

Dr Sági-Duduk Ildikó¹ – Dr Csugány Julianna²

A magyar tulajdonú cégek vállalati értékfejlődése – 2. rész

Empirikus elemzés iparági megközelítésben

ÖSSZEFOGLALÁS

Az üzleti szervezetek legfontosabb célkitűzése a vállalati érték növelése. Ezért a vállalati értékfejlődés különösen aktuális gazdaságtudományi téma. Jelen kutatás a legértékesebb magyar tulajdonú cégek vállalati értékfejlődését tárja fel a 2018 és 2022 közötti időszakra vonatkozóan, hangsúlyozva a világjárvánnyal szembeni ellenálló képességüket. A tanulmány egy vállalatértékelési teljesítményindex segítségével elemzi a legfontosabb pénzügyi mutatókat, így a saját tőke és az eszközök, valamint a bevétel megtérülését és a pénztermelő képességet. Az elemzés során egy iparági szintű értékelés azonosítja az átlag feletti és az átlag alatt teljesítő szektorokat, míg klaszteranalízis segítségével hatékonyság és jövedelmezőség alapján kategorizálhatók a vállalatok. A helyzetelemzés kiindulópontként szolgálhat a befektetők és a döntéshozók számára, az eredmények betekintést engednek a sikeres vállalatok stratégiáiba.

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. A magyar tulajdonú vállalatok számára, különösen az egyes iparágakon belül, az értékfejlődés dinamikájának megértése nemcsak a helyi piacokon való boldoguláshoz, hanem a szélesebb európai és nemzetközi versenyben való sikeres helytálláshoz is elengedhetetlen. A tanulmány a legértékesebb, pénzügyi stabilitással, kiemelkedő teljesítménnyel, hosszú távú piaci jelenléttel rendelkező vállalatokat vizsgálja, amelyek a vállalati életciklus tekintetében növekedési vagy érettségi szakaszában vannak, így alkalmasak az ágazati különbségek elemzéséhez és annak megértéséhez is, hogy mely ágazatok képesek jelentős értéket teremteni. A kutatás során a vállalatok a pénzügyi beszámolóikban szereplő elsődleges tevékenységek alapján kerültek szektorális besorolásra, hogy a következtetéseket - a nemzetgazdasági

ágazati besorolásával ellentétben - fő tevékenységükkel kapcsolatosan lehessen feltárni. A tanulmány hangsúlyozza, hogy a vállalati érték növelése további innovációra, piaci bővülésre, márkaépítésre, hosszútávú versenyképességre, szervezetfejlesztésre, új termékek bevezetésére, rugalmasságra és ellenállóképességre teremt lehetőséget. A téma relevanciáját a pénzügyi stabilitás hozzájárulása a vállalati rezilienciához teremti meg, mert a vizsgálati időszak a Covid világjárvány és az azt követő fellendülés időszaka. A tanulmány elsődleges célja, hogy átfogó képet adjon a legértékesebb magyar vállalatok pénzügyi helyzetéről és teljesítményének változásáról a vizsgált öt éves időszakban, különös tekintettel a COVID-19 világjárvány hatásaira. A kutatáshoz kapcsolódóan kérdésként megfogalmazható, hogy melyek voltak a legfontosabb pénzügyi teljesítményrendek a legértékesebb magyar tulajdonú cégek körében 2018 és 2022 között, mely iparágak mutattak az átlagon felüli rugalmasságot a jövedelmezőség és a pénzforgalom fenntartása terén, illetve hogyan kapcsolódnak össze ezen tényezők a vállalati értékteremtés során. A kérdésekhez kapcsolódóan az alábbi két hipotézis került megfogalmazásra.

- H1: A vállalatok jövedelmezősége és pénztermelő képessége között pozitív kapcsolat áll fenn, amely azt eredményezi, hogy a magasabb jövedelmezőségű vállalatok nagyobb Cash Flow Marginnal rendelkeznek. Ez a pénzügyi stabilitás a növekvő vállalati érték irányába hat, különösen az iparági sajátosságokat figyelembe véve.
- H2: A jövedelmezőségi és a pénztermelő képesség mutatószámai alapján a vállalatok pénzügyi teljesítménye osztályozható, amely lehetőséget biztosít a vizsgált dimenziók mentén sajátos mintázatok feltárására.

MÓDSZERTAN

A vizsgálat lefolytatását támogatta a szerzők által létrehozott Vállalatértékelési Teljesítményindex (1. táblázat), feltüntetve a vizsgálat során alkalmazott pénzügyi teljesítményméréssel kapcsolatos mutatószámok csoportosítását, illetve kiszámítási módját.

Az ágazatspecifikus rugalmasság a tőke- és eszköz alapú, valamint a bevétel alapú jövedelmezőség és a pénztermelő képesség mérőszámainak segítségével vizsgálható. Leíró statisztikai módszerekkel elemezhetők a szektorális teljesítmények, nem-paraméteres próbával azonosítva a szektorális különbségeket. Klaszterelemzés segítségével a vizsgálatba vont vállalatok csoportosíthatók a pénzügyi mérőszámok különböző dimenziói-

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

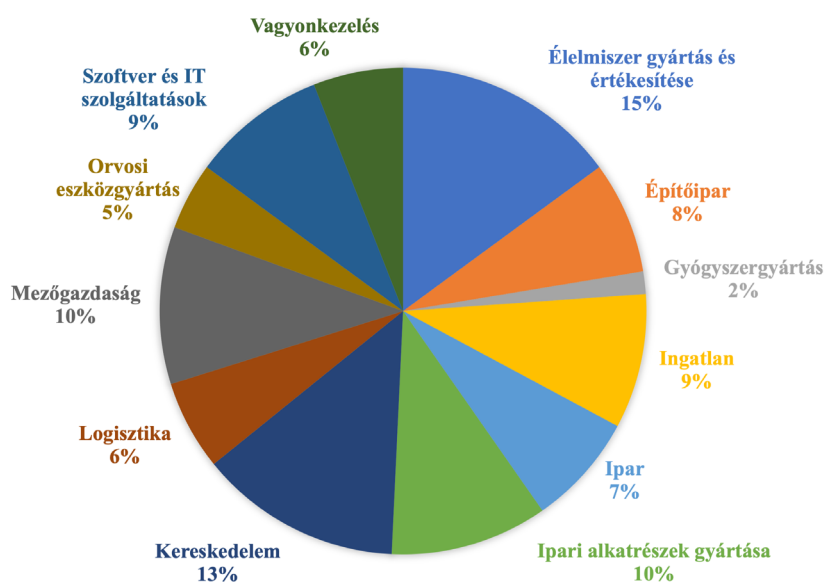
ban. Az elemzés esettanulmányként szolgálhat a befektetők, vállalatvezetők számára, de hasznos áttekintést nyújt az üzleti képzésekhez, bemutatva a pénzügyi teljesítményértékelés gyakorlati alkalmazását.

Az iparági teljesítmények jövedelmezőségi és pénztermelési összefüggéseinek elemzése

A magyarországi Forbes magazin évről évre bemutatja a legértékesebb magyar tulajdonú vállalatokat, ezért a kutatási kérdések és hipotézisek megválaszolásához kiindulópontként szolgált az adatbázis összeállításához. A mintába olyan 67 nyereségesen működő magyar tulajdonú vállalat került, amelyek nem szerteágazó tevékenységgel rendelkeznek a megfelelő szektorális elemzés érdekében. Az egyértelmű fókusz megőrzése miatt csak 100%-ban magyar tulajdonú cégek kerültek bele a mintába, hogy a vizsgálat a teljes egészében hazai érdekeltek által irányított cégekre irányuljon. A jövedelmezőség és a pénztermelő képesség kulcsfontosságú kiválasztási kritérium volt, amely az értékelés során megmutatja a szervezetek pénzügyi egészségét és életképességét. Nyilvánosan hozzáférhető és megbízható pénzügyi adatokkal rendelkező cégek pénzügyi információi kerültek az adatbázisba, ami lehetővé tette a szükséges pénzügyi mutatószámok kiszámítását és statisztikai elemzését. A kutatás során meghatározásra került a 2018 és 2022 közötti pénzügyi beszámolók adatainak segítségével a vállalatok vizsgált öt évre jellemző átlagos pénzügyi teljesítménye.

A vállalatok pénzügyi teljesítményének szektorális sajátosságai

Az ágazati elemzések betekintést nyújtanak az egyes iparágak teljesítményébe, trendjeibe és dinamikájába, lehetővé téve az érdekeltek számára, hogy megalapozott döntéseket hozzanak. A szektorális elemzések elengedhetetlenek a befektetők, a dön-



1. ábra: A vizsgált vállalatok szektorális megoszlása

Forrás: saját szerkesztés a Forbes információ alapján

téshozók és a vállalati stratégiák számára (Balaton-Hortoványi 2018). A tanulmány 67 nyereségesen működő vállalat teljesítményét elemzi szektorális összehasonlításban, kiemelve, hogy mely iparágak teljesítenek az átlag felett, illetve alatt. A vizsgált vállalatok működése 12 szektort érint, a mintaelemek megoszlása az 1. ábrán látható.

Az elemzés az elmúlt évek (2018-2022) pénzügyi adatain alapul, kizárva az egyedi, rendkívül diverzifikált tevékenységű vállalatokat. A szektorális összehasonlítás során vizsgálatra kerül, hogy mely vállalatok felelnek meg az átlagos iparági teljesítménynek, és melyek haladják meg azt. A mintába került vállalatok a vizsgált mutatószámok tekintetében Kolmogorov-Smirnov próbával tesztelve nem mutatnak normális eloszlást, ezért Kruskal-Wallis próba segítségével lehet vizsgálni, hogy mely mutatók tekintetében mutatható ki szignifikáns külön-

ség az egyes szektorok vizsgált vállalatai között. A próba alapján megállapítható, hogy a profit margin ($p=0,002$), az EBITDA margin ($p=0,000$), az EBIT margin ($p=0,001$) és a Cash Flow margin ($p=0,001$) tekintetében van szignifikáns különbség a szektorok között, az adózott eredmény alapú mutatók tekintetében azonban nincs (a ROE esetében $p=0,103$, a ROCE esetén $p=0,131$, a ROA esetében pedig $p=0,246$). Az elemzés alapján levonható az a következtetés, hogy az egyes szektorok között a jövedelmezőségi és a cash flow alapú mutatók vonatkozásában mutatható ki szignifikáns különbség, a hatékonysági mutatók tekintetében azonban a vizsgálat tárgyát képező, jól teljesítő hazai cégek szektorálisan nem mutatnak különbözőséget. A statisztikailag szignifikáns különbséget mutató indikátorok esetében megkülönböztethetőek az átlag feletti és az átlag alatti teljesítményt nyújtó iparágak. A bevételarányos jövedelmezőség a vállalatok számára jobb pénztermelő képességet biztosít. Ez hosszútávú pénzügyi stabilitásra utal, amely lehetőséget teremt a

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

2. táblázat: A vizsgálatba vont legértékesebb magyar tulajdonú vállalatok pénzügyi mutatószámainak átlagértékei (%) a 2018 és 2022 közötti időszakra vonatkozóan

Iparág	ROE	ROCE	ROA	Profit margin	EBITDA margin	EBIT margin	CF margin
Élelmiszer gyártás és értékesítése	23,33	20,66	10,44	6,31	8,83	6,23	8,61
Építőipar	36,30	28,66	13,43	10,78	11,90	10,18	11,74
Gyógyszergyártás	13,70	13,72	9,14	16,15	14,13	8,01	21,83
Ingatlan	45,57	27,59	21,02	30,31	36,49	30,77	33,48
Ipar	28,43	24,06	19,39	20,31	22,48	19,34	22,17
Ipari alkatrészek gyártása	33,59	32,02	24,62	17,03	19,58	16,15	19,28
Kereskedelem	25,68	23,23	15,13	8,43	9,23	7,92	9,50
Logisztika	17,45	13,77	9,84	11,55	19,67	11,54	19,61
Mezőgazdaság	20,78	17,55	10,88	7,40	10,51	7,99	10,44
Orvosi eszközgyártás	13,65	11,11	10,13	12,77	14,26	10,16	16,42
Szoftver és IT szolgáltatások	43,29	38,75	17,12	19,49	24,01	18,48	23,90
Vagyonkezelés	21,78	19,18	13,35	7,69	7,24	6,21	7,85
ÁTLAG	28,56	23,93	15,14	13,37	16,14	12,76	16,04

Forrás: e-beszamolo.hu adatai alapján saját számítás

befektetésekre, új projektek finanszírozására, és a vállalati érték növelésére. Az eltérő Cash Flow Margin szignifikáns különbség azt jelenti, hogy egyes iparágok vállalatai eltérő mértékben képesek a bevételeiket készpénzre váltani. Az egyes iparágak különböző költségekkel, különböző időtávú befektetésekkkel, magasabb összegű tőkével kell rendelkezniük. Az iparági elemzés különösen értékes az általában magasabb növekedési kilátásokkal, piaci stabilitással vagy kedvező makrogazdasági trendekkel rendelkező iparágak azonosítására. Az elemzés következő lépésében a vizsgált pénzügyi mutatószámok átlagai kerültek meghatározásra az egyes szektorokhoz kapcsolódóan, illetve a teljes minta vonatkozásában (2. táblázat), mely alapján megállapítható mely szektorok teljesítenek átlag felett, illetve átlag alatt a hatékonyság, a jövedelmezőség és a pénztermelő képesség vonatkozásában.

A pénzügyi mutatók tekintetében általánosan elfogadott érték nincs. A ROE esetében az általános viszonyítási alap, amelyben a 10–20% általában jónak tekinthető, de 20% felett erős teljesítményt jelez, iparágtól függően. A tőkeintenzív iparágak ROE-értéke alacsonyabb lehet, míg az eszköz-könnyű ágazatok ROE-értéke gyakran magasabb. A ROCE 10–15% gyakran elfogadható, de a 15% feletti érték erősnek számít. A jelentős tárgyi eszközökkel rendelkező iparágak ROCE-ja természetesen alacsonyabb lehet. ROA 5–10% általában elfogadható, a 10% felett általában erősnek számít. Az eszközigenyes iparágak gyakran alacsonyabb ROA-val rendelkeznek, míg a kisebb eszköz igényű magasabb ROA-val rendelkeznek. A Profit Margin 5–10% megfelelőnek számít számos iparágban, a magas nyereség árrésszel rendelkező iparágak közé tartoznak a szoftverek és a luxuscikkek, míg a kiskereskedelem és a logisztika általában alacsony profit marginnal rendelkezik. Az EBITDA margin 15–20% tekinthető egészségesnek, a 20% feletti érték erős, különösen az alacsonyabb fix költségű iparágakban. Az olyan tőkeintenzív iparágak, mint a feldolgozóipar, általában alacsonyabb EBITDA-hányadokkal rendelkeznek, míg a technológiai vagy tanácsadó cégek gyakran magasabb haszonkulcsot érnek el. Az EBIT Margin 10–15% esetében jónak, míg 15% felett kiváló-

nak mondható. A Cash Flow Margin 10–15% elfogadható, 15% felett erős készpénztermelő képességet jelez (Damodoran 2010; Damodoran, 2018).

Jelen elemzés alapján az Ingatlan, az Ipar, az Ipari alkatrészek gyártása, valamint a Szoftver és IT szolgáltatások azok az ágazatok, melyek a vállalatértékelési teljesítményindex összes mutatójában felülmúlják a vizsgált 67 vállalat adatai alapján számolt iparági átlagot. Ez azt jelzi, hogy pénzügyi teljesítményük nemcsak az adatbázisban szereplő vállalatok átlagértékeit haladja meg, hanem a nemzetközi trendekhez is igazodik vagy felülmúlja. Bár az iparági átlag alatti szektorokban működő cégek teljesítménye gyengébbnek tűnhet, mégis jónak tekinthető. Bár ezek a cégek az iparági átlag alatt teljesítenek, tőke- és eszközarányos megtérülésük a nemzetközi benchmark értékekhez igazodik. Csak a bevétel alapú jövedelmezőségük és a készpénztermelő kapacitásuk marad el a nemzetközi trendektől. A nemzetközi átlag alatti pénzügyi teljesítmény azt sugallja, hogy a magyar vállalatok nagyobb versenynyomással, vagy alacsonyabb kereslettel szembesülhetnek, ami korlátozza a prémium árak felszámításának lehetőségét. Sok magyar vállalat kisebb léptékben működik, mint globálisan, ami magasabb egységköltséget eredményez. Az alacsonyabb Cash Flow Margin, a gyenge készpénztermelési kapacitás azt jelenti, hogy a vállalatok kevesebb készpénzt termelnek a bevételhez képest. Ez olyan következményekkel jár együtt, hogy nehezen tudják finanszírozni a műveleteket, visszafizetni az adósságokat vagy befektetni a növekedésbe. A lassabb készpénztermelés korlátozza rugalmasságukat a piaci változásokra való reagálásban. További problémák lehetnek még a nemzetközi pénzügyi teljesítmények összehasonlításában, a kisebb hazai piaci méret, a korlátos finanszírozási lehetőségek, valamint az is, hogy lassabb az innováció és az új technológiák bevezetése, a hazai márkák gyengébb ismertsége és exportképessége. Ezek a tényezők befolyásolhatják a vállalatok és ezzel együtt az iparágak pénzügyi teljesítményét is.

A vállalatok csoportosítása pénzügyi teljesítményük alapján

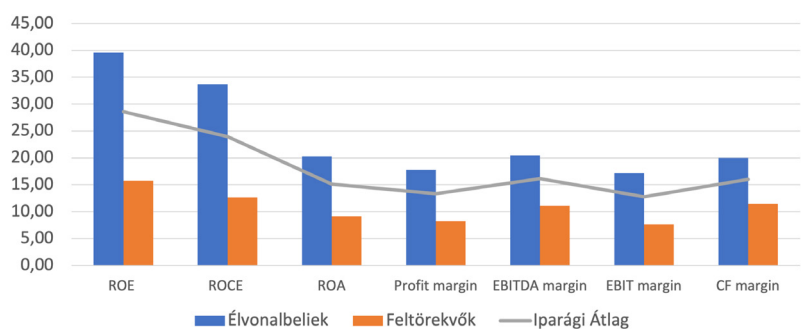
A szektorális elemzést követően a kutatás célja a vizsgált vállalatok pénzügyi mutatószámok alapján történő csoportosítása annak érdekében, hogy a különböző jövedelmezőségi és cash flow mutatók tekintetében milyen hasonlóságok és különbségek mutathatók ki a mintaelemek vonatkozásában. A klaszterelemzés alkalmas arra, hogy feltárja a vizsgált mutatók mentén a vállalatok hasonlóságát, a módszer alkalmazásával csoportok képezhetők a vállalati értéktérletben. A vizsgált minta vonatkozásában az iparági átlagok vizsgálata segített meghatározni, hogy mely iparágak teljesítenek az átlag felett, illetve átlag alatt a legfontosabb pénzügyi mutatók alapján. A klaszterelemzés azonban bővebb lehetőséget kínál a vállalati teljesítmény olyan mintáinak és összefüggéseinek feltárására, amelyeket az iparági átlagok önmagukban figyelmen kívül hagyhatnak. A vállalatok klaszterbe szervezésének előnye abban rejlik, hogy hasonló teljesítményjellemzőkkel rendelkező vállalatokat csoportosít több pénzügyi mutató alapján, szektoruktól függetlenül, amelyek esetleg nem tűnnek ki, ha csak az ágazati átlagokat nézzük (Ungar-Martinez-Sabo, 2021). A klaszterelemzés elvégzése előtt szükséges a feltételek vizsgálata. Jelen esetben a változók között nincs kiugró érték, illetve a mutatók mérési szintje azonos, viszont tekintettel arra, hogy a vizsgált származtatott pénzügyi mutatók között hasonlóság mutatkozik a viszonyítandó adatban, illetve viszonyítási alapon a korreláció több esetben nagyon magas. Ez annak köszönhető, hogy az egyes csoportokba (tőke, eszköz, illetve bevétel-alapú jövedelmezőségi) tartozó mutatók azonos viszonyítandó adattal (adózás előtti eredmény), illetve viszonyítási alappal (árbevétel) rendelkeznek. A vizsgálat szempontjából a mutatók közötti korreláció alapján is jól körvonalazódik, hogy a tőke- és eszköz alapú, valamint a bevétel alapú jövedelmezőségi, illetve a pénztermelő képesség elkülönül. A mutatók közötti korreláció kiküszöbölésére főkomponens-elemzéssel összevonsára került a vizsgált hét pénzügyi mutatószám. A főkomponens-analízis eredményeként elváltak a tőke- és eszköz alapú jövedelmezőségi, valamint a bevétel alapú jövedelmezőségi és cash-flow mutatók. Az egyik csoportba a ROA, ROE, ROCE került, míg a másik csoportot a bevétel alapú jövedelmezőségi (EBIT margin, EBITDA margin és profit margin) és a cash flow margin mutató alkotják. A két főkomponens segítségével a klaszterelemzés elvégezhető, mert ilyen formában az adatok megfelelnek a módszer alkalmazási kritériumainak. Az alacsony mintaelemszám (67) miatt hierarchikus klaszterelemzés végezhető, melyet euklidészi távolság alapján Ward módszerrel végeztünk. A klaszterezési eljárás eredményeként két klaszter jól különvált. A jégcsap ábra, illet-

ve a dendrogram alapján is két klaszter különíthető el, az egyikben mindkét dimenzió értékei magasak, ők élvonalbelieknek tekinthetők, a másik klaszterben a mutatók értékei alacsonyak, ők a feltörekvők. A pénzügyi mutatók átlagértékeinek alakulását az egyes klaszterekben, valamint a teljes mintában (iparági átlag) a 2. ábra mutatja.

A 2. ábra alapján jól látható, hogy az első klaszterbe került vállalatok valamennyi mutató terén jobban, jelentősen az átlag felett teljesítenek, míg a második klaszterbe került vállalatok a vizsgálatba bevont vállalatok iparági átlaga alatti értéket érnek el. Az első klaszter az „Élvonalbeliek” csoportja, olyan vállalatokat tartalmaz, melyek vizsgált pénzügyi mutatószámai az iparági átlag felett teljesítenek, az elnevezés utal arra, hogy ezek a cégek a piac élvonalában helyezkednek el. Erős jövedelmezőség, pénztermelő képesség és szilárd működési hatékonyság jellemzi őket, stabil pénzügyi alappal rendelkező vállalatokat képvisel ez a csoport. A második klaszter a „Feltörekvők” csoportja, a vállalatok teljesítménye elmarad az iparági átlagtól, alacsonyabb jövedelmezőség és pénztermelő képesség, gyengébb hatékonyság jellemzi őket. Ebben a csoportban a vállalatok vizsgált pénzügyi mutatói alacsonyabbak, de a korábban leírtak alapján, miszerint a mutatóknak nincs elfogadott referenciaértéke, pénzügyi teljesítményük nem feltétlenül gyenge, hanem tekintve, hogy nyereséges cégekről van szó, inkább fejlődőképeseknek tekinthetők, vagy éppen szerkezetátalakítás, növekedés előtt állnak. A név pozitív üzenetet hordoz, kiemelve a fejlődés lehetőségét. A 3. táblázat a vállalatok szektorális megoszlását mutatja az egyes klaszterekben, mely alapján jól látható szektorális dominancia.

A klaszterelemzés eredményeként az Élvonalbeliek csoportjába 36, a Feltörekvők csoportjába 31 vállalat került szektorálisan vegyesen (3. táblázat). Az Élvonalbeliek csoportjába tömörül valamennyi Szoftver és IT szolgáltatások, illetve Ingatlan szektorban tevékenykedő vállalat, valamint az ipari alkatrészgyártás területén működő cégek többsége is ehhez a klaszterhez tartozik. Ezek a cégek jellemzően magas szintű technológiai fejlődést, kutatás-fejlesztési befektetéseket és globális versenyképességet mutatnak. Szoftver és IT szolgáltatások mutatják korunk kihívásainak való megfelelésüket informatikai szempontból. Az ingatlanszektor kiemelkedően magas pontszámmal rendelkezik, valószínűleg az intelligens városfejlesztéseknek, a fenntartható építési innovációknak és a fejlett finanszírozási modelleknek köszönhetően. Az ipari termelésben és az építőiparban viszonylag kiegyensúlyozottak az élvonalbeli és feltörekvő cégek, ami folyamatos modernizációt és hatékonyságjavulást jelez. „Feltörekvők” között egyre több

cég lép be a piacra, ami a jövőbeli növekedés és innováció lehetőségét jelzi. Jelentős technológiai fejlődésen mennek keresztül, szabályozási változásokon vagy olyan változásokon mennek keresztül a fogyasztói magatartásban, amelyek új lehetőségeket teremtenek. A magas „feltörekvő” értékekkel rendelkező iparágak közé tartozik az élelmiszeripar és élelmiszer értékesítés, amely növekedést tapasztalhat a fenntartható, növekvő kereslet a funkcionális élelmiszerek és a növényi alapú alternatívák iránt, az e-kereskedelmi ételforgalmazás bővítése miatt. A gyógyszeripar feltörekvő klaszterbe kerülése a szabályozás és a magas K+F költségek mi-



2. ábra: A pénzügyi mutatók átlagértékei a klaszterekben

Forrás: saját szerkesztés e-beszámoló adatai alapján

3. táblázat: A vállalatok szektorális megoszlása a klaszterek között

Iparág	Élvonalbeliek	Feltörekvők
Élelmiszer gyártás és értékesítése	3	7
Építőipar	3	2
Gyógyszergyártás	0	1
Ingatlan	6	0
Ipar	3	2
Ipari alkatrészek gyártása	5	2
Kereskedelem	5	4
Logisztika	1	3
Mezőgazdaság	3	4
Orvosi eszközgyártás	0	3
Szoftver és IT szolgáltatások	6	0
Vagyongkezelés	1	3
Összesen	36	31

Forrás: saját számítás és szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

atti belépési korlátokra utal. A klaszterek azt mutatják, hogy a legtöbb vizsgálatban érintett szektoron belül a vállalatok működési hatékonysága, jövedelmezősége és pénzforgalma tekintetében jelentősen eltérnek egymástól. Ezek a különbségek rávilágítanak arra, hogy a vállalati érték nemcsak az iparági szintű meghatározó tényezőktől függ, hanem attól is, hogy a vállalat képes-e hatékonyan összehangolni működését és stratégiáját, a pénzügyi teljesítmények mellett milyen kompetenciákkal és nem látható vagyoni elemekkel rendelkezhetnek. Míg az iparági tényezők kiindulási alapként szolgálnak, ezeknek a belső mutatóknak a kölcsönhatása határozza meg, hogy a vállalatok hogyan hoznak létre és tartanak fenn értéket. Ez aláhúzza a vállalatértékelés holisztikus megközelítésének fontosságát, amely figyelembe veszi a belső irányítási gyakorlatokat, az erőforrások elosztását és a stratégiai összehangolást az iparág-specifikus dinamika mellett.

KÖVETKEZTETÉSEK

A tanulmány azt vizsgálta, hogy melyek voltak a legfontosabb pénzügyi teljesítménytrendek a legértékesebb magyar tulajdonú cégek körében 2018 és 2022 között, és hogy mely iparágak mutattak az átlagon felüli rugalmasságot a jövedelmezőség és a pénzforgalom fenntartása terén. Az első hipotézisben megfogalmazásra került, hogy a vállalatok jövedelmezősége és pénztermelő képessége között pozitív kapcsolat áll fenn, amely azt eredményezi, hogy a magasabb jövedelmezőségű vállalatok jobb pénztermelő képességgel rendelkeznek. Ez a pénzügyi stabilitás és növekvő vállalati érték irányába hat, különösen az iparági sajátosságokat figyelembe véve. A klaszterelemzés alátámasztja ezen hipotézist a vizsgált vállalatok körében, mert jól elkülöníthető csoportot alkotnak a mindkét dimenzióban jól teljesítő élvonalbeli, illetve a feltörekvő vállalatok. A Kruskal-Wallis teszt alapján megállapítható továbbá, hogy az egyes szektorok között szignifikáns különbség mutatható ki, tehát a különböző iparágak különböző mértékű pénzügyi teljesítményt mutatnak. A második hipotézisben megfogalmazásra került, hogy a jövedelmezőségi és a Cash Flow Margin mutatók alapján a vállalatok teljesítménye osz-

tályozható, amely lehetőséget biztosít a vizsgált dimenziók mentén sajátos mintázatok feltárására. A klaszterelemzéssel kialakított csoportok nemcsak az iparági teljesítmény, hanem a vállalatok növekedési potenciáljának és értéktérítési dinamikájának feltárására is alkalmasak. A Cash Flow Margin iparágak közötti jelentős különbsége megmutatja, hogy a különböző ágazatok milyen hatékonyan kezelik bevételi forrásait és termelnek készpénzt. A magasabb árréssel rendelkező iparágak általában nagyobb rugalmassággal, jobb likviditással rendelkeznek, és alacsonyabb pénzügyi kockázatot jelenthetnek. Ez a különbség rávilágít arra, hogy az iparágak működési és pénzügyi jellemzői hogyan befolyásolják a hosszú távú növekedés fenntartására és a zavarok kezelésére való képességet, ami döntő fontosságú a befektetők és az elemzők számára a vállalati rugalmasság és teljesítmény értékelése során. Ebben az összefüggésben mind az iparági elemzés, mind a klaszterelemzés értékes, egymást kiegészítő betekintést nyújt, de önmagában egyiket sem szabad teljesen mérvadónak tekinteni. A magas Cash Flow Marginnal rendelkező ágazatok, mint például a szoftverek, a technológia vagy a szolgáltatások, jellemzően kevesebb tőkeigényt követelnek, és gyorsabban a bevételek készpénzre váltásának ciklusai. Alacsony Cash Flow Margin a tőkeintenzív iparágak, mint például a gyártás vagy az ingatlanpiac, gyakran magasabb működési költségekkel, tőkekiadásokkal és hosszabb időkeretekkel szembesülnek a bevételek beszedésére, ami alacsonyabb készpénzkonverziós arányt eredményez. A pénztermelő képesség ad fedetlet a hosszú távú működés fenntartására, az osztalékfizetésre és a vállalati érték növelésére. Összességében elmondható, hogy a magas Cash Flow Margin pénzügyi stabilitást teremt a vállalatok számára, és biztosítja a vállalati rezilienciát, a vállalati ellenálló képességet a válsághelyzetekben. A befektetők gyakran kevésbé kockázatosnak érzékelik a magasabb Cash Flow Marginnal rendelkező iparágakat, mivel ezek a vállalatok jobb készpénztermelő képességgel rendelkeznek, így könnyebben finanszírozhatják működésüket, terjeszkedésüket és könnyebben megbirkózni a bizonytalanságokkal. Az alacsonyabb árréssel rendelkező vállalatok kockázatosabbnak tekinthetők, mivel likviditási nehézségekkel küzdhetnek, vagy hitelfinanszírozásra kell támaszkodniuk. Vállalatvezetők összehasonlíthatják saját vállalatuk teljesítményét a vezető szektorokkal (például ingatlanügyletek, IT-szolgáltatások), hogy azonosítsák a hiányosságokat és a fejlesztési lehetőségeket. A legjobban teljesítő szektorokban a siker kulcsfontosságú mozgatórugóinak megértésével a vezetők stratégiáikat adaptálhatják saját vállalati értéktérítésük javítására. A menedzserek előnyben részesíthetik az olyan ágazatokba vagy tevékenységekbe történő befektetéseket, amelyek erős jövedelmezőséget és pénzforgalmi rátát mutatnak. A diverzifikált vállalkozások számára ezek az adatok segítenek eldönteni, hogy hova kell elosztani az erőforrásokat a maximális megtérülés érdekében. A jobban teljesítő szektorok alacsonyabb pénzügyi és működési kockázatot jeleznek, mivel képesek profittermelőre és pozitív cash flow-t fenntartani. Ez a cikk hangsúlyozza a világválsággal szembeni ellenálló képességet azáltal, hogy rávilágít arra, hogy a két klaszteren belüli magyar tulajdonú vállalatok hogyan voltak képesek fenntartani kiemelkedő teljesítményt egy olyan öt éves időszakban, amelyben jelentős kihívásokkal kellett szembenéznük.

IRODALMI FELDOLGOZÁS

- BÉHM, IMRE – BÁRCZI, JUDIT – ZÉMAN, ZOLTÁN (2016): A vállalati teljesítmény mérésének mutatói és alkalmazásuk. *Controller Info*, 4(3):27-36.
- BREALEY, R. A. – MYERS, S. C. (2011): *Modern Vállalati Pénzügyek*. Panem Kiadó, Budapest. pp 1176. ISBN: 9789635455287
- 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>
- 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/>
- RAPPAPORT, A. (2003): *A tulajdonosi érték*. Alinea Kiadó, Budapest. pp. 228. ISBN: 9638630604
- 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
- TAKÁCS, ANDRÁS (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, TAMÁS (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, ZOLTÁN – BÉHM, IMRE (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>