

# Oktatási segédlet a NORBI UPDATE LOWCARB című esettanulmányhoz

---

Oktatási segédlet

**MIHALKOVNÉ DR. SZAKÁCS KATALIN**

[2019]

EFOP-3.5.1-16-2017-00001

Duális és kooperatív felsőoktatási képzések, felsőoktatási szakképzési és szakirányú  
továbbképzések fejlesztése

Budapesti Corvinus Egyetem

**SZÉCHENYI** 



MAGYARORSZÁG  
KORMÁNYA

Európai Unió  
Európai Szociális  
Alap



**BEFEKTETÉS A JÖVŐBE**

© Mihalkovné dr. Szakács Katalin, 2019

Felelős kiadó: Láncki András

Olvasószekesztő: Székely Krisztina

Készült a Budapesti Corvinus Egyetem digitális nyomdájában

Nyomdavezető: Dobozi Erika

Az Oktatási segédlet belső használatra készült, amely az esettanulmányt oktatási célra felhasználó tanár órai felkészülését segíti. **A források sok esetben szó szerint szerepelnek az Oktatási segédletben, ezért fontos, hogy azt a felhasználó ennek figyelembe vételével alkalmazza!**

Felhasznált források:

Forintos Gábor Zsolt (2016): *A Norbi Update Lowcarb Nyrt. tőzsdei bevezetésének értékelése.* Esettanulmány.

Forster Péter (2016): *8 nagyon furcsa dolog az Update körül.* Letöltés ideje: 2019. május 21. Letöltés helye: [https://index.hu/gazdasag/penzbeszel/2016/05/24/schobert\\_norbert\\_tozsde/](https://index.hu/gazdasag/penzbeszel/2016/05/24/schobert_norbert_tozsde/)

*Norbi Update részvényt jegyezne? Ezekkel a kockázatokkal mindenképp számoljon.* Letöltés ideje: 2019. május 21. Letöltés helye: <http://www.eco.hu/hir/norbi-update-reszvenyt-jegyezne-ezekkel-a-kockazatokkal-mindenkepp-szamoljon/>

Norbi Update Lowcarb (2014): *Összevont tájékoztató.* Letöltés ideje: 2019. május 21. Letöltés helye: [http://tebesz.hu/wp-content/uploads/nul\\_osszevont\\_tajekoztato\\_mnbjh.pdf](http://tebesz.hu/wp-content/uploads/nul_osszevont_tajekoztato_mnbjh.pdf)

**A tőzsdére lépéssel járó potenciális előnyök/lehetőségek közül vajon melyek merülnek fel a társaság esetében?**

- **Tőkeszerzés**

Mindkét forrás egyetért abban, hogy a tőzsdei bevezetések legfőbb előnyének a nagymértékű finanszírozási igény kielégítését lehetővé tevő addicionális tőkebevonás lehetősége tekinthető, ami a tranzakció volumenéből adódóan más csatornán nehezebben lenne hozzáférhető. Brau és Fawcett említi Miller és Modigliani érvelését, miszerint a társaságoknak akkor áll érdekében a tőzsdei kibocsátást választaniuk, ha a külső tőke bevonása csökkenti a tőkeköltséget, ezáltal növelve a cég értékét.

- **Marketing-hatás**

A tőzsdei megjelenés fontos előnyei között szintén szerepel a fokozódott média- és befektetői figyelem miatti ún. marketing-hatás. Azzal, hogy nő a cég tőzsdei jelenlétével foglalkozó cikkek száma (különösen a kibocsátáskor), nő a cég ismertsége, ezzel párhuzamosan erősödik a márkanév, így számolhatunk a növekvő marketing-, illetve PR-értékkel. Az, hogy a cég a média középpontjába kerül, ingyen reklámot jelent, ez a marketing tevékenységre allokált források csökkenését is eredményezheti, ami már pénzben kifejezhető pozitívum. A BÉT adatai szerint jelenleg 63 kibocsátó van jelen a Budapesti Tőzsdén és az új bevezetések annyira ritkának mondhatók, hogy az elmúlt öt évben mindössze 6 bevezetés történt, ezért Magyarországon a tőzsdei megjelenésre készülő társaságokra a szokottnál is nagyobb figyelmet fordít a sajtó.

- **Átláthatóság**

További fontos előny a tőzsdei jelenléttel járó transzparencia, hiszen a vállalatoknak a korábbiakhoz képest részletesebb beszámolókat kell közzé tenniük, hogy eleget tegyenek a folyamatos jelentési kötelezettségüknek. A nyilvános működés így szó szerint kikényszeríti a cégből a fokozottabb átláthatóságot, ami megnöveli az üzleti partnerek vállalatba vetett bizalmát.

- **Jobb hitelfelvételi lehetőségek**

A tőzsdei bevezetésnek az egyszeri nagy összegű tőkebevonás mellett a hosszútávú finanszírozási előnyeit is érdemes figyelembe venni. A részvénykibocsátással elért kisebb eladósodottság és az előző pontban ismertetett transzparencia miatt nő a cég iránti bizalom a hitelintézetek körében is, így amennyiben a társaságnak további forrásokra lenne szüksége, kedvezőbb kondíciókkal juthat hitelhez.

- **Érdekeltségi rendszer – munkaerő ösztönzése**

A cégek működése során előfordulhat, hogy a tulajdonosok és a management között érdekellentét lép fel ez az ún. megbízó-ügynök elmélet (agency theory). Elméletben feltételezzük, hogy mind a pénzügyi vezető, mind a vezető pozícióban lévő alkalmazottak a tulajdonosok érdekében tevékenykednek, a vállalat értékének maximalizálására törekednek. A gyakorlatban ezzel szemben a vezetők figyelembe vesznek más érdekeket is a döntéseik során. A nyilvános társaságoknak a bevezetést követően lehetőségük adódik arra, hogy a menedzsment bónuszainak egy részét részvényopciókként fizessék ki. Alfred Rappaport is ezt a lehetőséget fejti ki: „A társaságok felső vezetői – a vezérigazgatókkal kezdve – általában alapfizetésen túl különböző pénzügyi célok teljesüléséhez kötött rövid és hosszú távú jutalmakat (bónuszokat) és részvényopciókat kapnak. A jutalmak és a kimagasló tulajdonosi hozamok közötti kapcsolat a legjobb esetben is meglehetősen gyenge; ez különösen igaz azokra a vállalatokra, ahol a jutalék összegét döntően csak a rövid távú teljesítmény határozza meg. A részvényopciók értéke viszont közvetlenül kötődik a tulajdonosi hozamok nagyságához”. Ugyanakkor Rappaport figyelmeztet arra, hogy ezek az opciók jutalmazhatnak olyan teljesítményeket is, amelyek esetenként jócskán elmaradnak az elérhető kiemelkedő hozamtól, valamint a „kiemelkedő hozam szint” meghatározásának bizonytalanságára is. Szerinte a legeredményesebb megoldás az, ha a részvényopciós csomagot úgy alakítják ki, hogy „a lehívási árfolyamot vagy periodikusan növelik, vagy pedig külső forrásokból származó összehasonlító mutatókhoz, benchmarkokhoz kötik”.

Melyek a cég **alapvető gazdasági adatai** (árbevétel, eredmény, tőke) és **gazdasági mutatói** (likviditási mutatók, eladósodottsági mutatók, jövedelmezőségi mutatók és működési hatékonysági mutatók) a tőzsdére lépést megelőző évben (2013-ban)?

<p>A feladat felvezetéseképpen mondjuk el a hallgatóknak, hogy egy vállalkozás beszámolójából, illetve egyéb pénzügyi kimutatásaiból nagyon sok mindent meg lehet tudni a cég működéséről. Hívjuk fel azonban a figyelmet arra, hogy leginkább a mikrovállalkozások esetében, fenntartással kell kezelni az adatokat, hiszen nem mindig bízhatunk azok transzparens voltában.</p> <p>Mondjuk el a hallgatóknak, hogy a mai alkalommal a Norbi Update Lowcarb Nyrt. esettanulmányát dolgozzuk fel úgy, hogy megvizsgáljuk a vállalkozás tőzsdére lépés előtti állapotát.</p>	<p>3 perc</p> <p>Összesen: 3 perc</p>
<p>Kérdezzük meg a hallgatóktól, hogy melyek a legfontosabb Mérleg tételek, és, hogy pontosan mit jelentenek, miről adnak tájékoztatást <i>(AZ ESETTANULMÁNY FELTÉTELEZI, HOGY A HALLGATÓK MÁR RENDELKEZNEK A SZÜKSÉGES FINANSZÍROZÁSI ÉS PÉNZÜGYI ISMERETEKKEL, ÍGY JELEN ESETBEN CSUPÁN EZEK ÁTISMÉTLÉSÉRE VAN SZÜKSÉG).</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mérlegfőösszeg, amely a vállalkozás vagyónállományáról tájékoztat.</li> <li>- Saját tőke, amely a vállalkozás saját belső erőforrása.</li> <li>- Eredménytartalék, amely a vállalkozás elmúlt időszak halmozott eredménye.</li> <li>- Pénzeszközök, amely a vállalkozás rendelkezésére álló likvid vagyonelemekről ad képet.</li> </ul> <p>Kérdezzük meg, hogy melyek a legfontosabb Eredménykimutatás tételek:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Értékesítés nettó árbevétele, amelyből a vállalkozás forgalmára következtethetünk.</li> <li>- Adózott eredmény, amely a vállalkozás eredményességét mutatja meg.</li> <li>- Fizetett osztalék (2016-ig képezte a Beszámoló részét, de taggyűlési jegyzőkönyvből megtudható), amely a vállalkozó gondolkodásáról ad képet azáltal, hogy megmutatja, mennyi nyereséget forgat vissza a vállalkozásba.</li> </ul>	<p>5 perc</p> <p>Összesen: 8 perc</p>
<p>Beszéljük át a hallgatókkal, hogy milyen gazdasági mutatók származtathatók egy vállalkozás Mérlegéből és Eredménykimutatásából. Hívjuk fel a figyelmet arra, hogy ezen mutatók esetében a hangsúly azon van, hogy miképpen értelmezzük azokat, valamint, hogy milyen üzleti döntést hozunk a kapott eredmények alapján. A számok önmagukban nem sokat érnek.</p> <p>A Beszámoló adataiból az alábbi gazdasági mutatók származtathatók, amelyek rendre a vállalkozás fizetőképességéről, jövedelmezőségéről, működési hatékonyságáról, valamint eladósodottságáról adnak képet:</p>	<p>10 perc</p> <p>Összesen: 18 perc</p>

MUTATÓ MEGNEVEZÉSE	MUTATÓ SZÁMÍTÁSA
<b>LIKVIDITÁS</b>	
Rövid távú likviditási mutató I.	forgóeszközök / rövid lejáratú kötelezettségek
Rövid távú likviditási mutató II.	(forgóeszközök – követelések) / rövid lejáratú kötelezettségek
Gyors likviditási mutató	(követelések + pénzeszközök + értékpapírok) / rövid lejáratú kötelezettségek
Pénzhányad	(pénzeszköz + értékpapírok) / rövid lejáratú kötelezettségek
Dinamikus likviditás	Üzemi tevékenység eredménye / rövid lejáratú kötelezettségek
<b>JÖVEDELMEZŐSÉG</b>	
ROE	adózott eredmény / saját tőke
ROA	adózott eredmény / eszközök
<b>MŰKÖDÉSI HATÉKONYSÁG</b>	
Készlet forgási sebesség	Éves árbevétel / [(készlet nyitó + készlet záró) / 2]
Eszközhatékonyság	Értékesítés nettó árbevétele / eszközök
<b>ELADÓSODOTTSÁG</b>	
Tőkeerősség	Saját tőke / összes tőke
Eladósodottsági mutató	Idegen források (kötelezettségek) / összes forrás
Tőkeáttételi mutató	Összes forrás / saját tőke
Kamatfedezettség	EBITDA (adó és kamatfizetés előtti eredmény) / fizetendő kamatok

Az egyes mutatók értékét az alábbiak szerint értelmezhetjük:

MUTATÓ MEGNEVEZÉSE	MUTATÓ ÉRTÉKELÉSE
<b>LIKVIDITÁS</b>	
Rövid távú likviditási mutató I.	minél magasabb, annál jobb
Rövid távú likviditási mutató II.	minél magasabb, annál jobb
Gyors likviditási mutató	minél magasabb, annál jobb
Pénzhányad	minél magasabb, annál jobb (legszigorúbb)
Dinamikus likviditás	minél magasabb, annál jobb
<b>JÖVEDELMEZŐSÉG</b>	
ROE	minél magasabb, annál jobb (több hozam)
ROA	minél magasabb, annál jobb
<b>MŰKÖDÉSI HATÉKONYSÁG</b>	
Készlet forgási sebesség	
Eszközhatékonyság	iparági átlaggal összevetendő
<b>ELADÓSODOTTSÁG</b>	
Tőkeerősség	minél magasabb, annál jobb (?)
Eladósodottsági mutató	kerülendő a szélsőséges érték (iparági átlag)
Tőkeáttételi mutató	minél magasabb, annál kockázatosabb és eladósodottabb (iparági átlag)
Kamatfedezettség	minél magasabb, annál könnyebben teljesíti a kamatterhet

Fontos felhívni a figyelmet arra, hogy sok mutató esetében többet mond a vállalkozásról, ha nem kizárólag egy adott időpillanatban értelmezzük, hanem az évről évre történő változást is megfigyeljük.

Az, hogy milyen adatok fontosak, részben azon múlik, hogy milyen fejlődési szakaszban van a vállalkozás. A negatív eredmény a korai szakaszban természetes, ha azonban később jelenik meg, lehet válságra utaló jel.

Térjünk rá a HALLGATÓK ÁLTAL ELŐZETESEN ELOLVASOTT Norbi Update Lowcarb Nyrt. esetére. Mondjuk el a hallgatóknak, hogy a tulajdonos a tőzsdére lépést fontolgatja annak érdekében, hogy a növekedéshez szükséges forrást előteremtse a vállalkozás számára. Ahhoz, hogy tisztán lássák, milyen feltételekkel készülhetnek fel a jegyzésre, felkértük minket arra, hogy készítsünk **egy pénzügyi és működési helyzet bemutató riportot**. Mi azonban megfeledeztünk erről a munkáról, és csak az utolsó pillanatban jutott eszünkbe, így csupán 5 percünk maradt a riport, és az azt megalapozó

50 perc

Összesen:

68 perc

<p>számítások elkészítésére ☺.</p> <p>Az internet segítségével mutassunk a diákoknak inspiráló pénzügyi riportot, felhívva a figyelmet azok meghatározó formai és tartalmi elemeire: színvilág és arculati elemek, játék a betűk méretével, táblázatok, diagramok, grafikonok, képek. Példa riportokra: Magyar Telekom (<a href="https://www.telekom.hu/static-tr/sw/file/Q2_2018_result_presentation.pdf">https://www.telekom.hu/static-tr/sw/file/Q2_2018_result_presentation.pdf</a>), MOL (<a href="https://molgroup.info/images/molgroup/pdf/befektetoi_kapcsolatok/penzugyi_jelentesek/ev_es_jelentesek/ar_2017_book_hun.pdf">https://molgroup.info/images/molgroup/pdf/befektetoi_kapcsolatok/penzugyi_jelentesek/ev_es_jelentesek/ar_2017_book_hun.pdf</a>), OTP (<a href="https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/2018_2Q_sajtotajekoztato_final.pdf">https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/2018_2Q_sajtotajekoztato_final.pdf</a>).</p> <p>Kérjük meg a hallgatókat, hogy a segédletként mellékelt Excel táblázatba vigyék fel a Beszámolók adatait, és vizsgálják meg a Norbi Update Lowcarb Zrt. legfőbb Mérleg és Eredménykimutatás tételeit, valamint gazdasági mutatóit a 2013. évre vonatkozóan:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Norbi Update Lowcarb Zrt. főbb Mérleg és Eredménykimutatás tételeinek azonosítása és értelmezése;</li> <li>- Norbi Update Lowcarb Zrt. likviditási mutatóinak kiszámítása és értelmezése;</li> <li>- Norbi Update Lowcarb Zrt. eladósodottsági mutatóinak kiszámítása és értelmezése;</li> <li>- Norbi Update Lowcarb Zrt. működési hatékonysági mutatóinak kiszámítása és értelmezése;</li> <li>- Norbi Update Lowcarb Zrt. jövedelmezőségi mutatóinak kiszámítása és értelmezése.</li> </ul> <p>Minden hallgató feladata (1) a kért mutatók kiszámítása, (2) táblázatok, diagramok, grafikonok készítése, valamint (3) a riport összeállítása ppt diasorban. Minderre 45 perc áll rendelkezésre.</p> <p>Amikor a hallgatók elkezdik a munkát, segítsük őket azzal, hogy egy javasolt ütemtervet felírunk a táblára:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- VIGYÉTEK FEL az Excel táblázatba a szükséges adatokat!</li> <li>- SZÁMÍTSÁTOK KI a kért mutatókat!</li> <li>- ÉRTELMEZZÉTEK a mutatókat, a kapott eredményeket!</li> <li>- FOGALMAZZATOK MEG állításokat a cég pénzügyi helyzetéről az eredmények tükrében.</li> <li>- Készítsetek DIAGRAMOT/GRAFIKONT/ÁBRÁT a mutatókból, és azok változásából!</li> <li>- Készítsetek RIPOORTOT! Színes, fényképes, ábrás, táblázatos...</li> <li>- TÖLTSÉTEK FEL Moodle-be!</li> </ul> <p>A feladatmegoldás során célszerű a hallgatókat meghallgatni, ellenőrizni, hogy hol tartanak, szükség esetén beavatkozni vagy segíteni. A hallgatók dolgozhatnak párban is, így egyrészt fejlesztjük az együttműködési készségüket, másrészt lehetőséget biztosítunk arra, hogy segítsék egymást, és a munka megosztásával hatékonyabban és eredményesebben használják fel a rendelkezésre álló időt.</p>	
<p>Miután a hallgatók/kiscsoportok végeztek az egyes feladatokkal, kérjünk meg közülük néhányat, hogy ismertessék a kapott eredményeket. Kérjünk meg egy-egy diákot arra, hogy a feladat egy részére kapott eredményeit ismertesse hallgatótársaival, a többieket pedig</p>	<p>12 perc</p>



kérjük meg arra, hogy az elhangzottak alapján ellenőrizték saját megoldásaikat. Szükség esetén javítsuk ki az éppen prezentáló diákat. A végén adjunk visszacsatolást a hallgatók munkájára, dicsérjük meg őket, hogy nyomás alatt ilyen hatékonyan dolgoztak (már ha úgy volt ☺).

A feltett kérdésekre a helyes válaszok a következők:

A Norbi Update Lowcarb Zt. legfőbb Mérleg és Eredménykimutatás tételei 2013-ban:

	<b>Tétel (sor) megnevezés</b>	<b>2013</b>
1	Pénzeszközök	19249
2	Mérlegfőösszeg (Eszközök összesen)	129244
3	Saját tőke	52393
4	Eredménytartalék	0
5	Értékesítés nettó árbevétele	425662
6	Adózott eredmény	94393
7	Mérleg szerinti eredmény	47393

**ÉRTELMEZÉS:**

Az esettanulmányból tudjuk, hogy a vállalkozás a 2014-es tőzsdére lépésekor nem tudott felmutatni egyetlen teljes lezárt üzleti évet sem, hiszen a céget 2013. tavaszán hozták létre. Ebből kifolyólag a tőzsdére lépést megelőző üzleti teljesítményét is csupán egy csonka üzleti év adatai alapján lehet megítélni, valamint a több évre visszamenő adatok hiányában kizárólag statikus állításokat tudunk megfogalmazni a változások (növekvő vagy csökkenő tendenciák) szemléltetése helyett.

A főbb Mérlegtételekből megállapíthatjuk, hogy a vállalkozás vagyonos, hiszen közel 130 millió Ft értékben rendelkezik különféle vagyonelemekkel. Tekintve, hogy ebből csupán 20 millió Ft értékben találunk pénzeszközöket, a vállalkozás fizetőképessége megkérdőjelezhető. Mindenképpen további vizsgálatot igényel a vállalkozás eszközállományának likviditása, hiszen ennek függvényében vonhatunk le következtetéseket a működés stabilitására vonatkozóan.

Szintén a 130 millió Ft értékű vagyonelemekből kiindulva azt is kijelenthetjük, hogy a vállalkozás inkább külső forrásokból tartja fenn magát – saját tőkéje 52 millió Ft, ami 40,5%-a a teljes tőkének. Ez önmagában nem probléma, a kérdés az, hogy képes-e a külső forrás hozam, illetve kamatvárásainak időben és mértékben megfelelni.

A Saját tőke és a Mérleg szerinti eredmény adataiból láthatjuk, hogy a vállalkozás 5 millió Ft jegyzett tőkével rendelkezik, tehát annak ellenére, hogy a cég vezetése már az alapításkor tudatosan tervezte a tőzsdére lépést, a vállalkozás törvényileg még nem áll készen az ahhoz szükséges átalakulásra (nyílt részvénytársaság jegyzett tőkéje minimum 20 millió Ft).

Az értékesítés nettó árbevétele 425 millió Ft, amiből a vállalkozás 94 millió Ft adózott eredmény tudott realizálni. További vizsgálatot igényelne annak feltárása, hogy egy alapvetően franchise jogokat értékesítő vállalkozás esetében milyen költségek merülnek fel, amelyek ilyen mértékben lecsökkentik a vállalkozás árbevételeiből származó nyereséget. Az

Összesen:

80 perc

eredménykimutatásból látható, hogy majdnem 300 millió Ft értékben számoltak el Igénybe vett szolgáltatást, ám annak konkrét tartalmáról nincs pontos információk.

A fenti adatokból talán az egyik legfontosabb információ, hogy a tulajdonosok 47 millió Ft osztalék kifizetéséről döntöttek abban az évben, amelyben egyúttal a vállalkozás tőzsdére vitelét is tervezik úgy, hogy a tőzsdére vitel egyértelmű indokaként a vállalkozás növekedését, és a növekedéshez szükséges források előteremtését jelölték meg (azért abban az évben, mert a „jógyakorlat” szerint az osztalékkifizetésre vonatkozó döntésekről szóló taggyűlések általában a tárgyévét követő év tavaszán esedékesek). Mindez megkérdőjelezheti a tulajdonosok saját cégük jövője iránti elköteleződését (a személyes jóllétük iránt való elköteleződéssel szemben).

A Norbi Update Lowcarb Zrt. likviditás mutatói 2013-ban:

<b>Mutató megnevezése</b>	<b>2013</b>
Rövid távú likviditási mutató I.	<b>1,16</b>
Rövid távú likviditási mutató II.	<b>0,27</b>
Likviditási gyorsráta	1,14
<b>Pénzhányad</b>	<b>0,25</b>
Dinamikus likviditás	1,35

**ÉRTELMEZÉS:**

Egy vállalkozás fizetőképességének megítélésakor hasznosabb, ha több év adatait tudjuk összevetni, hiszen a tendenciák ez esetben is jóval több információval bírnak. Adatok hiányában ezúttal is csupán statikus állításokat tudunk megfogalmazni.

Ha a mutatók pontos értelmezéséből indulunk ki, akkor elmondhatjuk, hogy

- a rövid távú likviditási mutató I. nem közelítette meg az ideális 2 értéket,
- a rövid távú likviditási mutató II nagyon távon áll az ideális 1 értékhez képest,
- a gyors likviditási mutató kismértékben ugyan, de meghaladja az elvárt 1 értéket,
- a pénzhányad esetében, ahol a minél magasabb (de legalább 1) érték utal a jó vállalati működésre, a vállalkozás még csak a 0,25 értéknél jár, ami kritikus adat a likviditását tekintve,
- a dinamikus likviditás mutató 2013-ban teljesítette az elvárt, legalább 0,5 szintet.

Mivel a pénzhányadot tekinthetjük a legszigorúbb likviditás mutatónak, továbbá a fent leírt értékek tükrében azt mondhatjuk, hogy a vállalkozás fizetőképessége nem megbízható, mivel nem képes minimális bizonytalanság mellett biztosítani a teljes fizetőképességhez szükséges elengedő likvid pénzforrást.

A Norbi Update Lowcarb Zrt. jövedelmezőségi mutatói 2013-ban:

	2013
ROE	1,80
ROA	0,73

**ÉRTELMEZÉS:**

A ROA és ROE mutatók értékére nem létezik elvárt minimális szint, csupán azt mondhatjuk, hogy minél magasabb a mutató értéke, annál jövedelmezőbb az adott vállalkozás.

A ROE mutató a sajáttőke arányos megtérülést fejezi ki. Azt mutatja meg, hogy az egységnyi saját tőkére vetítve mekkora volt a cég jövedelemtermelése. Például egy 20%-os ROE esetén a befektetett tőke 20%-a térül meg az adott évben. Mivel a legtöbb vállalat ROE értéke 5-40% között szokott lenni, ezért azt a megállapítást tehetjük, hogy a vállalkozás sajáttőke arányos megtérülése a 2013-as 180% alapján bőven átlagon felüli vállalati teljesítményről tanúskodik.

A ROA mutató az eszközarányos nyereséget mutatja, a ROE mutatóval szemben itt már nem csak a saját tőke részre vizsgáljuk az elért profitot, hanem a teljes vállalati vagyonra. Ezt a mutatót iparági átlaghoz viszonyítjuk, tehát el kell dönteni, hogy a franchise jogok értékesítésével foglalkozó vállalkozást mely iparágba soroljuk, és ott milyen értéket találunk a mutatóra. Ha a teljes magyar gazdaság eszközarányos nyereségét vesszük alapul, amelynek értéke 2013-ban körülbelül 3,5%-volt, akkor a Norbi Update Lowcarb Zrt. által teljesített 73% kifejezetten magas értéknek tekinthető, amely átlagon felüli vállalati működésről ad számot.

A Norbi Update Lowcarb Zrt. működési hatékonyság mutatói 2013-ban:

	2013
Készlet forgási sebesség	701,83
Eszközhatékonyság	3,29

**ÉRTELMEZÉS:**

Mindkét mutató esetében fontos lenne, hogy a kapott értékeket iparági átlaghoz tudjuk viszonyítani. Ennek hiányában sajnos nem tudunk pontos értelmezést tenni a számszaki eredmények mögé.

A Norbi Update Lowcarb Zrt. eladósodottsági mutatói 2013-ban:

	2013
Tőkeerősség	0,41
Eladósodottsági mutató	0,59
Tőkeáttételi mutató	2,47
Kamatfedezettség	#ZÉRÓOSZTÓ!

**ÉRTELMEZÉS:**

- Tőkeerősség mutató: a hivatalos álláspont szerint minél magasabb az értéke (0-1 között) a mutatónak, annál jobb a vállalkozás működése. Valójában azonban egyáltalán nem jelenthető ki, hogy a súlyozottan saját tőkéből gazdálkodó cégek működése jobb lenne, mint az idegen forrásokra is nagymértékben támaszkodóké. Sőt, számos elmélet létezik, amely az ideális tőkestruktúra meghatározását célozza, és ezek között is sok esetben nagy az eltérés. Ami a mutatóból tehát – a cég minősítését nélkülözve – megállapítható az, hogy a Norbi Update Lowcarb Zrt. nagymértékben támaszkodik idegen források bevonására a működése fenntartása érdekében (ezt a mutatót vetítette előre a Mérlegadatokból levont következtetés).
- Eladósodottsági mutató esetében is csupán azt fogalmazhatjuk meg, hogy kerülendő a szélsőséges érték. Ilyen formában tehát kifejezetten jónak mondható a vállalkozás 0,59-es értéke.
- A tőkeáttételi mutató értelmében minél magasabb számot kapunk, annál inkább kockázatosabb és eladósodottabb a vállalkozás. Éppen ezért ismételten szerencsésnek mondható a 2,47-es érték, amely nagyságrendjét figyelembe véve teljesen ideálisnak tekinthető.
- Annak ellenére, hogy a vállalkozás teljes tőkéjének 59%-a idegen forrásokból származik, az Eredménykimutatás alapján ezen források után a vállalkozás nem, vagy még nem fizet kamatot. A mutatóban ezért szerepel „zéró osztó”, hiszen a fizetendő kamat értéke az eredménykimutatás szerint 0.

Kérjük meg a hallgatókat, hogy kiscsoportban gondolkozzanak azon, hogy a kapott számszaki adatok tükrében hogyan értékelik a Norbi Update Lowcarb Zrt. pénzügyi helyzetét, és a tőzsdére lépés realitását! Ezután minden csoport mondjon egy-egy gondolatot.

Összességében kijelenthetjük, hogy a Norbi Update Lowcarb Zrt. stabil gazdasági teljesítmény mellett működik. Annak ellenére, hogy a számítások során kapott mutatók fizetőképességi bizonytalanságra hívták fel a figyelmet, azt mondhatjuk, hogy mind jövedelmezőség, mind eladósodottság szempontjából rendben van a cég operatív működése, tehát igazából nincs ok a bizonytalanságra.

Nem szabad azonban megfélekedni arról, hogy ezek az eredmények egy nem teljes üzleti év adatai alapján képződtek, a vállalkozás működésének első évében. Éppen ezért csupán csak feltételes módon ítélnéjük meg a vállalkozás tevékenységét, éspedig: Ha ugyanilyen mértékben képesek növelni a vállalkozás eredményességét, mint az elmúlt háromnegyed évben, akkor évről évre jobb mutatók mellett a vállalkozás fizetőképessége is egyértelműen

12 perc

Összesen:

90 perc

javulni fog. Két nagyon fontos kockázati tényezőt azonban ismételten kiemelünk:

- 1) a vállalkozás nem tud felmutatni egyetlen lezárt teljes üzleti évet sem;
- 2) a vállalkozás tulajdonosai 47 millió Ft osztalékot fizettek ki annak ellenére, hogy néhány hónapon belül a vállalkozás tőzsdére vitelét, és feltőkésítését tervezték.

Milyen **kockázatok** jellemzőek a társaságra, amelyek **befolyással lehetnek a tőzsdére lépés sikerességére?**

- **Piaci verseny kockázatai**

A Norbi Update kereskedelmi hálózatok piacait, amely elsősorban Magyarországot, a közép-európai régió zömmel EU tag országait és a megcélzott nyugat-európai piacokat is jelenti, általában véve erős verseny jellemzi. Az egészséges, egészségtudatos táplálkozás termékeinek szűkebb értelemben vett piacán ugyan kevesebb szereplő van jelen és az árverseny is kevésbé intenzív, mint a tágabb értelemben vett élelmiszer kiskereskedelemben, de a fogyasztókért számos kisebb versenytárs versenyez.

A kiskereskedelmi piac jellegéből adódóan a vásárlókkal, fogyasztókkal nincsenek hosszabb távú szerződések, a piaci pozíciókért a Társaságnak és szellemi termékeit hasznosító kereskedelmi hálózatoknak folyamatosan meg kell küzdeni a termékek minősége, árazása, továbbá a termék által megtestesített egészséges életmód szempontjából egyaránt. A verseny számottevő, előre nem látható fejlesztéseket, a kereskedelmi hálózatok üzemeltetői számára esetleg nagyobb beruházásokat is szükségessé tehet, melyek következtében a Társaság jutalékai átmenetileg vagy tartósan is csökkenhetnek a jelenlegi szinthez képest.

- **Kiszámíthatatlan szabályozási környezet**

A magyar gazdaságban az utóbbi években nem voltak ritkák a szabályozási környezet előre meg nem jósolható, váratlan változásai, a kormányzati gazdaságpolitika erőteljes fordulatai. A gazdaságpolitika, ezen keresztül az infláció, az árfolyam-politika és a kamatkörnyezet alakulása erőteljesen befolyásolhatja a részvénybefektetések megtérülését.

A gyakran változó hazai jogi, gazdaságpolitikai szabályozási környezet is kockázatot jelent, a változások jelentős hatást gyakorolhatnak a társaság illetve az Update termékeket értékesítő hálózatok üzleti tevékenységére, költségeire, az elérhető adózás előtti és utáni eredményre.

- **Fogyasztói szokások változása**

A tágabb értelemben vett egészséges táplálkozás termékei iránti fogyasztói kereslet, az egészségtudatos vásárlók létszáma a várakozások szerint tovább bővíülhet. Ezen belül azonban nem zárható ki az aktuálisan népszerű, „divatos, trendi” termékcsoportok, táplálkozási rendszerek, életmód koncepciók gyors változása.

A fogyasztói szokások lehetséges változásait szakemberek próbálják feltérképezni, de tényleges alakulásukra legfeljebb becslések adhatók. Előfordulhat, hogy a későbbiekben egy kisebb-nagyobb mértékben eltérő, vagy azonos elvekre épülő, esetleg reklámokkal erősen támogatott konkurens táplálkozási rendszer a vásárlók jelentős részét elhódítja a társaságtól.

- **Új, helyettesítő termékek megjelenése**

Nem zárható ki teljes mértékben, hogy a fogyasztók nagy része számára nagyjából azonos életmódbeli értéket képviselő, alacsonyabb árazású, erősebb marketinggel támogatott, vagy az eredeti, nem csökkentett szénhidrát-tartalmú termékhez még inkább hasonló ízvilágú termékkel jelennek meg. A vevők egy részének elvesztésével a hálózatok bevétele és a társaság jutalékai is csökkenhetnek.

- **Devizaárfolyamok alakulásának kockázata**

A Kibocsátó árbevételének zömét jelenleg Magyarországon, forintban realizálja. A tervezett nemzetközi hálózatépítéssel emelkedhet az euróban és más helyi devizákban jelentkező bevételek aránya, miközben a működési költségek döntő többsége várhatóan a későbbiekben is forintban merül majd fel.

Az euro és más helyi devizák egymáshoz, illetve főleg a forinthez való viszonya mérsékelt, de folyamatos eredményt befolyásoló tényezőként van jelen. A forint mérsékelt, nem sokszerű gyengülése a Kibocsátó eredményességét javíthatja (minden más feltétel változatlansága esetében), erősödése ronthatja.

- **Vásárlók elvesztésének kockázata, marketing kiemelt szerepe**

A Társaság kizárólagos rendelkezésére bocsátott szellemi termékeket hasznosító kereskedelmi hálózatok vevői az átlagosnál elkötelezettebbek az egészséges, egészségtudatos életmód termékei iránt, a nem speciális összetételű, receptúrájú termékekhez képest magasabb árat is hajlandóak megfizetni.

Nem zárható azonban ki, hogy bár a Norbi Update rendszer klinikai vizsgálat szerint is eredményes, bár jelenleg a Társaság vezetésének véleménye szerint a világ legnagyobb lowcarb termékkínálatával rendelkezik és növekvő népszerűségnek örvend, a későbbiekben egy konkurens, szintén az egészséges életmódot és az egészségtudatos táplálkozást előtérbe helyező termékkonceptió, vagy csak termékek szűkebb csoportja, vagy akár egyes konkurens termékek rövid időn belül a vásárlók nagyobb tömegét ideiglenesen vagy tartósan elhódíthatják a Társaságtól.

Az sem zárható ki, hogy a versenytársak erőteljes, nagy költségvetésű marketing tevékenysége azonos vagy kevésbé széles termékkínálatú, tudományosan igazolhatóan kevésbé eredményes vagy akár érdemi egészségi hatással nem is bíró termékek fogyasztói keresletét a Norbi Update hálózatok kárára lehet képest növelni.

- **Egyetlen koncepcióra alapozó termékkínálat kockázata**

A Norbi Update kereskedelmi hálózatok termékkínálata jelenleg az egészséges táplálkozás piacán belül az alacsony szénhidrát-tartalmú (lowcarb) élelmiszerekre, étrendre épül.

Habár a Társaság tervezi a termékkínálat bővítését további irányokban is, így például gluténmentes, vagy ételallergiások számára is fogyasztható termékvonalak kiépítésével illetve más fejlesztésekkel, továbbá a Társaság vezetésének véleménye szerint a piacon elérhető legszélesebb termékválasztékkal szolgálja ki fogyasztóit, az Update koncepció alapvetően az élelmiszer kiskereskedelem egy speciális szegmensére alapozza üzleti sikerét.

Előfordulhat, hogy a fogyasztói szokások és hangulat hirtelen változása, a lowcarb élelmiszerek iránti bizalom esetleges megrendülése esetén a Norbi Update hálózatok forgalma a bizalom helyreállításáig vagy újabb termékvonalaik piacra viteléig, átmenetileg vagy akár tartósan visszaesik. Új termék fejlesztése, fogyasztókkal való megismertetése és elfogadtatása kedvezőtlen esetben akár hosszabb időt is igénybe vehet. Ebben az esetben lényesen romolhat az eredményesség, csökkenhet a Társaság jutalékbevétele.

- **Beszállítók esetleges koncentrációjának kockázata**

A Társaság kizárólagos rendelkezésére bocsátott szellemi termékeket hasznosító kereskedelmi hálózatok beszállítók, gyártók viszonylag szűk köre által előállított termékeket hoznak forgalomba, a Társaság szigorú követelményeket támaszt ezen gyártókkal szemben. A Társaság kizárólagosan jogosult az alkalmazott receptek hasznosítására, melyek átadásával az egyes gyártókat szükség esetén viszonylag rövid idő alatt képes új gyártóval helyettesíteni a Társaság. A gyártók, beszállítók árazási alkupozíciója a Társasággal szemben a gyártók között meglévő erős verseny miatt általában nem erős.

Mindezek ellenére nem zárható ki, hogy felvásárlások, összeolvadások hatására egyes termékek beszállítói körében a későbbiekben esetleg erősödhet a koncentráció és gyengülhet az árverseny, aminek negatív hatása lehet a Norbi Update kereskedelmi hálózatok árrésére és a Társaság jutalékbevételére.

- **Termékek minőségével kapcsolatos kockázatok**

A Norbi Update termékek gyártása során a Társasággal szerződött gyártók biztosítják a termékek minőségét igazoló dokumentumokat és kötelezettséget vállalnak arra, hogy a termékek összetétele, minősége minden esetben megfelel az EU-s országok jogszabályi előírásainak. A Társaság jogosult a gyártók tevékenységét, a munkafolyamatokat, az alapanyagokat, a termékösszetételt ellenőrizni a gyártó üzemében bármikor, külön értesítés nélkül.



A szigorú követelmények és ellenőrzések ellenére nem zárható ki teljes mértékben, hogy egyes termékeknél átmenetileg esetleg minőségi problémák lépnek fel, ami kedvezőtlen esetben nagy média nyilvánosságot kapva átmenetileg ronthat a Norbi Update termékek megítélésén.

- **A lowcarb koncepció tudományos és társadalmi megítélésének változásával kapcsolatos kockázatok**

Az egészséges életmód társadalmi megítélése napjainkban egyértelműen kedvező, ezen belül jelenleg a lowcarb koncepció is széles körben elfogadott és elismert, érdemi tudományos és szakmai kifogások nem ismertek.

Nem zárható ki azonban teljes bizonyossággal, hogy a későbbiekben új vizsgálati módszerek, új tudományos kutatások eredménye hatására a csökkentett szénhidrát tartalmú termékek a jelenleginél kedvezőtlenebb megítélés alá esnek majd. Az alkalmazott édesítőszerokről későbbi kutatások kedvezőtlen esetben kimutathatják vagy sugallhatják, hogy bizonyos mértékben károsak, extrém esetben akár még a jelenleg negatív megítélésű cukornál is jobban.

A Társaságnál folyamatos a termékfejlesztés és naprakészen követik a tudományos eredményeket is, egyes alapanyagok helyettesítése szükség esetén valószínűleg rugalmasan, gyorsan megtörténhetne termékek széles körében is.

Ezzel együtt, amennyiben a lowcarb termékek társadalmi elfogadottsága esetleg romlana és ez a médiában is nyilvánosságot kapna, valamint ha a Társaság szükség esetén nem lenne képes gyorsan változtatni termékei összetételén, kedvezőtlen esetben a fogyasztók nagy számban és gyorsan fordulnának el a Norbi Update termékek jelentős részéről.

- **Kulcsfontosságú vezető elvesztésének kockázata**

A Társaság és a Norbi Update koncepció eddigi üzleti teljesítménye és sikere döntő részben alapítójára és jelenlegi meghatározó részvényesére, Igazgatótanácsi elnökére, a Társaság által hasznosított szellemi termékek tulajdonosára, Schóbert Norbert személyére épül. Az Update márka és koncepció ismertségnek megteremtésében, hitelességének kialakításában és fenntartásában, az egészségtudatos vásárlók márkahűségének megalapozásában és fenntartásában Norbi és Réka szerepe kimagasló jelentőségű.

Az Update koncepció üzleti hasznosítása jelenleg a Társaság feladata, és a Társaság professzionális menedzsmentet épített fel az utóbbi időszakban, amely az operatív üzleti működést az alapítók nélkül is zavartalanul és sikeresen végzi, de Norbi és Réka személyes közreműködése elengedhetetlen a stratégiai jellegű döntéseknél, valamint a márkánév elismertségének, hitelességének, a fogyasztók márkahűségének fenntartásában.

Norbi és Réka hosszabb távon, a tervezett részvényértékesítést követően is fenn kívánja tartani irányító szerepét a Társaságban. Annak további fejlődésében és a márka, az Update koncepció nemzetközi terjeszkedésében meghatározó szerepet kívánnak vállalni.

Nem zárható ki azonban teljes bizonyossággal, hogy Norbi, Réka vagy mindketten jelenleg még nem ismert ok miatt, kedvezőtlen külső vagy belső tényezők hatására arra kényszerül, hogy feladja aktív szerepét a Társaságban és a márka támogatásában. Ekkor kedvezőtlen esetben a fogyasztók elkötelezettsége gyengülhet, a szellemi termékeit hasznosító kereskedelmi hálózatok forgalma visszaeshet és a Társaság jutalékbevételei is csökkenhetnek.

- **Adókockázat**

Az adóhatóság jogosult arra, hogy átvizsgálja a társaságok adóügyeit az adott adózási évtől számított öt évig. A Kibocsátó minden esetben a jogszabályi előírásoknak való maximális megfelelésre törekszik, ám egy jövőbeli adóvizsgálat során nem zárható ki, hogy a Kibocsátónál számottevő kiadást jelentő megállapításokra kerülhet sor.

Az iparüzési adó és a többi helyi adónem esetében a Társaság jelenleg a helyi önkormányzat által kiszabható maximális mértékű adót fizeti. A helyi adózás tekintetében sem zárható ki azonban, hogy a jogszabályi változások miatt emelkednek az adóterhek.

- **Osztalékfizetés kockázata**

A társaság akkor fizet osztalékot részvényeseinek, ha megfelelő mennyiségű szétosztható nyereséget termel meg egy adott pénzügyi évben. A fizetendő osztalékról a társaság közgyűlése határoz. Nincs biztosíték arra, hogy minden évben osztalékfizetésre kerül sor.

- **Kereskedés kockázata**

A társaság üzletmenetét jelentősen befolyásoló hírek nyilvánosságra hozatala, információ-közlési hiányosságok vagy egyéb a vonatkozó törvények, rendeletek és szabályzatokban előírt köteleességek elmulasztása miatt az MNB, továbbá a Bevezetési és forgalomban-tartási szabályzatban meghatározott esetekben a BÉT felfüggesztheti a részvények kereskedését.

- **Tőzsdei bevezetés elmaradásának kockázata**

A társaság vezetése nem tud olyan körülményről, ami a tőzsdei bevezetési kérelem elutasítását eredményezhetné, ám a tőzsdei bevezetésről szóló döntést a Budapesti Értéktőzsde Zrt. hozza meg, amelynek a tőzsdei szabályok szerint joga van a tőzsdei kérelmet elutasítani. Nem zárható

ki, hogy a tőzsdei bevezetés a tervezettnél később következik be, vagy rendkívüli esetben elmaradhat.

## Reálisnak tekinthető-e a **990 Ft-os** összegben meghatározott **jegyzési ár**?

Mivel 2014-ben még nincs lezárt teljes üzleti éve a cégnek, az eddigi eredmények alapján nem igazán lehet értékelni. A könyv szerinti értéke 2013.12.31-ei állapot szerint kb. 10 Ft, az éves adózott eredménye (a 8,5 hónap alatt elért eredmény arányosításával) részvényenként kb. 25 Ft, azaz kb. 99-es P/BV rátát, és kb. 40-es P/E rátát jelent a 990 Ft-os jegyzési ár. Ez nem tűnik túlvonzónak, igencsak túlértékeltnek mutatkozik a részvény ezen az árfolyamon. Akkor mégis hogyan jöhetett ki ez a szám?

Az ármeghatározás alapja a társaság középtávú (2014-2018) üzleti tervére alapozott cégértékelés diszkontált cash-flow (DCF) módszerrel. Maga az üzleti terv nem nyilvános, annyit lehet tudni belőle, hogy a pesszimista becslés szerint a 4. év végére 2-2,2 milliárd forintos árbevétellel és 1-1,2 milliárd forintos szabad pénzárammal számoltak és a cég értékét így 6,2 Mrd Ft-ra becsülték, mely a tőkeemelés utáni darabszámmal 1025 Ft-os részvényenkénti értéket jelent. (Az optimista becslésben 10 Mrd Ft-os cégérték adódott.) Ez azt jelenti, hogy 4 éven keresztül évente legalább 35%-kal kell növekednie az árbevételnek ahhoz, hogy elérje a pesszimista becslésben szereplő szintet. 35% növekedés általában sem alacsony növekedés, különösen pedig annak fényében nem, hogy a Foodorgany Kft. árbevétele 2013-ban csökkent. Bár az Update termékcsaládnak a környező országokban nem igazán van versenytársa, ezért jelentős növekedési potenciállal rendelkezik, kérdéses, hogy mennyire jár sikerrel a terjeszkedés, milyen ütemben tudja növelni árbevételét a cég.

Bár Norbi marketingből általában profi, pénzügyből úgy tűnik nem, ugyanis láthatólag nem tudja, hogy az új kibocsátásokat alul szokták árazni, mivel a piaci ár és a jegyzési ár különbsége is egyfajta marketing költség. Minden bizonnyal célszerűbb lett volna első körben egy kisebb mennyiséget kedvezményes áron értékesíteni, és a nagy kibocsátást már megfelelő múltbeli hozam elérését követően tartani.

A 2014. és 2015. évi beszámolók adatai alapján milyen **gazdasági/pénzügyi változásokat azonosíthatunk** a társaság életében? Milyen **hatással lehettek azok a vállalkozás megítélésére, illetve tőzsdei szereplésére?**

A vállalkozás pénzügyi és működési mutatóinak változása a 2014. őszi tőzsdei bevezetést követően a következőképpen alakultak:

Legfontosabb Mérleg és Eredménykimutatás tételek:

	<b>Tétel (sor) megnevezés</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
1	Pénzeszközök	19249	611705	65524
2	Mérlegfőösszeg (Eszközök összesen)	129244	947250	449039
3	Saját tőke	52393	52821	400288
4	Eredménytartalék	0	393	821
5	Értékesítés nettó árbevétele	425662	931799	837570
6	Adózott eredmény	94393	156428	-344229
7	Mérleg szerinti eredmény	47393	428	-344229

A vállalkozás vagyona 347%-ra növekedett, ami egyértelműen a tőzsdei bevezetés következménye csakúgy, mint a saját tőke 350, valamint a pénzeszközök 45 millió Ft-os növekedése. Tekintve, hogy a tőzsdei bevezetés során nagyságrendileg 900 millió Ft értékben értékesítettek részvényeket, ezek a számok azt mutatják, hogy néhány hónapon belül a befolyt összeg jó részétől „meg is szabadult” a vállalkozás.

A nemzetközi franchise hálózat terjedéséről szóló tervekkel szemben azt láthatjuk, hogy nem csupán az ezekből származó árbevétel nem jelenik meg számottevően a vállalkozásban, de 2014-ről 2015-re még az értékesítés nettó árbevétele is lecsökkent 100 millió Ft értékben. Ezzel összefüggésben látható, hogy míg 2013-ban és 2014-ben a vállalkozás nyereséget termelt, addig 2015-ben veszteséggel zárta üzleti évét – az eredménye közel fél milliárd forinttal csökkent!

Már korábban is megfogalmazhattunk kritikákat a vállalkozás tulajdonosainak osztalékkivételi politikájával szemben, azonban 2014-re ez a tendencia még jelentősebb, sőt, mondhatni még ijesztőbb lett: a tőzsdére lépést indokló, a vállalkozás növekedésével járó többletköltségek finanszírozása helyett a vállalkozás tulajdonosai 156 millió forint osztalékot fizettek ki maguknak!

A vállalkozás fizetőképessége:

<b>Mutató megnevezése</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Rövid távú likviditási mutató I.	1,16	0,94	5,80
Rövid távú likviditási mutató II.	0,27	0,70	2,93
Likviditási gyorsráta	1,14	0,93	4,29
<b>Pénzhányad</b>	<b>0,25</b>	<b>0,69</b>	1,42
Dinamikus likviditás	1,35	0,18	-7,51

A kiszámított likviditási mutatók alapján megállapíthatjuk, hogy a vállalkozás fizetőképessége a tőzsdére lépést megelőző évhez képest jelentősen, a dinamikus likviditás kivételével az összes mutató tekintetében javult. Olyannyira, hogy 2015-re az említett mutatón kívül az összes többi esetében elérte, vagy bőven meghaladta a már elfogadható mértéket.

#### Jövedelmezőségi mutatók:

	2013	2014	2015
ROE	1,80	2,96	-0,86
ROA	0,73	0,17	-0,77

A vállalkozás jövedelmezőségi mutatói közül 2014-ben a ROA, míg 2015-ben már a ROE és ROA mutatók sem feleltek meg az iparági átlag szintjének. Olyannyira, hogy 2015-re a mutatók már negatív értéket vettek fel.

#### Működési hatékonyság mutatók:

	2013	2014	2015
Készlet forgási sebesség	701,83	170,24	21,07
Eszközhatékonyság	3,29	0,98	1,87

A vállalkozás működési hatékonyság mutatói egyértelműen csökkenő tendenciát mutatnak az alapítást követő 3 évben. A készletforgási sebesség töredékére esett, míg az eszközhatékonyság sem a várt értékekhez közelít.

#### Eladósodottsági mutatók:

	2013	2014	2015
Tőkeerősség	0,41	0,06	0,89
Eladósodottsági mutató	0,59	0,94	0,10
Tőkeáttételi mutató	2,47	17,93	1,12
Kamatfedezettség	#ZÉRÓOSZTÓ!	#ZÉRÓOSZTÓ!	#ZÉRÓOSZTÓ!

A vállalkozás alapításakor az összes eladósodottsági mutató ideális értéket tükrözött, hiszen a tőkeerősség és az eladósodottsági mutatók kerültek a szélsőséges értékeket, a tőkeáttételi mutató pedig az 1 érték közelében járt. 2014-re, a tőzsdéi bevezetés évében az összes mutató megborult: a tőkeerősség és az eladósodottság szélsőséges értékeket vettek fel, míg a tőkeáttételi mutató közel nyolcszorosára nőtt! 2015-re, egy könyveléstechnikai tételnek köszönhetően a szélsőséges értékek ugyan fennmaradtak, de az eladósodottság „iránya” megfordult: a korábbi egyértelműen idegen források saját forrássá váltak, így a tőkeáttételi mutató értéke is szinte tökéletes mértékűre

csökkent. Kamattartozása továbbra sincs a vállalkozásnak, hiszen nem hitelből, hanem befektetésből finanszírozza magát.

### BEFEKTETŐKÉNT, RÉSZVÉNYESKÉNT AZ ALÁBBI MEGÁLLAPÍTÁSOK FONTOSAK:

- A tulajdonosok osztalékkifizetési politikája: mind 2013-ban, mind 2014-ben a vállalkozás növekedési terveivel gyökeresen szembenálló osztalékpolitikát folytattak, aminek következtében több száz millió forintot vettek ki a vállalkozás vagyonából.
- A tervek szerinti exportterjeszkedésnek nyoma sincs a vállalkozás könyveiben – az exportbevételek lényegében 0-ra redukálódtak. Tavalyelőtt még 160 millió volt, tavaly kerek 0. Pedig az üzleti jelentésben írják, hogy szépen bővülget a nemzetközi bolthálózat. Vagy ingyen osztják Ausztriában az Update-bucit, vagy átkerült másik cégbe az export árbevétel (Hova-miért? Szóltak róla valakinek?). Esetleg még arról lehet szó, hogy valamilyen megfontolásból átkerült a belföldi értékesítés sorra, például mert bekerült egy belföldi köztes cég a külföldi partnerek és az anyacég közé. Ebben az esetben viszont az az érdekes kérdés, hogy miért kellett ezt a céget közbeiktatni, vajon növelte-e a részvényesi értéket, hogy rajta áramlott át a külföldi árbevétel? Vajon a köztes cégnél mennyi profit keletkezett és kit boldogított?
- A cég a senki által nem auditált 2015. évre vonatkozó éves beszámolója szerint 344 millió forintos veszteséggel zárta 2015-öt. Ez borzasztó gyanús annak ismeretében, hogy a megelőző 2 évben az éves eredmény 100-160 millió körül mozgott (első év csonka év volt). Ha feltesszük, hogy a magyar piacon nem történt érdemi összeomlás a Norbi-bizniszben, akkor a magyar piacon elért „organikus” pozitív eredményt egy hozzávetőleg 500 milliós negatív sokk vihette el ennyire mínuszba. Úgy, hogy a mérlegfőösszeg 449 millióra csökkent, vagyis a cég vagyonának a fele egyetlen év alatt tűnt el.
- A vállalkozás 449 millió forintos vagyonából 159 millió Ft értékben szellemi terméket, 133 millió Ft értékben vevői és egyéb követeléseket, 17 millió Ft értékben egyéb berendezést, 69 millió Ft értékben árut, és 65 millió Ft értékben pénzeszközt találunk. Ezt hétköznapi nyelvre lefordítva a vállalkozás rendelkezik „valamivel”, aminek eszmei értéke 159 millió Ft (egyébként ez egy Franchise kézikönyv, amit ezen az értéken aktiváltak, és a pénzeszközök csökkenéséből, valamint az irreálisan magas értékelésből féltő következik, hogy ezt az összeget ki is fizették valakinek ☺), értékesítendő áruval, behajtandó követelésekkel, tehát lényegében olyan vagyonelemekkel, amelyek egyértelműen bizonytalanná teszik működését. **A tőkeemelésből származó pénz már nincs meg, a további marketingköltségeket csak az organikus működésből származó profitból lehet finanszírozni.**
- A tervek szerint „2014 első félévében sor kerülhet az első üzlet megnyitására Csehországban, Ausztriában és Németországban, de Románia, Szerbia, Nagy-Britannia és Törökország felé is tervbe vette a Társaság a terjeszkedést.” Ennek megvalósításához az állandó osztalékkifizetés és az „eltűnt” közel fél milliárd forint a vállalkozásból nem fog érdemben hozzájárulni. Ezen felül nehéz sikeres fókuszstratégiaként elképzelni egy

250-300 millió lakosú célpiacot megcélzó, Közép-Európából minden irányba mutató nemzetközi terjeszkedést, főleg úgy, hogy eddig az árbevétel 2%-a érkezett a szlovén piacot megcélzó exportértékesítésből, tehát tapasztalattal sem igazán bírtak.

- Eladott áruk beszerzési értéke 74 millió Ft-tal több ment el rá, mint tavaly, és a mérleg szerint 60 millió forinttal több áll áruban. Erről azt írják, hogy a webshop árukészlet feltöltése miatt van. Egy rendkívül jó szándékú 1000 forintos ételadag beszerzési árral számolva ez azt jelenti, hogy nagyságrendileg 60.000 adag ételt tárolnak valahol. Ez az értékesítési árbevétel alapján alsó hangon egyhavi értékesítés (de inkább kettő). Tehát egy átlagos sorsú ételadag legalább egy teljes hónapon át rostokol Norbiék raktáraiban, mielőtt valaki megenné. Mivel a mérlegben „Áru” soron szerepel, tehát ez már értékesíthető készáru, nem alapanyag. Vajon tényleg nem lehetett elkerülni, hogy így megnőjön az árukészlet, és lecsökkenjen a készlet forgási sebesség?
- Bérekre is 90 millióval több ment el (majdnem a duplájára nőtt) tavalyhoz képest, de a létszámról nem derül ki semmi, csak annyi, hogy nőtt. A létszám márpedig az éves beszámolók kötelező alaki kelléke.
- Egyéb ráfordítások: (igazi freestyle sor a könyvelésben) 15-ről 175 millióra nőttek, az üzleti jelentésben egy szó sincs róla, hogy miért, és hogy mi a pontos tartalmuk.

Az esettanulmányban is olvashattuk, hogy az MNB több alkalommal megbüntette a vállalkozást, amiért az nem tett eleget a részvényesek felé való tájékoztatási kötelezettségének. Továbbá, egyik kisztrészesről sem várható el, hogy saját maga keresse meg a vállalkozás Beszámolóját, elemezze és értelmezze az abban szereplő adatokat. Éppen ezért a fenti problémák, kockázati tényezők sok kisztrészes számára csupán akkor váltak ismertté, amikor azok hatása már kézzelfoghatóvá vált a részvények piaci árának zuhanása kapcsán.