

Dr Sápi-Duduk Ildikó¹ – Dr Csugány Julianna²

A magyar tulajdonú cégek vállalati értékfejlődése – 1. rész

A vállalatértékelési teljesítményindex elméleti és módszertani alapjai

ÖSSZEFOGLALÁS

A vállalatértékelés kulcsfontosságú a modern üzleti környezetben, mert a befektetők és a vezetők számára világos megértést biztosít a cég gazdasági helyzetéről és versenyképességéről. A magyar tulajdonú vállalatok esetében különösen fontos annak megértése, hogy milyen mutatószámok segítik a vállalatok értékfejlődésének feltérképezését. Ez a cikk bemutatja a mutatószám-vezérelt vállalatértékelési szemléletet és segít a vállalatok valódi értékének megértésében, és alapot teremt további empirikus elemzésekhez. A helyzetelemzés kiindulási alapul szolgálhat a befektetők és a vállalati vezetők számára üzleti döntéseik meghozatalában. A tanulmány elkészítését az idevonatkozó szakirodalom összefoglalásának módszere támogatta.

Kulcsszavak: vállalati versenyképesség, vállalatértékelési teljesítményindex, pénzügyi mutatószámok

JEL-kódok: M21, G11, G32, G41

BEVEZETÉS

A globális gazdaságban a vállalatok azon képessége, hogy vállalati értéket teremtsenek és fenntartsanak, a versenyképesség és a hosszú távú siker meghatározó tényezőjévé vált. Az értékfejlődés dinamikájának megértése a globális gazdasági versenyben való sikeres helytálláshoz elengedhetetlen. A cikk témájának, így a vállalati értékteremtés vizsgálatának relevanciáját a pénzügyi stabilitás hozzájárulása a vállalati rezilienciához teremti meg, mert napjaink vizsgálati kérdései gyakran kapcsolhatóak a Covid világjárványhoz, háborús és természeti katasztrófák okozta krízishelyzetekhez. A vállalatértékelés elméleti megalapozása és a hozzá kapcsolódó pénzügyi mutatószámok értelmezése nélkülözhetetlen annak megértéséhez, hogy a vállalatok milyen tényezők mentén képesek fenntartható értéket teremteni. A tanulmány szekunder kutatás keretében feltárja és összefoglalja a vállalatértékelés klasszikus és modern irányzatait. A vizsgálat fő célja egy olyan vállalat értékelési teljesítmény index létrehozása, amely hozzájárul és egyben elméleti keret biztosít empirikus vizsgálatok módszertani megalapozá-

sához, amelyek fő célja a vállalati érték fogalmának komplex, többdimenziós értelmezése.

A VÁLLALATÉRTÉKELÉS MÓDSZEREK ÉS SZEMLELETVÁLTOZÁSOK

A vállalatértékelés kezdeti időszakában, 1945 és 1973 között a befektetők és elemzők körében a tőkepiaci kontextusban két elemzési módszer alakult ki, a technikai elemzés és a fundamentális elemzés. A technikai elemzők a részvények árfolyamának mozgását és a piaci trendeket vizsgálták, a cél a rövid távú áringadozások kihasználása, vagy a hosszú távú növekedési lehetőségek azonosítása. A technikai elemzők különböző grafikonok, trendek és minták segítségével vizsgálták a befektetés értékének alakulását rövid távon. A fundamentális elemzés célja, hogy a vállalat működését, pénzügyi helyzetét és hosszú távú kilátásait megértse, segítsen a befektetőknek megérteni, hogy egy vállalat pénzügyi helyzete mennyire erős, milyen növekedési kilátásai vannak, milyen a piaci helyzete, milyenek a működési kilátásai. A fundamentális elemzés fókusza és célja széleskörű, és nem minden esetben jelentett konkrét pénzügyi értékmeghatározást. A modern és új dimenziójú vállalatértékelési időszakban, 1974 és 2006 között a fundamentális elemzés keretein belül két új vállalat értékelési módszer jött létre, a fundamentális értékelés és a relatív értékelés, amelyek kifinomultabbá tették a vállalat értékének meghatározását. A relatív értékelés, egy piaci érték típusú megközelítés, amely lehetővé tette a vállalatok gyors összehasonlítását más cégekkel vagy iparági átlagokkal, olyan mutatószámokat használ, mint például az árfolyam/nyereség (P/E), a vállalati érték/adózás, kamatok és amortizáció előtti eredmény (EV/EBITDA) vagy ár/könyv szerinti érték (P/B) arány. A fundamentális értékelés, más néven belső, vagy pénzügyi alapokon való értékelés, a vállalat értékét jellemzően diszkontált cash flow (DCF) modellel használva állapítja meg. A fundamentális vállalatértékelési módszer magában foglalja azon jövőbeli cash flow-k jelenértékének becslését, amelyeket a vállalat várhatóan generál. Míg az értékelés egy adott időpontban meghatározza a vállalat pénzügyi értékét, a fundamentális elemzés szélesebb perspektívát kínál, és különböző célokat szolgálhat, például befektetési döntések támogatását vagy hitelezési kockázatok felmérését. A fundamentális értékelés a pénztermelő képesség mellett a vállalat belső tulajdonságaira összpontosít, például növekedési kilátásaira, kockázataira és jövedelmezőségére, a nemlátható vagyoni elemekre, mint a vezetés minősége, szabadalmi jogok,

¹ Adjunktus, Eszterházy Károly Katolikus Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar, 3300 Eger, Egészség ház u.4., duduk.ildiko@uni-eszterhazy.hu

² Docens, Eszterházy Károly Katolikus Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar, 3300 Eger, Egészség ház u.4., csugany.julianna@uni-eszterhazy.hu

szellemi tőke. A diszkontált cash flow (DCF) elemzés szerepe előtérbe került, mint átfogó módszer a jövőbeli pénzügyi teljesítmény előrejelzésére és a pénz időértékének számbavételére, amit azt jelentette, hogy az elemzők felmérték a jövőbeli pénzáramlásokat, és visszaértékelték jelenértékükre. A szisztematikus kockázat értékelésére olyan eszközöket használtak, mint a béta, amelyet a Capital Asset Pricing Model-ben használnak. Ebben az időszakban egyre gyakrabban kerültek alkalmazásra az olyan arányszámok, mint például a befektetés megtérülése (ROI) és a hozzáadott gazdasági érték (EVA) szabványossá váltak. 2007-től napjainkig a vállalatok versenyképességének növekedése arra készítette az elemzőket, hogy a látható eszközök mellett a vállalati kompetenciákat is figyelembe vegyék, miközben a nem látható javak becslésére is hangsúlyt fektettek, például a szellemi tulajdonra, a márkaértékre, az ügyfelek hűségére és a szervezeti kultúrára. A napjainkra kialakult vállalatértékelési módszerek és eljárások sokaságában még mindig a pénzügyi beszámolókból nyerhető nyilvános, valós és megbízható információk teremtik meg a legbiztosabb alapot vállalatértékelési elemzésekhez, de fontossá váltak a fenntarthatóság, az innovációs kapacitás és az ESG (Environmental, Social, and Governance) kritériumok is (Arnold 2011; Damodoran 2010; Takács 2015; Damodoran 2018).

VÁLLALATI TELJESÍTMÉNY MÉRÉSE ÉS VÁLLALATI ÉRTÉK MEGÁLLAPÍTÁSA

A vállalati teljesítmény mérése és a vállalati érték megállapítása egy többdimenziós értékelési rendszer, különböző pénzügyi és nem pénzügyi mutatók kombinációja. A vállalati teljesítmény mérése nyomon követi a teljesítménymérési megközelítések időbeli fejlődését a hagyományos pénzügyi mérőszámoktól a modern, tágabb keretekig, így a vizsgálatok tartalmazhatnak pénzügyi modelleket, nem pénzügyi modelleket, és integrált keretrendszereket (mint például a Balanced Scorecard), amelyek egyesítik a pénzügyi és nem pénzügyi perspektívákat. Az ilyen holisztikus megközelítésnek a lényege abban rejlik, hogy magában foglalja az olyan nem látható vagyoni tényezőket, mint az innováció, a márkaérték és a szervezeti kultúra. Ez a megközelítés kritikus fontosságú a vállalat valódi értékének és potenciáljának megértéséhez. Az integrált teljesítménymérési rendszerek alkalmazásának a korlátja az adatokhoz való hozzáfutásban van, amelyek általában üzleti titkok tárgyát képezik, ezért nem nyilvános információk (Taouab-Issor 2019).

A relatív vállalatértékelés során a jövedelmezőség és a Cash Flow mutatószámok kulcsfontosságú mérőszámokká váltak, mivel képesek betekintést nyújtani a cég működési hatékonyságába és pénzügyi helyzetébe. A jövedelmezőség segít meghatározni, hogy a vállalat mennyire termel bevételt erőforrásaikhoz képest, jelzi a versenyképes pozicionálást és értékteremtő képességeket. A Cash Flow Margin rávilágít a vállalat azon képességére, hogy az értékesítést készpénzzé alakítsa, ami kritikus fontosságú a likviditás és a fenntarthatóság megértéséhez, különösen gazdasági bizonytalanság esetén. Ezen mutatók beépítésével az elemzők jobban fel tudják mérni a vállalat képességét a működés fenntartására, a növekedésbe való újra befektetésre és a pénzügyi kihívások átvészelésére, és átfogó értékelési perspektívát kínálnak, amely integrálja a hagyományos és modern módszereket. A működési cash flow döntő fontosságú, a vállalat pénztermelő képességét mutatják, amelyek fedezetet adnak a biztonságos működéshez. A pénztermelő képességet a befektetési és finanszíro-

zási cash flow mutatja, ezért fontos a hatékony készpénzkezelési stratégia a vállalatok életében. A jövedelmezőség közvetlenül hat a cash flowra, mivel a magasabb jövedelmezőség több készpénzt eredményezhet a vállalat számára. Azonban a kapcsolat nem mindig egyértelmű, mivel a cash flow-t más tényezők, például a forgótőke változása, tőkeberuházások vagy a pénzügyi tevékenységek is befolyásolják. A hatékony cash flow-menedzsment nemcsak a likviditást, hanem a hosszú távú pénzügyi teljesítményt és fenntarthatóságot is támogatja. A rossz cash flow kezelés pedig zavarokhoz vezethet a működésben, még azoknál a cégeknél is, amelyek bevételi vagy jövedelmezőségi mutatói erősek. A jobb cash flow kezelési gyakorlattal rendelkező cégek általában jobb pénzügyi teljesítményt mutatnak, a jövedelmezőség, az eszközarányos megtérülés és a fizetőképességi mutatók alapján mérve. A vevőktől származó, és a beszállítók, alkalmazottak és hitelezők felé irányuló pénzáramlások megfelelő összehangolása a siker kulcsfontosságú tényezője.

A vállalatvezetésnek előnyben kell részesítenie a cash flow tervezést, így például nagyobb hangsúlyt kell helyezniük a készletekre, a hitelfeltételekre és tőkebefektetésekre vonatkozó stratégiai döntések pénzáramlásra gyakorolt hatására. A pénzügyi stratégiák, a működési folyamatok összehangolása a pénzügyi célokkal, például a forgótőke-szükséglet csökkentése nélkülözhetetlen a hosszú távú teljesítmény fenntartásához. A hatékony cash flow-menedzsment támogatja a rugalmasságot, stabilitást és jövedelmezőséget, különösen a tőkeintenzív iparágakban (Kroes-Mankikas 2014). A pénzforgalmi problémák negatívan befolyásolják a beszállítókkal és az alvállalkozókkal fenntartott vállalkozói kapcsolatokat, és tovagyűrűző hatást váltanak ki az egész ellátási láncban. A pénzforgalom kezelésének legjobb gyakorlatai a rendszeres cash flow előrejelzés és frissítés a projekt életciklusa során, amely segít a kockázatok előrejelzésében és mérséklésében. A különféle finanszírozási lehetőségek, például a tőke és a hosszabb lejáratú kölcsönök kombinációja biztosítja a pénzügyi stabilitást. A projektmenedzsment szoftverek és a cash flow menedzsment eszközök használata jelentősen javítja a költségvetés és az előrejelzés pontosságát. Az átlátható fizetési gyakorlat ösztönzése és az ügyfelek fizetési határidőire vonatkozó szigorúbb szabályozás javíthatja a vállalkozók pénzforgalmi megbízhatóságát (Shash-Qarra 2018). Az operatív Cash Flow a pénztermelő képességet, de kiegészítve a beruházási Cash Flow-val, vagy a Befektetési Cash Flow-val, a pénztermelő képességet mutatja, ezért a Cash Flow kategóriák külön bemutatása mélyebb információt ad a befektetők számára (Jiang-Kanodia-Zhang 2023).

A Cash Flow és jövedelmezőség átfogó képet mutat egy vállalat pénzügyi helyzetéről, mivel ezek kiegészítik egymást a teljesítmény különböző aspektusainak feltárásában. A jövedelmezőségi mutatók betekintést nyújtanak a vállalat azon képességébe, hogy a vállalat egy adott időszakon belüli tevékenysége alapján nyereséget termeljen. A befektetőknek és az elemzőknek nem szabad kizárólag a jövedelmezőséget, vagy a cash flow mutatókra hagyatkozniuk. A cash flow és a jövedelmezőségi mutatók együttes alkalmazása célszerű, mert az együttes perspektíva árnyalt elemzése jobb betekintést nyújt a vállalat pénzügyi helyzetébe és jövőbeli potenciáljába (Nissim 2023). A magas jövedelmezőségű vállalatok likviditási válsággal szembesülhetnek, ha nem tudják készpénzre váltani a nyereséget. Ezzel szemben a szerény jövedelmezőségű vállalatok a kintlévőségek, kötelezettségek és műveletek hatékony kezelésével erős cash flow-t

tarthatnak fenn. A jövedelmezőségi mutatók pénzforgalmi mutatókkal való kombinálása átfogóbb képet ad a pénzügyi teljesítményről és a rugalmasságról, ezért a jövedelmezőség és a Cash Flow Margin között pozitív kapcsolat mutatható ki (Das, 2019). A kapcsolat szorosságára rámutatott a Covid Világjárvány is, ugyanis a világjárvány alatt sok vállalat jövedelmezősége csökkent, és ezzel együtt a Cash Flow Margin értéke is. A két mutató együttes vizsgálatához célszerű további változókat bevonni egy átfogó vállalatértékelés során (Alhshak-Chaidir 2024). A hagyományos mutatók a jövedelmezőség és a tőkeszerkezet értékelése szempontjából kiemelten jelentős, míg a cash flow mutatók mélyebb betekintést nyújtanak a likviditásba, a pénztermelő képességbe és a működési fenntarthatóságba. Ezen eszközök kombinálása átfogóbb és pontosabb vállalatértékelést tesz lehetővé (Suborna-Saha 2024). A relatív vállalatértékelés hídként szolgál a pénzügyi teljesítmény és a piaci megítélés között, lehetővé téve az azonos iparágon belüli vállalatok összehasonlítását. A pénzügyi teljesítmény mérőszámai, mint például a jövedelmezőség, a hatékonyság és a likviditás közvetlenül befolyásolják az értékelési többszöröket, mint például az árfolyam/nyereség (P/E) vagy az EV/ EBITDA. Az erős pénzügyi teljesítménnyel rendelkező társaságok jellemzően magasabb értékelési szorzókkal rendelkeznek, ami a befektetők bizalmát tükrözi abban, hogy fenntartható hozamot termel. Ezzel szemben a gyengébb teljesítménymutatók gyakran alacsonyabb értékeléshez vezetnek, ami potenciális hatékonysági hiányosságokat vagy kockázatokat jelez az iparági társaikhoz képest. A pénzügyi teljesítmény és a relatív értékelés összekapcsolásával a vállalatok és a befektetők felmérhetik, hogy egy cég túl- vagy alulértékelt-e az alapvető erősségeihez és gyengeségeihez képest. A pénzügyi teljesítmény, amelyet olyan mérőszámokkal mérnek, mint a jövedelmezőség, a pénzforgalom és a befektetés megtérülése, számszerűsíti az üzleti műveletek gazdasági eredményeit. Ezek a dimenziók együttesen befolyásolják a cégértékelést, a piac értékelését a vállalkozás értékéről. Az üzleti teljesítmény elsősorban KPI (Key Performance Indicators), kulcs teljesítmény mutatók segítségével mérhető, mivel ezek a mutatók a vállalat versenyképességének szempontjainak nyomon követését szolgálják. Ezek a kulcs teljesítménymutatók magukban foglalják a termelési hatékonyságot, a vevői elégedettséget, a piaci részesedést, az innovációs arányt vagy a működési agilitást, és még számos más tényezőt a vállalat tevékenységének függvényében. A pénzügyi teljesítményt viszont olyan pénzügyi mutatókon keresztül határozzák meg, amelyek eredendően kötődnek a vállalat gazdasági jellemzőihez, például a költségstruktúrákhoz, a bevételtermelő kapacitáshoz és a pénzügyi kockázati profilhoz. Ezek a kulcs teljesítmény mutatók kvantitatív pillanatképet adnak a vállalat gazdasági eredményeiről, valamint arról, hogy képes-e fenntartani a működését és értéket adni az érdekelt feleknek. Az üzleti teljesítmény azt tükrözi, hogy egy vállalat mennyire hatékonyan versenyez, míg a pénzügyi teljesítmény azt mutatja meg, hogy milyen hatékonyan fordítja át ezt a versenyt gazdasági sikerre. Mindkét szempont kulcsfontosságú a holisztikus vállalatértékeléshez (Fernandez 2007; Bélyác 2013; Takács 2015; Takács 2021; Tóth 2021; Sunnucks 2022).

A MUTATÓSZÁM-VEZÉRELT VÁLLALATÉRTÉKELÉS JELENTŐSÉGE

A vállalkozói teljesítmény a vállalat sikerének kritikus meghatározója. Felöleli a pénzügyi és nem pénzügyi eredményeket,

tükrözve a vállalat látható vagyonát és nem látható vagyoni elemeit. A vállalkozói teljesítmény mérése kvalitatív és kvantitatív módszerekkel történik. Kvantitatív mutatók a pénzügyi mutatók, a kvalitatív módszerek felmérések, esettanulmányok. A vállalatértékelésben e módszerek kombinálása lehetővé teszi a teljesítmény holisztikus értékelését. A pénzügyi mutatók használata során célszerű különböző típusú mutatók járulnak hozzá a minőségi értékeléshez. A vállalatokat vegyes módszerű, többdimenziós keretrendszer segítségével célszerű értékelni, amely magában foglalja a pénzügyi mutatókat, a növekedési potenciált, valamint a hatás és az innováció minőségi mérőszámait (Subedi 2021). A vállalati értékteremtés dimenziói, az érték holisztikus megközelítése egy üzleti modellben túlmutat a pénzügyi mérőszámokon. Többek között társadalmi, környezeti és kapcsolati szempontokat is tartalmaz. Azáltal, hogy az értéket sokrétű fogalomként kezeli, a cikk kiemeli annak feltárásának fontosságát, hogy a különböző érintettek hogyan érzékelik és tapasztalják az értéket. A vállalati érték a pénzügyi kimutatásokban megjelenő értékeken túl olyan dimenziókat tartalmaznak, mint a vevői érték, szervezeti érték, társadalmi érték, környezeti érték. A vállalati érték magába foglalja a gazdasági, társadalmi, környezeti tényezőket is. A cégértékelés egy gazdasági egység gazdasági értékének meghatározásának folyamata. Ez az értékelés figyelembe veszi mind a tárgyi eszközöket, mint például az ingatlanokat és berendezéseket, mind az immateriális javakat, mint például a márkák, szabadalmak és szellemi tulajdon. Az értékelés célja, hogy méltányos becslést adjon a vállalat értékéről, ami kulcsfontosságú különféle célokra, beleértve a fúziókat és felvásárlásokat, a stratégiai tervezést, a tőkefinanszírozást és a befektetések elemzését (Salum-Rodrigues-Lopes 2019). A külső értékelések túlnyomórészt nyilvánosan pénzügyi kimutatásokra és tőzsdei jelentésekre tudnak támaszkodni, amelyek betekintést nyújtanak a jövedelmezőségbe, a likviditásba, a fizetőképességbe és a pénzáramlásba, és számszerűsíthető mérőszámot kínálnak a vállalat gazdasági eredményeiről, amely lehetővé teszi a vállalatértékelést (Rappaport 2003; Damodaran 2009; Brealey-Myers 2011; Takács 2021; Váradi 2024).

A vállalatértékelés speciális módszerei, modelljei, elemzési technikái elméleti alapjaik és alkalmazásai alapján csoportosíthatók, mivel az értékelést különböző nézőpontokból közelíti meg, így létrejött jövedelem alapú, eszköz alapú, piaci alapú, opció alapú, iparági-specifikus megközelítések. Mindegyik megközelítés önmagában is értékes, és a választást az értékelt vállalat konkrét körülményei, az értékelés célja és az adatok elérhetősége, a vállalat tevékenysége, felépítése, működési területének stabilitása, és számos egyedi jellemzői határozza meg (Copeland-Koller-Murrin 1999; Takács 2015; Koller-Goedhart-Wessels 2020; Takács 2021). A mutatószám vezérelt vállalatértékelés során a pénzügyi mutatószámok, az arányszámok lehetővé teszik azonos iparágon belüli vállalatok, vagy különböző iparágakban jelenlévő szektorok közötti összehasonlítást. Ezek az értékelési mutatók kiemelik a pénzügyi teljesítmény bizonyos szempontjait, így például a jövedelmezőséget és pénztermelő képességet. Az arány vezérelt vállalatértékelés hátrányainál azonban meg kell említeni a mutatószámok korlátait is, mert ezek múltbeli pénzügyi teljesítményen alapulnak, amelyek nem feltétlenül tükrözik pontosan a jövőbeli növekedési potenciált, kockázatokat, vagy piaci feltételeket. Az arányok gyakran nem elegendőek ahhoz, hogy megmagyarázzák, miért térnek el

bizonyos mutatók az iparági normáktól. Az arányok összefüggéseinek és korlátaik megértése kritikus fontosságú a megalapozott befektetési, vagy üzleti döntések meghozatalához (Sunnucks 2022). A vállalati érték megállapítása a felgyorsult gazdasági versenyben egyre kiemeltebb figyelmet kap. Az elemzések során a vállalati érték meghatározása történhet egy lezárt időszakra vonatkozóan, relatív szorzószámos módszerrel, amely gyakorlati megközelítést jelent néhány pénzügyi mutatószámokon keresztül. A relatív piaci értékelési megközelítés több dimenzióban értékeli a vállalatokat mutató alapú, teljesítmény-fókuszú módszerek segítségével. A tőke- és eszközalapú jövedelmezőségi mutatók és a bevételalapú mérőszámok a vállalat teljesítményének különböző aspektusait mérik. Az előbbi arra fókuszál, hogy egy vállalat mennyire hatékonyan hasznosítja tőkéjét és eszközeit, míg az utóbbi az értékesítési folyamatok jövedelmezőségét méri fel. A Cash Flow Margin a működési pénzáram és az árbevétel hányadosa, ezért a vállalat pénztermelő képességét mutatja be, amely azt mutatja meg, hogy a vállalat a folyamatos üzleti tevékenységből mennyi készpénzt képes előállítani. Ez a mutató nem vizsgálja a vállalat pénztermelő képességét, amely egy tágabb kategória, és befektetésből és finanszírozásból származó pénzáramra, a szabad cash flow készpénzszintet mutatja. Ezért több vállalat összehasonlításában, rangsorolásában, hogy melyikük működik a leginkább jövedelmezően az alaptevékenység tekintetében, akkor helyesebb a pénztermelő képességet vizsgálni (Damodaran 2015; Gowda-Chinnappa 2019).

A Cash Flow Margin mutató pedig a vállalatok pénztermelő képességét mutatják, amely fedezet ad a pénzügyi stabilitásra, így a vállalat működtetésére és a további beruházásokra, befektetésekre. A pénzügyi mutatók csoportosítása olyan strukturált keretet hoz létre, amely leegyszerűsíti az elemzést, javítja az összehasonlíthatóságot, és biztosítja a pénzügyi teljesítmény értelmezésének stratégiaibb megközelítését. A pénzügyi mutatók gyakran kölcsönhatásba lépnek egymással, és csoportos elemzésük segít megragadni ezeket a kölcsönös függőségeket. A döntéshozók ezekből az egyszerűsített pénzügyi betekintésből gyorsabban tudnak döntéseket hozni, ha az elemzők a mutatókat logikusan csoportosítják. A pénzügyi mutatók csoportosítása javítja a pénzügyi elemzést azáltal, hogy javítja az átláthatóságot, csökkenti a bonyolultságot, és mélyebb betekintést enged. Különösen hasznos a vállalati pénzügyekben, befektetési elemzésekben és kockázatértékelésben, így elemzők, befektetők és üzleti vezetők számára elengedhetetlen gyakorlattá válik (Boda-Szlávik 2005; Bodie-Merton-Cleeton 2011; Sápi-Duduk 2024).

A tőke- és eszköz alapú jövedelmezőségi mutatók közé tartozik a ROE, ROA, ROCE, melyek azt vizsgálják, hogy a vállalat milyen hatékonyan használja a rendelkezésre álló tőkét és eszközöket a nyereség elérése érdekében. A ROE (Return on Equity) azt méri, hogy egy vállalat milyen hatékonyan termel adózás előtti nyereséget a saját tőkéből. A magasabb ROE azt sugallja, hogy a vállalat hatékonyan használja fel saját tőkéjét nyereségtermelésre, hogy értéket teremtsen a részvényesek számára. A magas ROE-t azonban néha a magas tőkeáttétel is előidézheti, ezért azt adósságmegfontolásokkal kell egyensúlyba hozni. ROCE (Return on Capital Employed) azt a hozamot méri, amelyet a vállalat az általa alkalmazott összes tőkéből (adósság és saját tőke) termel. Ez azt tükrözi, hogy a vállalat mennyire hatékonyan használja fel a saját tőkét és az adósságot is az adózás előtti nyereség termelésére. A ROCE kritikus

fontosságú annak bemutatásában, hogy a vállalat megfelelően használja-e fel befektetett tőkéjét, és a magasabb ROCE pozitívan korrelál a jövedelmezőséggel, különösen a tőkeintenzív iparágakban. ROA (Return on Assets) azt jelzi, hogy egy vállalat mennyire jövedelmező az összes eszközhöz viszonyítva. Ez a mérőszám betekintést nyújt abba, hogy a vállalat eszközeit milyen hatékonyan használják fel bevételsszerzésre. A magasabb ROA azt sugallja, hogy a vállalat jól használja fel eszközeit a nyereség eléréséhez, és a működési hatékonyságot közvetlenül az adózás előtti nyereségességhez kapcsolja. Ezek a mutatók közvetlen összefüggést tükröznek a vállalat tőke- vagy eszközkezelési hatékonysága és általános jövedelmezősége között. A jobb hatékonyság általában magasabb jövedelmezőséget eredményez, különösen akkor, ha a megtérülés egyensúlyban van a felhasznált tőkével, vagy a felhasznált eszközökkel. A jövedelmezőségi mutatók azt mérik, hogy egy vállalat mekkora adózás előtti nyereséget termel működéséből. Az adózás előtti eredmény, mivel nem tartalmazza az adózás által befolyásolt tételeket, iparági vizsgálat során jobb összehasonlíthatóságot tesz lehetővé (Sinkovics 2007; Brealey-Myers 2011; Béhm-Bárczi-Zéman 2016; Bárczi, 2017; Zéman-Béhm 2017; Tóth 2021).

A bevétel alapú jövedelmezőségi mutatók közé tartozik az EBIT margin, az EBITDA margin és a Profit margin, amelyek a működési eredményt, vagy az adózott eredményt az árbevételhez, vagyis a működési jövedelemhez viszonyítják. Főként a vállalat tevékenységeinek eredménytermelő képességére koncentrálnak. A bevétel alapú jövedelmezőségi mutatók azt mérik, hogy a vállalat mennyire képes nyereséget termelni a bevételéhez viszonyítva. EBITDA ráta a vállalat működési jövedelmezőségét jelzi, a magasabb EBITDA ráta jobb jövedelmezőséget jelez, ami hatékony költségkontrollra és erős működési teljesítményre utal. EBIT Margin ráta egy lépéssel tovább megy az EBITDA mutatónál, mivel az értéksökkenést és amortizációt is figyelembe veszi. Ez tükrözi a vállalat jövedelmezőségét e költségek elszámolása után, de kamat és adók előtt. A magasabb EBIT ráta jobb működési jövedelmezőséget jelez, és jobb költséggazdálkodást jelez, tükrözve a működési hatékonyságot. A Profit Margin az adózott nettó bevételi ráta, amely világos képet ad a vállalat általános jövedelmezőségéről. A magas haszonkulcs azt sugallja, hogy a vállalat bevételeihez képest jól kezeli a kiadásait, és az összes költség elszámolása után az árbevételt hatékonyan profitra fordítja (Brealey-Myers 2011; Zéman-Béhm 2017; Tóth 2021). A Cash Flow Margin mutató hasznos a különböző iparágakban működő vállalatok összehasonlítására. A magasabb cash flow-hányad azt jelzi, hogy lehetőség van a további növekedésre. Az alacsonyabb százalékarány arra utal, hogy a működés külső finanszírozást igényel. A Cash Flow Margin azt mutatja, hogy a vállalat bevételeinek mekkora része válik pénzárammá. Betekintést nyújt a vállalat azon képességébe, hogy elegendő készpénzt termeljen a műveletek finanszírozásához, osztalékfizetéshez és a növekedésbe való befektetéshez. A magasabb CF ráta erős cash flow-hatékonyságot sugall, ami azt jelenti, hogy a vállalat bevételeit hatékonyan készpénzre váltja, ami kulcsfontosságú a jövedelmezőség fenntartásához. A pénzáramlás hatékonysága közvetlenül összefügg a jövedelmezőséggel, mivel egy erős cash flow-t generáló vállalat képes fenntartani működését, újra befektetni a növekedésbe, és osztalékot folyósítani anélkül, hogy túlzottan külső finanszírozásra támaszkodna. A hatékony cash flow menedzsment biztosítja, hogy a vállalat jövedelmezőségét a likvidi-

tás támogassa, lehetővé téve a vállalat számára, hogy átvészelve a pénzügyi ingadozásokat (Sinkovics 2007; Damodaran 2018); Takács,2021).

KÖVETKEZTETÉSEK

A vállalatértékelés napjaink egyik legfontosabb vezetői döntéstámogató eszköze, amely a tulajdonosi érték maximalizálásán keresztül hat a versenyképességre. Az elmúlt évtizedekben számos elméleti megalapozás kapcsán a vállalatértékelés a gazdaságtudományok interdiszciplináris területévé vált. A cikk módszertanilag rendszerezi és strukturálja a vállalatértékeléshez használt mutatókat, így azok összehangolt értelmezését és összehasonlíthatóság lapot nyújt az iparági szintű elemzésekhez, klaszterezéshez és trendvizsgálatokhoz is. Az 1. táblázat a szerzők által létrehozott Vállalatértékelési Teljesítményindex elemeit mutatja be, feltüntetve a vizsgálat során alkalmazott pénzügyi teljesítményméréssel kapcsolatos mutatószámok csoportosítását, illetve kiszámítási módját. A teljesítményindex hozzájárul a vállalati értékteremtés objektív méréséhez, és alapot nyújt iparági szintű elemzésekhez, klaszterezéshez és trendvizsgálatokhoz.

1. táblázat: Vállalatértékelési Teljesítményindex

Pénzügyi mutatószám	A mutató elnevezése	A mutató kiszámítási módja
Tőke- és eszköz alapú jövedelmezőség mutatók		
ROE %	Saját tőke arányos adózás előtti eredmény	(Adózás előtti eredmény/Saját tőke)*100
ROCE %	Befektetett tőke arányos adózás előtti eredmény	((Adózás előtti eredmény/(Saját tőke+Hosszúlejratú kötelezettségek))*100
ROA %	Eszköz arányos adózás előtti eredmény	(Adózás előtti eredmény/Összes eszköz)*100
Bevétel alapú jövedelmezőségi mutatók		
EBITDA margin %	EBITDA arány	(EBITDA/Árbevétel)*100
EBIT margin %	EBIT arány	(EBIT/Árbevétel)*100
Profit margin %	Bevétel arányos adózott eredmény	(Adózott eredmény/Árbevétel)*100
Cash Flow alapú mutató		
CF Margin %	Cash Flow/Operating Revenue	(Cash Flow/Árbevétel)*100

Forrás: Fernandez (2007), Brealey-Myers (2011), Zéman-Béhm (2017), Takács (2021) alapján saját szerkesztés

IRODALMI FELDOLGOZÁS

ARNOLD, G. (2011): Lessons on investing from master traders (financial times series). The great investors. Pearson, Great Britain. pp 416. ISBN 978-0273743255
 BÁRCZI, J. (2017): Elméleti felvetések és módszertani kapcsolatok a vállalatértékelésben ACTA CAROLUS ROBERTUS (2062-8269 2498-9312): 7 2 pp 5-17 (2017)
 BÉHM, I.– BÁRCZI, J. – ZÉMAN, Z. (2016): A vállalkozási teljesítmény mérésének mutatói és alkalmazásuk. Controller Info, 4(3):27-36.

BÉLYÁ CZ, I. (2013): A befektetések és a tőkepiac. Akadémiai Kiadó, Budapest. pp 152. ISBN 9789630593618.
 BODIE, Z. – KANE, A. – MARCUS, A. (2005): Befektetések. Aula Kiadó. Budapest. pp 1520. ISBN, 9789639585423.
 BODIE, Z. – MERTON, R. C. – CLEETON, D. L. (2011): A pénzügyek közgazdaságtana. Osiris Kiadó, Budapest. pp 628. ISBN 9789632761824
 BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. (2011): Modern Vállalati Pénzügyek. Panem Kiadó, Budapest. pp 1176. ISBN: 9789635455287
 COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J. (1999): Vállalatértékelés, értékmérés és értékmaximáló vállalatvezetés. Panem, Budapest. pp. 552 ISBN: 963545192X
 DAMODARAN, A. (2010): A befektetések értékelése. Panem Kiadó, Budapest. pp 1065. ISBN: 9789635454556
 DAMODARAN, A. (2015): The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses. Addison-Wesley. pp 590. ISBN 978-0137126897
 DAMODARAN, A. (2018): Investment valuation. Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. Published simultaneously in Canada. ISBN: 978-1-119-87105-7 <https://suhaplanner.files.wordpress.com/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>
 DAS, S. (2019): Cash flow ratios and financial performance: A comparative study. Contents lists available at Growing Science Accounting 5(1):1-20. DOI:10.5267/j.ac.2018.6.004.
 FERNANDEZ, P. (2007): Company valuation methods. The most common errors in valuation. IESE Working Paper no 449. <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>
 FORBES: A legértékesebb magyar tulajdonú vállalatok. <https://forbes.hu/uzlet/magyar-100-lista-2023-top-10/>
 JIANG, X. – KANODIA, C. – ZHANG, G. (2023): Reporting of investment expenditure: Should it be aggregated with operating cash flows? The Accounting Review, 98(4): 167–190. doi.org/10.2308/TAR-2019-0287
 KOLLER, T. – GOEDHART, M. – WESSELS, D.(2020): Corporate valuation. Seventh edition. Mckinsey & Company INC. pp. 896. ISBN 978-1119610885
 KROES J. R. – MANKIKAS A. S (2014). Cash flow management and manufacturing firm financial performance. A longitudinal perspective. International Journal of Production Economics. 148. 37-50. DOI: 10.1016/j.ijpe.2013.11.008
 NISSIM, D. (2022): Profitability Analysis. (March 23, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4064824> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4064824>
 RAPPAPORT, A. (2003): A tulajdonosi érték. Alinea Kiadó, Budapest. pp. 228. ISBN: 9638630604
 SALUM, F. A. – RODRIGUES, COLETA, D. P. – LOPES, H. E. G. (2019): The business models' value dimensions: an analytical TOOL. Revista Ibero Americana de Estratégia, 18(3): 438-459. DOI: 10.5585/ijsm.v18i3.2777
 SÁPI-DUDUK, I. (2024): Vállalatértékelési módszerek alkalmazása a magyar tőzsdei kibocsájtók példáin keresztül. Controller Info, 12(3), 9-15. DOI: 10.24387/CI.2024.3.2
 SCHMIDLIN, N. (2014): Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis - A Value Investor's Guide with Real-Life Case Studies. Wiley, USA. pp 272. 978-1118843093

- SHASH A. A. – QARRA A. A. (2018): Cash flow management of construction projects in Saudi Arabia. *Project management Journal*, 49(5): 48-63. DOI:10.1177/8756972818787976
- SINKOVICS, A. (2007): *Költség és pénzügyi kontrolling*. Complex, Budapest. pp. 520. ISBN 9789632249193
- SUBEDI, R. (2021): Entrepreneurial Performance Construct, Its Dimensions, Measures and Issues. *Interdisciplinary Journal of Management and Social Sciences*, 2(1):172-179. DOI:10.3126/ijmss.v2i1.36756
- SUBORNA, B – SAHA, A. K. (2024): Traditional Ratios vs. Cash Flow based Ratios: Which One is Better Performance Indicator? *Advances in Economics and Business*, 3(6): 232 – 251. DOI:10.13189/aeb.2015.030605
- SUNNUCKS, C (2022): *The Company Valuation Playbook: Invest with Confidence*. Lightning Source Inc. pp 230. ISBN 978-1838470814
- TAKÁCS, A. (2015): *Vállalatértékelés a magyar számviteli környezetben*. Perfekt Kiadó, Budapest. pp 200. ISBN: 978-963-394-767-8.
- TAKÁCS, A. (2021): *Modern vállalatértékelés*. Akadémiai Kiadó, Budapest. ISBN: 978 963 454 663 4. DOI: 10.1556/9789634546634
- TAOUAB, O – ISSOR, Z. (2019): Firm Performance: Definition and Measurement Models. *European Scientific Journal* 15(1). DOI:10.19044/esj.2019.v15n1p93
- TÓTH, T. (2021): *Vállalati pénzügyi elemzések*. Akadémiai Kiadó, Budapest. ISBN: 978 963 454 617 7. DOI: 10.1556/9789634546177
- SCITOSVSKI, R. – SABO, K. – MARTINEZ-ÁLVAREZ, F. – UNGAR, S. (2021): *Cluster Analysis and applications*. Springer, Switzerland. pp 281. ISBN 978 3030745516
- ZÉMAN, Z. – BÉHM, I. (2017): *A pénzügyi menedzsment kontroll elemzési eszköztára*. Akadémia Kiadó. Budapest. p. 396. ISBN: 978 963 454 013 7
- INTERNETES FORRÁSOK:**
 Aswhat, Damodaran (2018): *Investment valuation*. <https://suhaplanner.files.wordpress.com/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>