, akkor kétséges az átlagnál magasabb szabad cash flow-szint elérése. Különösen igaz ez, ha esetleg leányvállalatot szeretne alapítani annak érdekében, hogy piaci részesedését növelje. A TT eddig is jelentős innovációs tevékenységet folytatott (ezt a 15. táblázatban

időszakra, megalapozottan kiválasztott vállalati mintán. Elemzési keretünkben pénzügyi mutatókat használtunk fel. Arra a kérdésre kerestük a választ, hogy a pénzügyi elemzés alapján kiemelkedő, tartósan jó fizetőképességű és magas nyereségességű vállalat képes-e pénzügyi értékteremtő folyamatokat is generálni. Az volt a hipotézisünk, hogy az ilyen vállalatnál a pénzügyi értékteremtés még nem feltétlenül igazolható.

15. táblázat

A TT Zrt. befektetési cash flow-értékei 2008 és 2014 között (adatok ezer Ft-ban)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BCF (e Ft)	-824 011	-60 548	-699 530	-709 749	-1 535 979	-709 447	-667 057

Forrás: saját szerkesztés a TT Zrt. éves beszámolóai alapján

látásban szereplő befektetési cash flow-értékek is alátámasztják), így feltételezhető, hogy a későbbiekben is folytatja beruházásait, amely tevékenység a vállalati szabad pénzáramot csökkenti. A vállalati értékben jelentős növekedés csak akkor valósulhatna meg, ha a folyamatos beruházási tevékenység mellett a társaság a nyereséget az eddigieknél is jóval nagyobb mértékben tudná növelni.

A társaság folyamatos nyereségnövekedése, a működési cash flow pozitív értékei, a visszaforgatott nyereségből megvalósított innovációs és beruházási tevékenység, valamint a stabil és kedvező tőkeszerkezet mind az erős piaci versenytárs pozíciót támasztják alá, de a válság utáni gazdálkodás adatsorainak elemzése egyelőre egy szerényebb, a könyv szerinti érték alá eső saját tőke piaci értéket valószínűsít.

Összefoglalás

Tanulmányunkban célul tűztünk ki egy iparági átfogó és összehasonlító teljesítményértékelést a válság utáni

A vállalati értékteremtés becslését szabad cash flow-modell és reálopciók módszertan alkalmazásával valósítottuk meg. Alkalmazott kutatásunk során felhasználtuk korábbi eredményeinket, de bővítettük a mintát, az elemzési időtávot, és kiegészítettük a módszertant.

Beazonosítottunk egy kiemelkedő teljesítményű vállalatot és az értékteremtésre vonatkozó hipotézisünk a választott modellek alapján igazolást nyert. Kimutattuk, hogy az átlagon felüli, hosszú távon is kiemelkedő pénzügyi teljesítmény ennél a vállalatnál egyelőre nem jár együtt a saját tőke könyv szerinti értékét meghaladó piaci érték realizálhatóságával, így az értékteremtő folyamatok megléte pénzügyi szempontból még nem igazolható.

Felhasznált irodalom

András, K. – Juhász, P. (2005): A versenyképesség kihívása a pénzügyi menedzsmenttel szemben. Versenyben a világgal 2004-2006: Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból című kutatás. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem, Vállalat

- latgazdaságtani Intézet, Versenyképesség Kutató Központ
- Ács, J. Z. – Autio, E. – Szerb, L. (2014): National Systems of Entrepreneurship: Measurement issues and policy implications. *Research Policy*, 43 (2014), p. 476-494.
- Arifin, A. F. – Anggono, A. H. (2012): Estimating value of the firm for telecommunication company case study. *Journal of Business and Management*, 1(3), p. 204-211.
- Bartek-Lesi, M. – Bartók, I. – Czakó, E. – Gáspár, J. – Könczöl, E. – Pecze, K. (2007): Vállalati stratégia. Budapest: Alinea Kiadó
- Bélyácz, I. (2009): Befektetési döntések megalapozása. Budapest: Aula Kiadó
- Békés, G. – Halpern, L. – Muraközy, B. (2011): A termelői rombolás szerepe a vállalati termelékenység alakulásában Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LVIII. évf., február, p. 111-132.
- Csapi, V. (2011): Bizonytalanság és kockázat a termelési hálózatokban: egy reálción megközelítés. *Vezetéstudomány*, 42, p. 28-37.
- Csapi, V. (2013): Stratégiai beruházások a villamosenergia-szektorban. A reálción-elmélet alkalmazásának lehetőségei és korlátai a liberalizált villamosenergia-szektor egyedi és összetétel-szintű optimalizálási döntéshozatala során. PhD-disszertáció. Pécs: Pécsi Tudományegyetem
- Csapi, V. (2014): A reálción-elmélet alkalmazása a villamosenergia-szektorban. *Pénzügyi Szemle*, 58(4), p. 481-494.
- Csiszár, O. A. (2015): Likviditás és jövedelmezőség elemzés a Fino-Food Kft.-nél. Szakdolgozat. Debrecen: Debreceni Egyetem
- Damodaran, A. (2006): A befektetések értékelése – Módszerek és eljárások. Budapest: Panem Könyvkiadó
- Damodaran, A. (2010): Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Online: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>
- Demeter, K. – Matyusz, Zs. (2006): Értékteremtés funkcionális alapokon: Az értékteremtés projekt zárótanulmánya. Versenyben a világgal 2004-2006: Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból című kutatás. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem, Vállalatgazdaságtani Intézet, Versenyképesség Kutató Központ
- Depperu, D. – Cerrato, D. (2005): Analyzing International Competitiveness at the firm level: concepts and measures. Working Paper No. 32, Dipartimento Scienza Sociale – Sezione Economica Aziendale. Piacenza: University Cattolica del Sacro Cuore
- Fazakas, G. – Gáspár, Bencéné – Soós, R. (2003): Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba. Budapest: Tanszék Kft. Kiadó
- Fertő, I. – Tóth, J. (2012): Piaci kapcsolatok és innováció az élelmiszergazdaságban. Budapest: Aula Kiadó Kft.
- Halpern, L. – Muraközy, B. (2010): Innováció és vállalati teljesítmény Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., április, p. 293-317.
- Harangi-Rákos, M. – Szenderák, J. – Popp, J. (2016): Tejpiaci válság az EU-ban. *Állattenyésztés és Takarmányozás*, 65(2), p. 1-22.
- Hatzichronoglou, T. (1996): Globalisation and Competitiveness: Relevant indicators. Paris: OECD STI Working Papers
- Herrmann, A. M. (2008): One Political Economy, One Competitive Strategy?: Comparing pharmaceutical firms in Germany, Italy and the UK. Oxford: Oxford University Press
- Hull, J. C. (1999): Opciók, határidős ügyletek és egyéb származtatott termékek. Budapest: Panem
- Juhász, P. (2005): Az üzleti és könyv szerinti érték eltéréseinek magyarázata. Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái. PhD-disszertáció. Budapest: BCE.
- Katits, E. (2002): Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban. Budapest: KJK Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
- Katits, E. (2007): A vállalati gazdálkodás alapjai. Budapest: Saldo
- Katits, E. – Kucséber, L. Z. – Szalka, É. (2014): A magyar járműipar növekedési lehetőségeinek pénzügyi elemzése, avagy az extern és a direkt növekedés mérése. *Mezőgazdasági döntések – Hálózati szinergiák konferencia*. Nyugat-magyarországi Egyetem, 2014.11.12.
- Katits, E. – Szalka, É. (2015): A magyar TOP 100 pénzügyi elemzése 2008-2013 között, avagy a növekedési lehetőségek feltárása. Budapest: SALDO
- Kazainé, Ónodi A. (2008): Az érték-központú vállalatvezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer. PhD-disszertáció. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem
- Losonci, D. – Demeter, K. – Jenei, I. (2010): A karcsú (lean) menedzsment és a versenyképesség. *Vezetéstudomány*, 41(3), p. 26-42.
- Lin, L. – Kulatilaka, N. (2007): Strategic options and firm value. *Managerial Finance*, 33(11), p. 893-903.
- Márkus, G. – Pótv, Zs. – Zsibók, Zs. – Soós, J. – Schmuck, R. – Duczon, Á. (2008): A mikroszintű regionális versenyképesség mérése. *Vállalkozás és Innováció*, 2(1)
- Máté, D. (2014): A termelékenységben bekövetkezett változások technológia-intenzív ágazati megközelítésben. *E-Conom*, 3(2), p. 54-66.

- Natalwala, C.* (2011): Business valuation – Needs & Techniques. On-line: http://220.227.161.86/17798business_valuation.pdf
- Neely, A. – Mills, J. – Platts, K. – Richards, H. – Gregory, M. – Bourne, M. – Kennerley, M.* (2000): Performance measurement system design: developing and testing a process-based approach. On-line: <https://www.cranfield.ac.uk/about/people-and-resources/schools-institutes-research-centres/school-of-management/departments/ijopm2010.pdf>
- Némethné, Gál A.* (2010): A kis- és középvállalkozások versenyképessége – egy lehetséges elemzési keret. Közgazdasági Szemle, LVII. évf., február, p. 181-193.
- Popp, J. – Potori, N. – Papp, G.* (2010): A magyar tejvertikum diagnózisa. Gazdálkodás, 54(1), p. 81-91.
- Popp, J. – Harangi-Rákos, M. – Szenderák, J.* (2014): A tejjgazdaság várható átrendeződése az EU-ban a tejkvóta megszüntetésével. Holstein Magazin, 22(5), p. 32-38.
- Rappaport, A.* (2002): A tulajdonosi érték. Budapest: Alinea Kiadó
- Rappaport, A.* (2006): Ten ways to create shareholder value. Harvard Business Review, September, p. 2-12.
- Reszegi, L. – Juhász, P.* (2014): A vállalati teljesítmény nyomában – Nem csak tulajdonosoknak és menedzsereknek! Budapest: Alinea Kiadó
- Rózsa, A.* (2014): Financial position of building industry in Hajdú-Bihar county (E-Hungary) in the period of 2008-2012: Regional sectoral analysis based on economic performance ratios. International Review of Applied Sciences and Engineering, 5(1), p. 67-77.
- Rózsa, A. – Tólas, D.* (2014): Versenyhelyzet elemzés a magyarországi tejfeldolgozó szektorban. Gazdálkodás, 58 (6), p. 519-539.
- Somogyi, M.* (2009): A vállalati versenyképesség modellje (VVM) mint a vállalati versenyképesség mérésének új módszere. PhD-értekezés. Miskolc: Miskolci Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Vezetéstudományi Intézet, 68., p. 81-82.
- Špička, J. – Kontsevaya, S. R.* (2016): Differences of Financial Management Strategy of Central European and Russian Milk Processors. AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics, 8(1), p. 89 – 102. ISSN 1804-1930. DOI: 10.7160/aol.2016.080109.
- Špička, J.* (2015): The Efficiency Improvement of Central European Corporate Milk Processors in 2008 – 2013. AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics, 7(4), p. 175 – 188.
- Szalka, É. – Katits, E.* (2014): A legnagyobb magyar elektronikai vállalkozások operatív gazdálkodásának elemzése, avagy a cégkockázat befolyásoló tényezői. Tér Gazdaság Ember, Győr, p. 79-111.
- Szalka, É. – Koltai, J. – Katits, E.* (2013): A magyar top 100 és a pénzügy-gazdasági válság, avagy a belső finanszírozási erő megerősítésének kényszere. Növekedés és Egyensúly Kautz Gyula Emlékkonferencia, 2013.06.11.
- Szerb, L.* (2010): A magyar mikro-, kis- és középvállalatok versenyképességének mérése és vizsgálata, Vezetéstudomány, 41(12), p. 20-35.
- Takács, A.* (2009): Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben. Budapest: Perfekt Zrt.
- Tólas, D. – Rózsa, A.* (2015): Financial competitiveness analysis in the Hungarian dairy industry. Competitiveness Review, 25(4), p. 426-447.
- Tólas D. – Rózsa A.* (2015): Vállalati értékteremtési lehetőségek vizsgálata a tejfeldolgozó szektorban. Számviteli Tanácsadó, 7(12), p. 32-36.
- Thomas, R. – Gup, B. E.* (2010): The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners. Hoboken: Wiley
- Vőneki É. – Mándi-Nagy, D.* (2014): A tejágazat kilátásai a kvótarendszer megszüntetése után. Agrárgazdasági Kutató Intézet. in: Popp J. – Harangi-Rákos M. – Szenderák J. (2014): A tejjgazdaság várható átrendeződése az EU-ban a tejkvóta megszüntetésével. Holstein Magazin, 22(5), p. 32-38.

Beérkezett: 2016.április
Elfogadva: 2016.augusztus