

OTDK-dolgozat

2025

SAPIENTIA ERDÉLYI MAGYAR TUDOMÁNYEGYETEM

CSÍKSZEREDAI KAR



**HÁROM FAST FASHION VÁLLALAT ÖSSZEHASONLÍTÓ
ELEMZÉSE**

COMPARATIVE ANALYSIS OF THREE FAST FASHION COMPANIES

Zakariás Antónia

Konzulens: dr. Bíró Bíborka Eszter

Kézirat lezárásának dátuma: 2024. április 12.

TARTALOMJEGYZÉK

TÁBLÁZAT- ÉS ÁBRAJEGYZÉK	4
1. BEVEZETÉS ÉS CÉLKITŰZÉSEK	1
2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS	3
2.1. A TEXTILIPAR ÉS A FAST FASHION VÁLLALATOK	3
2.1.1. A TEXTILIPAR TÖRTÉNETE	3
2.1.2. FAST FASHION VÁLLALATOK	7
2.2. GAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI ELEMZÉS	10
2.2.1. A VAGYONI HELYZET ELEMZÉSE	13
2.2.2. JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK	14
2.2.3. HATÉKONYSÁGI MUTATÓK	16
2.2.4. ELADÓSODOTTSÁGI MUTATÓK	17
2.2.5. LIKVIDITÁSI MUTATÓK	17
2.2.6. PIACI MUTATÓK	19
2.2.7. CASH FLOW ALAPÚ MUTATÓK	20
2.3. TŐKEPIACI ÁRFOLYAMOK MODELLJE (CAPM)	21
2.4. SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG (WACC)	24
2.5. GAZDASÁGI HOZZÁADOTT ÉRTÉK (EVA MUTATÓ)	26
2.6. ÖKONOMETRIAI MODELLEZÉS A GAZDASÁGI ELEMZÉSEKBEN	28
2.6.1. KORRELÁCIÓANALÍZIS	29
2.6.2. KÉT- ÉS TÖBBVÁLTOZÓS REGRESSZIÓANALÍZIS	30
3. ALKALMAZOTT MÓDSZEREK	32
4. EREDMÉNYEK ÉS ÉRTÉKELEŚÜK	36
4.1. AZ ELEMZETT VÁLLALATOK RÖVID BEMUTATÁSA	36
4.1.1. INDITEX GROUP	36
4.1.2. H&M GROUP	36

4.1.3.	THE GAP INC	37
4.2.	GAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI ELEMZÉS	37
4.2.1.	A VAGYONI HELYZET ELEMZÉSE	38
4.2.2.	JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK	47
4.2.3.	HATÉKONYSÁGI MUTATÓK	50
4.2.4.	ELADÓSODOTTSÁGI MUTATÓK	53
4.2.5.	LIKVIDITÁSI MUTATÓK	54
4.2.6.	PIACI MUTATÓK	57
4.2.7.	CASH FLOW ALAPÚ MUTATÓK.....	59
4.3.	TOVÁBBI HASZNÁLT MUTATÓK	62
4.3.1.	TŐKEPIACI ÁRFOLYAMOK MODELLJE (CAPM).....	62
4.3.2.	SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG (WACC)	64
4.3.3.	GAZDASÁGI HOZZÁADOTT ÉRTÉK (EVA MUTATÓ).....	65
4.4.	ÖKONOMETRIAI MODELLEZÉS	66
4.4.1.	KORRELÁCIÓANALÍZIS	66
4.4.2.	KÉTVÁLTOZÓS REGRESSZIÓANALÍZIS	68
4.4.3.	TÖBBVÁLTOZÓS REGRESSZIÓANALÍZIS	69
5.	KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK	72
6.	ÖSSZEFOGLALÁS	75
	KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS.....	76
	IRODALOMJEGYZÉK.....	77
	MELLÉKLETEK	I

TÁBLÁZAT- ÉS ÁBRAJEGYZÉK

1. táblázat: Évi átlagos árfolyamok	38
2. táblázat: Nettó forgótőke (NFT) - millió €	47
3. táblázat: EBITDA, NOPLAT 2018-2023 periódus, Inditex, H&M, Gap.....	48
4. táblázat: Egy főre jutó árbevétel (euró)	52
5. táblázat: Adósságállomány fedezettsége	53
6. táblázat: Tőkefeszültség.....	53
7. táblázat: Kamatfedezettségi mutató	54
8. táblázat: Árfolyam/nyereség (P/E) ráta.....	58
9. táblázat: Működési cash flow marzs.....	61
10. táblázat: Tőkearányos jövedelmezőség	61
11. táblázat: Inditex - r_E és ROE (százalékban).....	62
12. táblázat: H&M - r_E és ROE (százalékban).....	63
13. táblázat: Gap - r_E és ROE (százalékban).....	63
14. táblázat: Inditex - r_A és ROA (százalékban)	64
15. táblázat: H&M - r_A és ROA (százalékban).....	64
16. táblázat: Gap - r_A és ROA (százalékban).....	65
17. táblázat: EVA mutató (millió €)	65
1. ábra: Inditex Group - Eszközök összetétele.....	38
2. ábra: H&M Group - Eszközök összetétele.....	39
3. ábra: The Gap Inc - Eszközök összetétele	39
4. ábra: Inditex Group - Befektetett eszközök összetétele	40
5. ábra: H&M Group - Befektetett eszközök összetétele.....	41
6. ábra: The Gap Inc - Befektetett eszközök összetétele	41
7. ábra: Inditex Group - Forgóeszközök összetétele	42
8. ábra: H&M Group - Forgóeszközök összetétele.....	43
9. ábra: The Gap Inc - Forgóeszközök összetétele	43
10. ábra: Inditex Group - Források összetétele	44
11. ábra: H&M Group - Források összetétele	44
12. ábra: The Gap Inc - Források összetétele.....	45
13. ábra: Inditex Group - Kötelezettségek összetétele.....	45
14. ábra: H&M Group - Kötelezettségek összetétele.....	46

15. ábra: The Gap Inc - Kötelezettségek összetétele	46
16. ábra: Árbevétel-arányos nyereség (ROS)	48
17. ábra: Eszközarányos megtérülés (ROA).....	49
18. ábra: Saját tőke-arányos megtérülés (ROE).....	49
19. ábra: Eszközök forgási sebessége - ATO (euró).....	50
20. ábra: Készletek forgási ideje (nap).....	51
21. ábra: Vevők forgási ideje (nap).....	51
22. ábra: Szállítók forgási ideje (nap)	52
23. ábra: Általános likviditás	55
24. ábra: Likviditási gyorsráta	55
25. ábra: Pénzhányad	56
26. ábra: Hitelfedezettségi mutató	56
27. ábra: Egy részvényre jutó nyereség (EPS).....	57
28. ábra: Tőkeérték (Kapitalizáció)	58
29. ábra: Osztalékhozam	59
30. ábra: Az operatív CF és az összes kötelezettség aránya	60
31. ábra: Adósságfedezeti mutató	60
32. ábra: H&M - Korreláció a részvényárfolyam és az OCF/összes kötelezettség között	66
33. ábra: Gap - Korreláció a részvényárfolyam és a ROA között	67
34. ábra: Gap - Korreláció a részvényárfolyam és a NOPLAT között	67
35. ábra: Gap - Korreláció a részvényárfolyam és a Saját tőke aránya között	68
36. ábra: H&M - A kétváltozós regresszióanalízisbe bevont adatok.....	68
37. ábra: H&M - A kétváltozós regresszióanalízis összefoglaló táblázata	68
38. ábra: H&M – ANOVA.....	69
39. ábra: H&M – Coefficients	69
40. ábra: Gap - A többváltozós regresszióanalízisbe bevont adatok.....	70
41. ábra: Gap - A többváltozós regresszióanalízis összefoglaló táblázata.....	70
42. ábra: Gap – ANOVA	70
43. ábra: Gap – Coefficients	70

1. BEVEZETÉS ÉS CÉLKITŰZÉSEK

Az államvizsga dolgozatomban megvizsgáltam a textilipar komplexitását, különös tekintettel a használsruha piac szerepére és kihívásaira. Most azonban az iparág másik, kiemelt jelentőségű szegmensének, a fast fashion ágazatnak a részletes elemzésére összpontosítok. A divat mindig is kulcsszerepet játszott az egyének önkifejezésében és identitásának formálásában, hiszen az öltözködés nem csupán létfontosságú szükséglet, hanem ezáltal hagyományainkat és értékeinket közvetítjük. A ruházat az étkezés és lakhatás mellett egyike a leglényegesebb emberi szükségleteknek, és így ezen iparágak elemzése rendkívüli jelentőséggel bír a gazdasági és társadalmi kontextusban egyaránt.

A textilipar egy nagyon dinamikusan fejlődő ágazat a gazdaságban, amely évszázadok óta fontos szerepet tölt be az emberi civilizációban. Az iparág változatos termékeket kínál a ruházattól a lakástextilekig. Az elmúlt évtizedekben megfigyelhettünk egy jelentős változást, amelynek nélkülözhetetlen szereplője a gyors divat jelensége. Ez egy olyan üzleti modellt takar, mely gyorsan módosuló divatirányzatokra támaszkodva kínál alacsony áron divatos ruházatot. Ez az iparági megközelítés radikális változást hozott a textiliparban, gyorsítva a termelési folyamatokat, és lerövidítve a termékek életciklusát. Ennek az iparági átalakulásnak köszönhetően a fast fashion vállalatok gyakran versenyképes áron tudnak divatos ruházatot kínálni, ami jelentős hatással van a fogyasztói viselkedésre és a globális gazdaságra.

Számos publikációt, pénzügyi és fenntarthatósági cikket olvasva a textiliparról, és ezen belül a gyors divatról, arra a következtetésre jutottam, hogy az Inditex Group (Zara), a The Gap Inc és a H&M Group vállalatok különösen fontos helyet foglalnak el ebben a gazdasági ágazatban. Ezzel kapcsolatosan számos cikk jelent meg olyan színvonalas forrásokban, mint például a Reuters, az EssayBizLab, a Harvard Egyetem, a Vox, illetve az ApeGrade.

Az Inditex, H&M és Gap vállalatok marketingstratégiái számos közös vonást mutatnak, ami jellemzi őket, mint fast fashion kiskereskedőket. A márkák piacra lépési stratégiája elsősorban arra összpontosít, hogy alacsony költségek mellett divatos ruházatot kínáljon, és globális jelenlétet építsenek ki a piacon. Mindhárom kiskereskedő hasonló e-kereskedelmi stratégiát alkalmaz, beleértve a fizikai üzletek fokozatos bezárását, és az online értékesítés felé való áttérést. A márkák az innováció terén is hasonlóak, és hangsúlyt fektetnek a fenntartható fast fashion fejlesztésére.

A dolgozat célja, hogy egy átfogó gazdasági és pénzügyi elemzés készüljön a három jelentős fast fashion vállalatról. A gazdasági pénzügyi elemzés lényege az, hogy megvizsgálja és értelmezze egy vállalat pénzügyi helyzetét és teljesítményét. A főbb célok közé tartozik a

vagyon szerkezet, a jövedelmezőség, likviditás, eladósodottság, hatékonyság, a cash flow alapú, illetve a piaci mutatók értékelése, valamint a jövőbeli kilátások és kockázatok elemzése. A gazdasági és pénzügyi elemzés fontos eszköz a döntéshozatalban, segíti a vállalatokat abban, hogy jobban megértsék saját helyzetüket és piaci környezetüket, valamint hatékonyabb stratégiákat alakítsanak ki a jövőre nézve.

A dolgozatom első részében a szakirodalmat tekintem át, ezen belül pedig a textilipart, a fast fashion vállalatok történetét, majd áttekintem a gazdasági és pénzügyi elemzés lényegére, illetve a különböző mutatócsoportok elméletének tanulmányozására. Ezt követően bemutatom a tőkepiaci árfolyamok modelljét, a súlyozott átlagos tőkeköltséget, valamint a gazdasági hozzáadott érték elméletét. A dolgozat szakirodalmi áttekintését az ökonometria modellek fontosságával fogom zárni. A következő fejezet pedig az egyes mutatók, modellek képletszerűen felírt alakjait tartalmazza, tehát az alkalmazott módszereket szemléltetem.

Az elemzés tartalmazza a három fast fashion vállalat összehasonlítását vagyon szerkezeti, jövedelmezőségi, hatékonysági, eladósodottsági, likviditási, piaci és cash flow alapú mutatók szempontjából. Ezt követően megvizsgálom a CAPM modellt, illetve az EVA és WACC értelmezésére is kitérek. A CAPM segítségével kiszámolt r_E -t összehasonlítom a jövedelmezőség vizsgálatakor számolt saját tőke-arányos megtérülés (ROE) mutatóval, illetve a WACC segítségével számolt r_A -t összevetem az eszközarányos megtérülés (ROA) értékével.

Az elemzés további részében áttekintem egy rövidebb ökonometria modellezésre, amelyen belül korrelációanalízist, illetve regresszióanalízist készítek. Ennek segítségével azt a kérdést fogom megválaszolni, hogy a részvények éves átlagos logaritmusos hozamát, valamint a részvényárfolyam alakulását befolyásolják-e a gazdasági és pénzügyi mutatók.

Az elemzéshez szükséges adatokat mindhárom vállalat 2018 és 2023 közötti éves jelentései szolgáltatják, ezen belül is fontos szerepe van a mérlegnek, az eredménykimutatásnak, valamint a pénzforgalmi jelentésnek. Mindhárom vállalat esetében a részvényárfolyamokat egységesen a yahoo finance szolgáltatja. Illetve még néhány adatot a vállalatok 2017-es jelentései biztosítanak, ilyenek például a kereskedelmi követelések és tartozások, készletek, részvények, valamint az alkalmazottak száma. Ezekre azért van szükségem, mert egyes mutatóknál átlagos értékekkel számolok. A dolgozatot néhány következtetéssel, illetve javaslattal folytatom, majd záró gondolatokat az összefoglaló tartalmaz.

2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

2.1. A TEXTILIPAR ÉS A FAST FASHION VÁLLALATOK

A textíliák életünk alapvető része, és fontos globális gazdasági ágazatot jelentenek. Nehéz elképzelni egy szövetek nélküli világot (Ellen MacArthur Foundation, 2017). A ruházat az emberek három alapvető anyagi szükségletének egyike, az étel és a lakóhely mellett. Emiatt régen számos férfi és nő szentelte életét a ruházat készítésének. A textíliákkal és azok gyártásához szükséges nyersanyagokkal széles körben kereskedtek, és fontos részét képezték a helyi és globális kereskedelemnek is. Nehéz számszerűsíteni, de az anekdotikus bizonyítékok arra utalnak, hogy a ruházat a 19. és talán még a 20. században is a legnagyobb mértékben gyártott termék volt (Parthasarathi, 2018).

A textilipar különböző növényi rostokból, gyapjúból és szintetikus szálakból különféle szöveteket, fonalakat és más termékeket állít elő. Ez az iparág magában foglalja a textil alapanyagok feldolgozását, mint például a fonal, a len, a kender, a selyem, a gyapjú, illetve a nem szőtt textíliák megmunkálását. Az ipar termékeit a ruházati és lábbeli-, valamint a bútor-, gépipari és egyéb iparágakban használják fel (Normuminovich et al., 2021).

2.1.1. A TEXTILIPAR TÖRTÉNETE

A textilgyártás az ókorban kezdődött. Indiában, Kínában, Egyiptomban és Közép-Ázsiában is már évszázadokkal ezelőtt ismerték a gyapotültetést, a kézi fonást és a szövést. A textilipar elsőként állt át a gépesített termelésre. A 18. század második felében, Európában az ipari forradalom ezzel az iparággal kezdődött (Normuminovich et al., 2021).

A ruhaipar munkaigényes, és gyakori a képzetlen munkaerő a fejlett és fejlődő országokban is egyaránt. Ebben a szektorban történő munkahelyteremtés főként erős volt a szegény országokban élő nők számára, mivel ők nem rendelkeztek más jövedelemforrással. Ráadásul ez egy olyan szektor, ahol viszonylag modern technológiát lehet alkalmazni, még a szegény országokban is aránylag alacsony beruházás mellett. Ezen jellemzők úgymond „láb nélküli” iparrá teszik, amely gyorsan alkalmazkodik a változó piaci feltételekhez. Ugyanakkor a textiliparnak magas hozzáadott értékű szegmensei vannak, ahol a tervezés, a kutatás és fejlesztés (K+F) fontos versenyképességi tényezők. A divatipar felső szegmensei intenzíven használják az emberi tőkét a tervezésben és a marketingben is egyaránt (Nordås, 2004).

A textilipari munkások szemszögéből nézve az 1500-tól napjainkig terjedő időszakot három részre lehet osztani. Az első korszak 1500-tól 1780-ig tart. Ebben a periódusban a legfontosabb textilexportőr régiók Indiában helyezkedtek el. A második szakasz 1780-tól az első világháború előestéjéig tartott, amikor az ipari forradalom következtében az ázsiai exportra

szánt textilgyártás áthelyeződött Északnyugat-Európába. Végül, 1913-tól napjainkig a világ textilgyártása visszatért Ázsiába, de jelentősen megváltozott (Parthasarathi, 2018).

A ruházati szektorban a termelés több helyre szétszóródhat az országon belül és kívül. Fejlett országokból a gyártást gyakran a fejlődő országokba szervezik ki. A nemzetközi vállalatok át tudják vinni tőkéjüket a határokon, hogy csökkentsék a termelési költségeket, de a kisvállalkozások és az egyéni munkavállalók nem rendelkeznek ezzel a mobilitással, és arra kényszerülnek, hogy egyre bizonytalanabb piacon dolgozzanak, amelyet fokozott verseny jellemez. Az európai textil- és ruhaipar sokszínű, jellemző rá az innováció és a kreativitás. A termelés három kategóriára oszlik a célpiac alapján: ruházat, lakástextil és belső dekoráció, valamint technikai felhasználásra szánt textíliák, ideértve a közlekedést, az építkezést és az egészségügyet (Gîrneală és Dobrin, 2015).

Attól függően, hogy mely piacra irányul, a textil- és ruhaipar két fő kategóriába osztható, és mindkettőnek sajátos jellemzői vannak. Az egyik a minőségi termékek piaca, ahol a modern technológia iparágát nagyfokú rugalmasság jellemzi, és viszonylag jól fizetett tervezők és munkavállalók dolgoznak. A vállalatok ezen piaci szegmensét szolgáló alapvető funkciókat túlnyomórészt a fejlett országokban és gyakran ezekben az országokban korlátozott földrajzi területeken vagy csoportokban találják meg (Nordås, 2004).

A minőségi termékek piacát tekintve beszélhetünk a hagyományos stratégiáról, amelyet az jellemez, hogy alacsony bérszínvonalú országokból származó gyártást alkalmaz, ami alacsonyabb munkaráfordítást és hosszabb szállítási időket eredményez. Ezért a hagyományos rendszerben a forgalmazási előrejelzéseket jóval az értékesítési szezon előtt kell megtenni, ami viszonylag magas keresleti bizonytalansághoz vezet. Általában nagy mennyiségeket szereznek be minden egyes tételből, amelyek a teljes eladási időszakra vonatkozó becsült keresletet fedezik, és elegendő biztonsági készletet is tartalmaznak. Így a gyártók igyekeznek elkerülni a készlethiányokat, hogy minél több tételt értékesíthessenek a szezonban, ideértve a szezon végén történő áreszállítási eladásokat is. Összességében a hagyományos stratégia fókuszában az áll, hogy standardizált ruhákat gyártsanak minél alacsonyabb költséggel (Backs et al., 2021).

Az ipar másik kategóriája a tömegtermelésre vagy a standard termékekre összpontosító vállalatok, amelyek különösen a fejlődő országokban találhatók. A munkaerő általában félig képzett vagy képzetlen, rosszul fizetett, és főként nőkből áll. Ezek a vállalatok olyan kiskereskedőkkel működnek együtt, akik rendkívül nagy vásárlóerővel rendelkeznek. Emellett a kiskereskedők saját márkákat fejlesztettek ki, és közvetlen beszerzést eszközölnek a beszállítóktól, akár külföldiektől, akár helyiektől (Nordås, 2004).

A tömegtermelés esetében a gyors divat stratégiája kerül előtérbe, amely az előzővel ellentétben különbséget tesz két különálló termékkategória között: alapvető termékek (például pólók), amelyek beszerzése hasonlóan történik, mint a hagyományos ellátási lánc stratégiában, és divatos ruházat, amelyeket olyan gyártóktól szereznek be, akik közelebb helyezkednek el az értékesítési pontokhoz. Az utóbbi megközelítés magasabb munkaköltségeket von maga után, és így magasabbak a termelési költségek, de a rövidebb szállítási távolságok miatt növeli a rugalmasságot. Ennek eredményeként akár valós idejű adatok is származhatnak az értékesítési pontokról. A divatos termékeket kisebb mennyiségben gyártják, és csak néhány héten át kínálják az ügyfélnek. A készlethiányok mesterségesen kerülnek létrehozásra a ritkaság és a különlegesség érzetének teremtése érdekében. Tehát a fast fashion stratégia fókuszában az áll, hogy rugalmasabban reagáljon a fogyasztói keresletekre, és divatosabb termékeket kínáljon. A gyors divat stratégia az elmúlt években került előtérbe a növekvő globalizáció és digitalizáció hatására, mindkettő felelős a trendek gyorsabb terjedéséért. Az ilyen stratégia előnyeinek példái közé tartoznak olyan vállalatok, mint a Zara, a világ egyik legnagyobb fast fashion gyártója, amely az Inditex Group vállalat része (Backs et al., 2021).

A 17. és 18. században kevesebb figyelmet fordítottak az indiai munkások tudására, és inkább a textíliák alacsony árát emelték ki annak magyarázataként, hogy miért voltak sikeresek a globális piacokon. Az anyag alacsony árát az indiai munkások borzalmas munkakörülményeire és alacsony bérére vezették vissza. Az indiai munkások kizsákmányolása az európai textilipari munkások körében felháborodást váltott ki, akik ezért ellenezték az ilyen anyagok importját. Látványos tiltakozásokat indítottak, amikor Londonban a szövők a nők hátáról tépték le a pamutruhákat az utcán, emiatt az európai államok korlátozták ezeknek az áruknak a behozatalát (Parthasarathi, 2018).

A textil- és ruházati ipar technológiai és kereskedelmi szempontból szorosan összefügg. A textíliák jelentős bemenetet biztosítanak a ruházati ipar számára, létrehozva a kettő közötti függőleges kapcsolatokat. A két szektor nemzetközi kereskedelmét az ATC (Agreement of Textiles & Clothings - Textil- és Ruházati Megállapodás) szabályozza. Mikroszinten a két szektor egyre inkább integrálódik a függőleges ellátási láncokon keresztül, amelyek magukban foglalják a terjesztési és értékesítési tevékenységeket is (Nordås, 2004).

Az ellátási lánc-menedzsment (SCM - Supply Chain Management) területe az egyik kulcsfontosságú versenyterület a globális vállalatok és régiók között. Az SCM a globális hálózatban való valamennyi lépés megtervezésére és végrehajtására szolgáló koordinált technikák összessége. A textilipar hosszú láncot alkot, ideértve a nyersanyagok termelését, a

kiegészítők előállítását, a ruházat gyártását és így tovább. Ezért valóban értelme van alkalmazni az ellátásilánc-menedzsmentet a textiliparban (Ali és Habib, 2012).

Valójában a ruházati szektorban működő kiskereskedők egyre inkább kezelik a ruházati és textilipari szektor ellátási láncát is. Ez a fejlemény valószínűleg az 1960-as és 1970-es években az Egyesült Államokban alapított WalMart áruházlánc létrehozásával kezdődött. A WalMart ragaszkodott ahhoz, hogy a beszállítók informatikai technológiákat alkalmazzanak az értékesítési adatok cseréjére, elfogadják a termékcímkézési szabványokat és az anyagkezelési módszereket. Ez biztosította a ruházat gyors pótlását, ami lehetővé tette a kiskereskedő számára, hogy széles választékú divatos ruhákat kínáljon anélkül, hogy nagy raktárt kellene tartania. Ez az eljárás azóta az egész világon elterjedt, ami a beszállítók versenyelőnyét inkább a termelési költségek kérdéséből a költségek és a szállítási idő rugalmasságának kérdésévé tette. Ez pedig a legnagyobb piacokhoz közeli beszállítókat részesítette előnyben (Nordås, 2004). A textil- és ruhaiparban működő vállalatok versenyképes nemzetközi piacokon működnek, ahol liberalizált kereskedelmet folytatnak, és gyorsan változó fogyasztói preferenciákkal és termelési technológiákkal kell foglalkozniuk (Csikósová et al., 2019).

A globalizáció és a technológiai változások miatt növekvő verseny nyomásával szembesülve, a textil- és ruházati ipar igyekszik megőrizni helyét az egyik legfontosabb ipari szektorban Európában (Gîrneață és Mașcu, 2014). A globális ruházati ipar, amelynek értéke 1,3 ezer milliárd USD, több mint 300 millió embert foglalkoztat az értékláncon belül. A ruházat a felhasznált összes textília több mint 60%-át teszi ki, és várhatóan továbbra is a legnagyobb felhasználási terület marad. Az elmúlt 15 évben a ruha gyártás megközelítőleg duplájára nőtt, amit a globálisan növekvő középosztály és a fejlett gazdaságokban az egy főre eső eladások növekedése eredményezett. Ez utóbbi növekedés elsősorban a fast fashion jelenségnek tulajdonítható, amely a gyorsabb stílusváltást, az évente kínált kollekciók számának növekedését és alacsonyabb árakat eredményez (Ellen MacArthur Foundation, 2017).

A globális textil- és ruházati ipar a világkereskedelem fontos eleme, különösen egyes fejlődő országok számára, ahol a ruházat a teljes export jelentős részét teszi ki. 2004-ben a világ ruha exportjának értéke 258 milliárd dollár volt, ami a teljes világ árukereskedelmének 2,9%-át jelentette. A fejlődő országok állítják elő a világ textilexportjának felét, és a világ ruházatexportjának közel háromnegyedét. A ruházat esetében az EU a legnagyobb exportőr, ezt Kína követi a világ ruházati exportjának 24%-os részesedésével. Bár minden más ország messze lemarad mögöttük, Törökország, Mexikó, India, Indonézia, Banglades, Thaiföld, Vietnam, Tunézia és Pakisztán egyaránt a legjobb 15 ruházati exportőr közé tartozik.

Összességében Ázsia a világ ruhaexportjának 46,8%-át adta 2004-ben. A legnagyobb ruhaimportőr az EU és az USA, Japán pedig a harmadik helyen áll (McNamara, 2008).

2.1.2. FAST FASHION VÁLLALATOK

Az 1990-es években a ruházat fogyasztásának növekedésével a ruhaipar nagyon gyorsan átalakult a fast fashion iparává. A hosszú recessziós időszak után a második világháborút követő időintervallumot a növekvő szabadság, a megkönnyebbülés és a gazdagság időszakaként említették (Folligné, 2020). A globális kereskedelem növekedése és a világszerte bevezetett korlátozások csökkentése előnyöket generált, ennek köszönhetően a beszállítók a világ minden tájáról rendelkezésre álltak. Ez több versenyt, jobb árakat, jobb szolgáltatásokat és jobb eredményt jelentett a végső felhasználó számára (Lala, 2018).

A fogyasztói szokások átalakulása, amelyek a magas szinten testreszabott termékek és szolgáltatások irányába mutatnak, valamint a rendelkezésre álló technológia fejlődése megváltoztatta a piac jellegét. Az olyan piacokon, ahol drasztikus lett a termékek piacra dobásának ideje, magas technológiai innovációval és az új termelési filozófiákkal, a szolgáltatások sebessége és minősége alapvető fontosságúak (Lala, 2018). Ebben az időszakban ismét növekedett a pénz értéke, a gazdaság erősebbé vált, és az emberek magasabb vásárlóerővel rendelkeztek. A társadalmi előrelépéseknek köszönhetően, mint például a fizetett szabadságok, a kormányok pénzügyi támogatása, az egyenlőségi törvények, a minimálbér, az emberek többet kereshettek és több szabadidejük volt. Így a szabadidős tevékenységek normává váltak, a luxus népszerűvé vált, és növekedett a ruházat iránti kereslet is (Folligné, 2020).

Az 1990-es évektől kezdve a hosszú ellátási lánc válsága arra kényszerítette a divatvállalatokat, hogy lerövidítsék a termelési és elosztási rendszert azzal, hogy átugranak vagy összeolvasztanak néhány termelési fázist az üzemeltetők között. Az új technológiáknak köszönhetően a hagyományos modellt az információk gyors rendelkezésre állása helyezi nyomás alá. Emellett a fogyasztók kiszámíthatatlanabbá váltak. Ebben a kontextusban a kutatásba való befektetés kevésbé kihasználható, mert nem védhető meg, csak egy precíz márkapolitika és a forgalmazás szigorú ellenőrzése révén. Az információ növekedése megkönnyítette a termékek másolását, de nagyobb szelektív képességet és stílusos konzisztenciát igényel a termékeken (Lala, 2018).

Az ipari forradalom már elkezdte a rendszeres divat fázisát az új technológiák bevezetésével (például varrógép). A divat fizikailag és anyagilag hozzáférhetővé vált sokak számára, és ezáltal olcsóbbá vált a ruházat előállítása is. Ruhakészítő műhelyek jelentek meg a városok peremén. A fast fashion lehetővé tette a fejlett országok gazdaságainak helyi és globális

fejlődését. Helyi szinten gondolhatunk a városfejlesztésre, valamint globális szinten a külföldre kiszervezésre, az országok közötti kereskedelem fellendítésére. Eddig egy inkább hétköznapi társadalmi kategóriába sorolták a ruhaipart, viszont az 1939-45-ös háború utáni időszakban az emberek számára létfontosságúvá vált. A fast fashion folyamata tükrözi a birtoklási vágyat, a hiány félelmét, ami kezdetben azoknál volt észlelhető, akik háborút és recessziót éltek át. A divat így népszerűbbé vált, lehetővé téve a személyes kifejezés egy formáját, felszabadulást a gondolatoktól, hangulatoktól és érzésektől. Egy gyorsan változó ruhatár, olcsóbb és divatosabb: a fogyasztók minden nap új személynek érezhetik magukat (Folligné, 2020).

A fast fashion ipar az utóbbi években jelentősen fejlődött. A divat változó dinamikája miatt a kereskedők arra kényszerülnek, hogy alacsonyan tartsák költségeiket, viszont gyorsan tudják előállítani az újabb divatnak megfelelő ruhadarabokat (Bhardwaj és Fairhurst, 2010). A divatipar a vizuális jellege miatt nagyszerű példa a feltűnő fogyasztásra, valamint a túlfogyasztásra. Ebben az értelemben a fast fashion azokra az alacsony költségű ruhadarabokra utal, amelyek az aktuális magas költségű luxusdivat trendekre épülnek (Nistor, 2016).

A mai vezető fast fashion vállalatok viszonylag fiatalok. A Gap 1969-ben indult, és az idősebb vállalatok, mint például a H&M csak az 1970-es és 1980-as években került előtérbe (Dopico és Crofton, 2007). Ezek a vállalatok nem aggódnak az évszak legjobban fogyó termékeinek azonosítása miatt, és stratégiájuk nem a többlettől való információgyűjtés, hanem inkább a piaci jelek hatékony értelmezése. Termelésük, kreatív és disztribúciós rendszerük nagyon hasonló a hagyományos rendszerű vállalatokhoz. A végzett tevékenységek azonosak, de a vállalat működési ideje más. A nemzetközileg is jól ismert vállalatok nem használnak mintákat, mert az üzletek teljesen a vállalat által ellenőrzött tulajdonban vannak. A versenyképesség növekedése arra ösztönzi a vállalatokat, hogy a minőségre összpontosítsanak, differenciálják termékeiket és csökkentsék a szállítási időt. Az idő, a fogyasztók igényeinek gyors reagálásának képessége, diszkrimináló tényező lehet. A jelenlegi piaci verseny szorosan kapcsolódik a sebesség fogalmához, amelyet a szállítási sebesség, valamint a koncepció, a design és a termék meghatározása jelent. A ruházati iparban az időzítés az egész ellátási lánc teljes feldolgozási idejének csökkentésére fordítható minden szakaszban (Lala, 2018).

A divat gyakran más előző trendekből inspirálódik. A stílusra érzékeny egyén nem feltétlenül tud minden más előző divatról, ezért úgy érzi, hogy teljesen új trendeket követ. Az emberek azt képzelik, hogy minden irányzat újdonságot és eredetiséget képvisel. A stílus hihetetlen tempóban fejlődik, az 1990-es és 2000-es évek vége felé elérte csúcspontját. Az internet demokratizálta az online vásárlást és a „just in time” (JIT) termelést (Folligné, 2020).

A válaszügy csökkentésére tett erőfeszítések többsége hagyományosan a termelésre

összpontosít. Fontos azonban megérteni, hogy egy JIT logika alkalmazása a textil vagy ruházati területen valóban jelentős eredményekhez vezethet az idő csökkentése szempontjából, de csak akkor, ha az egész termelési lánc idejét optimalizálja. Az idősűkítés a döntéshozatalra, valamint a különböző szereplők közötti szervezési együttműködésre is irányul. A fast fashion lehetővé teszi a készletek és a helytelen előrejelzésekből származó hibák arányának csökkentését. A cél az, hogy növeljék a jövedelmezőséget azzal, hogy csökkentik az értékteremtés nélküli tevékenységekre fordított időt a termelési költségek csökkentésével, valamint a pazarlások megszüntetésével. Ez egy olyan struktúra, amely gyorsan be tud vezetni új termékeket a piacra, képes jobban és gyorsabban kiszolgálni a vásárlót, és a magasfokú testreszabottságra törekszik (Lala, 2018).

A legtöbb vezető fast fashion vállalat összekapcsolja a tervezést és az értékesítést, de kiszervezi a gyártást, gyakran alacsony bérekkel rendelkező alvállalkozókhoz Kelet-Ázsiába. Olcsó munkaerőt keresve a vállalatok alvállalkozói hálózatokat használnak, amelyek különböző országokban vásárolhatnak, festhetnek, hímezhetnek és varrhatnak anyagokat. Azonban ez a folyamat akár nyolc hónapig is eltarthat a tervezéstől az értékesítésig. Ennek a megközelítésnek példái közé tartoznak olyan vállalatok, mint például a The Gap Inc. Ezzel szemben az Inditex Group a termékei nagy részét saját gyáraiban állítja elő, hiszen belsőleg végzi el a tőkeintenzív és értékteremtő fázisokat a termelésben, például a nyersanyagok beszerzését, a tervezést, a vágást, a festést, a minőségellenőrzést, a vasalást, a csomagolást, a címkézést, a terjesztést és a logisztikát, és kiszervezi a munkaerőigényes és kevésbé értékteremtő fázisokat a termelésben, mint például a varrást (Dopico és Crofton, 2007).

Az Inditex-hez hasonlóan a H&M is keveri a trendi irányzatot és az alacsony árakat, folyamatosan bevezet új termékeket, hogy vásárlóit bevonzza az üzletekben, és korlátozza az árukészleteket, hogy elkerülje a leértékeléses eladásokat. A H&M Group abban különbözik az Inditex Group-tól, hogy a divattervezést más vállalatokra bízta, a gyártást több mint 900 független szállító hálózatára szervezte ki, és jóval hosszabb a tervezéstől az értékesítésig terjedő ciklusa (Dopico és Crofton, 2007). A H&M Group, az Inditex Group és más fast fashion kiskereskedők átvették a fogyasztói divat irányítását. Ezek a márkák megragadják a legnagyobb divatházak design mintáit, ezeket pedig gyorsan és olcsón terjesztik. Most, hogy mindenki divatos ruhákat vásárolhat, könnyű megérteni, hogyan terjedt el a jelenség. Napjainkban népszerű, hogy a gyorsan mozgó divatkiskereskedők egy héten belül többször is bevezetnek új termékeket, hogy lépést tartsanak a trenddel (Folligné, 2020).

A fast fashion-t először az 1980-as években használták az amerikai ruhaiparban, annak érdekében, hogy csökkentsék a termelési időket. Az 1990-es években néhány divatipari vállalat,

mint például a The Gap Inc, kidolgozott egy olyan munkaciklust, amely körülbelül 500 órás volt. Néhány év alatt, a folyamatos fejlődés révén, a H&M Group és az Inditex Group körülbelül 170 órás piaci reakciós időt tudott elérni. Ez egy olyan struktúrán alapult, amely gyorsan és folyamatosan alkalmazkodni tudott az igényekhez. Ez évente körülbelül 20 kollekció létrehozását jelentette, hogy folyamatosan vonzza a potenciális vásárlókat (Lala, 2018).

Az ügyfelek igényeire adott gyors válaszokra és megfizethető árakra való tekintettel az Inditex Group felhagyott a divatipar hagyományos modelljével. A vállalat több mint 100 leányvállalatot működtet, köztük a Zara-t, amelyek függőlegesen integrálják a tervezést, a JIT gyártást, a terjesztést és az üzleti értékesítést, hogy felgyorsítsák a kommunikációt az ügyfelek és a tervezők között. A 300 tervező folyamatosan információkat keres arról, hogy milyenek lehetnek az ügyfelek igényei. Az Inditex Group termékeit kizárólag saját üzleteiken keresztül értékesíti, és ezek az üzletek csak saját termékeket forgalmaznak (Dopico és Crofton, 2007).

Összefoglalva tehát a divat mindig is nagyon fontos volt az emberiség számára, mivel ebben a fogyasztók kifejezhetik hovatartozásukat, visszatükrözik a kultúrájukat, a gondosan őrzött hagyományokat. A ruhaipar gyors fejlődése megkövetelte az ellátási láncok lerövidítését, hogy minél gyorsabban tudjanak reagálni a fogyasztói igényekre és trendekre. Ennek következtében jelentek meg a fast fashion vállalatok, amelyek gyorsan kínálják a divatnak megfelelő ruhadarabokat a fogyasztók számára. Az eddigieket tekintve azt is fontosnak tartom kiemelni, hogy az ellátási lánc rövidítése érdekében, és a JIT elméletnek megfelelően a fast fashion vállalatoknak két területre kell összpontosítaniuk: először is a belső, termelési folyamatokon kell javítaniuk, majd figyelniük kell arra is, hogy olyan beszállítókkal dolgozzanak, akik segítségével a logisztikát is hatékonyabbá tehetik.

A Fast Retailing (2023) a 2022-es pénzügyi évet vizsgálva, készített egy kimutatást, amely alapján az Inditex volt az első, őt követte a H&M az eladások szempontjából, a Gap pedig negyedik helyen szerepelt. A fast fashion vállalatokról olvasott számos cikk arra a következtetésre segített jutni, hogy az Inditex Group, a The Gap Inc és a H&M Group nagyon fontos szerepet töltenek be ebben az iparágban. A következőkben nézzük meg, hogyan lehet az ilyen (és más) vállalatok gazdasági és pénzügyi helyzetét elemezni.

2.2. GAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI ELEMZÉS

A gazdasági elemzés a gazdasági vezetés részére szolgáltat információkat a vállalat működéséről, illetve biztosítja a tájékozottságot (Baranyai et al., 2013). Számos piaci szereplő számára fontos, valamint hasznos lehet egy adott vállalat pénzügyi teljesítményének mérése és értékelése (Fazakas et al., 2003). Ezen piaci szereplőket két csoportra osztjuk: az első a belső,

a második pedig a külső érintettek (Virág et al., 2013). Belső felhasználónak számít a jelenlegi és a potenciális tulajdonosok és a menedzsment, a külső felhasználók közé tartozik pedig a gazdasági egység jelenlegi és jövőbeli hitelezői, a versenytársak, az államigazgatási és a felügyeleti szervek, illetve a gazdaságpolitikai irányítók (Takács, 2008).

Mindegyik felhasználó számára más információ lényeges a pénzügyi elemzésekből (Takács, 2008). A tulajdonosoknak segít annak megítélésében, hogy a vállalat vagyoni helyzete mennyire stabil, illetve jövedelmező-e, képes-e osztalékot fizetni, valamint annak mértéke mekkora lehet. A menedzsment számára a pénzügyi elemzés azért jelentős, mert választ kaphatnak arra, hogy az általuk irányított vállalat mennyire stabil, fejlődik-e, emellett pedig ennek segítségével tudnak rövid és hosszabb távú döntéseket is meghozni a gazdálkodáshoz kapcsolódóan. A hitelezőket az ilyen pénzügyi teljesítménymérésből az érdekli, hogy a vállalkozás biztosan tudja-e majd törleszteni a hitel részleteit (Bíró et al., 2012). A költségvetés szervei azokra az információkra tartanak igényt, hogy a vállalkozás ki tudja-e fizetni az adókat és járulékokat, illetve stabil-e és jövedelmező-e (Takács, 2008).

Fontos megemlíteni, hogy a teljes tőkepiac szintjén is kiemelt jelentősége van a pénzügyi elemzéseknek, hiszen ez a feltétele a piaci hatékonyság működésének, mert ezek az elemzések teremtik meg annak lehetőségét, hogy az értékpapírok árfolyamában megmutatkozzon minden múltbeli és frissen nyilvánosságra került információ az adott vállalatról (Fazakas et al., 2003). Damodaran (2006) szerint azokat az alapvető információkat, amelyeket az elemzésnél és értékelésnél felmerült kérdések megválaszolására használják, a pénzügyi kimutatások biztosítják. Szerinte négy fontos kérdés fogalmazódik meg, amelyek a pénzügyi kimutatásokat irányító négy alapelv miatt tevődnek fel: az első az, hogy „Milyen értékesek egy cég eszközei?”, a második: „Honnan teremti elő a cég az eszközök finanszírozására szolgáló pénzt?”, a harmadik, hogy „Mennyire nyereségesek ezek az eszközök?”, valamint a negyedik: „Mennyi bizonytalanság (vagy kockázat) van ezekben az eszközökben ágyazva?”.

A vállalkozások értékeléséhez tájékozottságra van szükség, fontos, hogy megbízható, egységes információs rendszer álljon rendelkezésre a vállalat és ennek környezete számára (Bíró et al., 2012). A vállalatok elemzését múltbeli adatok alapján lehet elvégezni (Fazakas et al., 2003). Következésképpen a vállalat teljesítményét a vállalat időszakonként készített és nyilvánosan (vagy zárt körben) kibocsátott pénzügyi jelentései alapján értékelik. Ezek az általánosan elfogadott pénzügyi kimutatások hiteles képet próbálnak biztosítani a múltbeli gazdasági események hatásairól. A legfontosabb pénzügyi kimutatások a mérleg, amely egy adott időpontra vonatkozóan tartalmazza a vállalat eszközeit és forrásait, az

eredménykimutatás, amely egy bizonyos időszakra vonatkozóan szemlélteti a vállalat döntéseinek hatását az üzleti teljesítményére (Bodie et al., 1996), illetve a cash flow kimutatás, amely a pénzáramlások belső mozgását tükrözi (Virág, 1996). Ebben a dolgozatban részletesebben nem térek ki a pénzügyi kimutatások ismertetésére.

Az elemzés különböző szempontok mentén készíthető el, viszont az elvégzett személytől és céltól függetlenül az elemzési rendszernek három követelménynek kell megfelelnie:

1. az elemzés alapját szolgáló adatok tartalma a megvizsgált vállalatoknál azonos elvek mentén kell készülnenek;
2. az elemzés módszertana megegyező vagy hasonló kell legyen;
3. valamint a kapott eredményeket hasonlóképpen kell értelmezni (Fazakas et al., 2003).

A nemzetközi gyakorlatban a legelterjedtebb vizsgálati rendszer a mutatóelemzés vagy rátaelemzés, amely alapja a pénzügyi arányszámok értékelése (Fazakas et al., 2003). A mutatószámok jelentősen tömörített számszerű kifejezések, amelyek által a beszámolók adatai eléggé mélyek ahhoz, hogy viszonylag gyors és értékelhető ismereteket nyújtsanak a bonyolult gazdasági összefüggésekről, folyamatokról, a vállalat helyzetéről. A mutatószámoknak két nagy csoportja létezik: az abszolút és a relatív mutatószámok (Bíró et al., 2012).

Az abszolút mutatószámokat két részre bonthatjuk: az egyik része megtalálható a beszámolóban, mint például a mérleg szerinti eredmény vagy az értékesítés nettó árbevétele, a másik része pedig egyszerű számításokkal megadható (Jacobs és Oestreicher, 2000; Bíró et al., 2012). Ezek a mutatók csak korlátozott jelentéssel bírnak, ezért ezeket csak kiindulópontnak használják a relatív mutatószámok meghatározásánál (Jacobs és Oestreicher, 2000). A relatív viszonyszámok két abszolút szám között lévő kapcsolatot szemléltetik hányados formájában. Ennek köszönhetően nagyon fontos, hogy a két abszolút szám között logikai összefüggésnek, illetve a hányadosnak gazdaságilag értelmezhetőnek kell lennie (Bíró et al., 2012).

A mérleg átfogó elemzése valójában a vállalkozás vagyoni és pénzügyi helyzetének tanulmányozása, valamint a változásokra vonatkozó átfogó értelmezés. A mérleg eszköz- és forrásoldali adatait felhasználva beszélhetünk vertikális és horizontális elemzésről. A vertikális elemzés keretében a mérleg egyik oldalának adatait használjuk. Ez azt jelenti, hogy az eszköz és a forrás oldal összetételét vizsgáljuk, illetve még mutatószámokat is tudunk képezni. Ezzel szemben a horizontális elemzés esetében olyan mutatószámokat használunk, amelyek mind eszköz-, mind forrásoldali elemeket használnak, tehát összevetjük a mérleg két oldalának valamelyik csoportját (Bíró et al., 2012). A mérleg tanulmányozása a vagyoni helyzet elemzésében segít (Takács, 2008). Ezen kívül viszont a mutatószám vizsgálat még a következő

indikátorokra csoportosítható: jövedelmezőségi, hatékonysági, eladósodottsági, likviditási, piaci (Fazakas et al., 2003), illetve cash flow alapú mutatók (Bíró et al., 2012).

2.2.1. A VAGYONI HELYZET ELEMZÉSE

A vagyoni helyzet elemzésénél a mérleg eszköz- és forrásoldali adatait használjuk (Takács, 2008). A vállalat vagyoni helyzetének értelmezésekor tehát megvizsgáljuk az eszközök és a források összetételét, illetve különböző mutatószámokat számolunk ki (Bíró et al., 2012). A vagyoni helyzet elemzésénél leginkább megoszlási viszonyszámok lesznek, mint például valamely eszköz- vagy esetleg forráscsoport a felette lévő főcsoporthoz, vagy a mérlegfőösszeghez viszonyított aránya. Ezek mellett még előfordul kisebb részosztályok egymáshoz viszonyított aránya (Takács, 2008). A vagyoni helyzet átfogó felmérésére egyaránt használhatunk vertikális és horizontális mutatószámokat is (Bíró et al., 2012).

A mérleg eszköz oldalán lévő adatokból eszközszerkezeti mutatókat képezhetünk, amelyek segítségével megvizsgálhatjuk az eszközökön belül kialakítható fontosabb arányokat és ezek változásait. Az első két legfontosabb eszközszerkezeti mutató a befektetett eszközök, illetve a forgóeszközök aránya (Bíró et al., 2012). A befektetett eszközök aránya azt fejezi ki, hogy a vállalat egy éven túli eszközeinek értéke mekkora arányt képvisel a teljes eszközértékből. A forgóeszközök aránya az egy évnél rövidebb ideig tartott eszközök arányát mutatja szintén a mérlegfőösszeghez mérve (Takács, 2008). Ez a két mutató kifejezi, hogy nagyságrendileg milyen a vállalat eszközleköltése (Bíró et al., 2012), illetve jelzik az eszközök élettartama szerinti szerkezetét (Takács, 2008), viszont jelentős következtetéseket csak akkor vonhatunk le, ha további eszközszerkezeti mutatókat vizsgálunk meg (Bíró et al., 2012).

A befektetett eszközökön belül elemezhetjük az immateriális javak arányát, amely, ha magas, akkor utalhat nagy értékű vagyoni jogokra, esetleg szellemi termékekre vagy erőteljes cégértékre lehet következtetni. Emellett értékelhetjük a tárgyi eszközök arányát is, amely a termelésben használt eszközök értékéről ad információt, illetve a harmadik a befektetett pénzügyi eszközök aránya, amely tükrözi a más vállalkozásokban szerzett részesedéseket, valamint a tartós pénzügyi befektetéseket, mint például értékpapírok, adott kölcsönök vagy bankbetétek. A forgóeszközökön belül a készletek, a követelések, az értékpapírok, továbbá a pénzeszközök aránya vizsgálható meg. Ezek közül leggyakrabban a követelések és a készletek aránya szokott a legmagasabb lenni (Takács, 2008).

Fontos megemlíteni, hogy a mérleg eszköz oldalának vizsgálatát, az eszközoldali mutatókat csak időbeli alakulás szempontjából célszerű használni, hiszen ezek a mutatók térbeli

összehasonlításra csak korlátozottan felelnek meg, mivel az eszközök szerkezetét nagyban befolyásolja a vállalat tevékenysége (Bíró et al., 2012).

Az eszközök kritikus vizsgálata mellett nagyon fontos szerepe van a mérleg forrásoldali vizsgálatának, hiszen ezáltal a vállalat tőkeszerkezetéről kaphatunk képet (Takács, 2008). Ezen adatok segítségével tőkeszerkezeti mutatókat számolhatunk ki. A nemzetközi gyakorlatban is az egyik legelterjedtebb tőkeszerkezeti mutató a tőkeellátottság, amely lényegében a saját tőke aránya az összes forráshoz képest. A tőkeellátottsági mutató térbeli összehasonlítása esetén szem előtt kell tartani a tőkeigényt, amelyre szüksége van a vállalatnak tevékenységéhez, hiszen ez más és más annak függvényében, hogy a vállalkozás termel, kereskedik vagy szolgáltat, valamint időbeli vizsgálat esetén a mutató növekedése kedvező a vállalat számára (Bíró et al., 2012). A saját tőke aránya a saját erő mértékét mutatja (Takács, 2008). A tőkeellátottság komplementere a kötelezettségek aránya. Ez a két mutató egymással ellentétesen mozog. Minél nagyobb arányban tart igényt idegen forrásra a vállalat, annál kevesebb lesz saját tőkéjének aránya (Takács, 2008). Ennek értékelésénél figyelembe kell vennünk a hosszú lejáratú kötelezettségek tartalmát, indokoltságát és az ezekhez tartozó terheket is. Az adósságállomány arányának nincs meghatározott elfogadható értéke, hanem a mutató időbeli alakulását kell megfigyelnünk, és a mutató növekedése esetén a jövőben számítanunk kell az esetleges likviditási problémákra (Bíró et al., 2012).

Fontos megvizsgálni a kötelezettségeket lejáratuk szerint is, hiszen vannak rövid és hosszú lejáratú kötelezettségek, amelyek a vállalat likviditására gyakorolnak jelentős hatást. Ezek arányát a kötelezettségekhez mérten külön - külön kell vizsgálni (Takács, 2008). Akkor hatékony a tőkegazdálkodás, ha a rövid és a hosszú lejáratú kötelezettségek összhangban vannak a befektetett és forgóeszközökkel, ezt nevezik lejárat-egyezőség elvének („maturity matching principle”). Ezek összhangja azért fontos, mert a rövid lejáratú kötelezettségek növekedése esetén megtörténhet, hogy a vállalat ezeket csak a termelésben használt eszközök felélésével tudja kielégíteni (Bíró et al., 2012).

A mérleg eszköz és forrás oldalának összhangját vizsgálva egy fontos mutató a nettó forgótőke (Bíró et al., 2012), amelyet a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek különbségeként lehet megkapni. Tehát a nettó forgótőke a forgóeszközök azon része, amelyet a tartós forrásokból finanszíroznak (Baranyai et al., 2013).

2.2.2. JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK

Úgy gondolom, hogy minden profitorientált vállalatnak az egyik legfontosabb szempontja, hogy a befektetett tőke és munka megtérüljön, tehát vállalkozásának

jövedelemtermelőnek kell lennie, ezért nézzük meg, hogy milyen mutatószámokkal tudjuk mérni a vállalkozások profitabilitását.

A jövedelmezőségi mutatók esetében a különböző eredménykategóriákat bizonyos vetítési alapokhoz mérjük. Ezen mutatók segítségével minősítő elemzést tudunk készíteni, hiszen a nyereségteremtés képességének változását vizsgálhatjuk, valamint segít az eredményesség tendenciaszerű elemzésében (Bíró et al., 2012). A jövedelmezőségi mutatók betekintést nyújtanak abba, hogy a vállalkozás a tulajdonosok és a hitelezők forrásait milyen profitabilitással használta fel, valamint hogyan hasznosítja ezeket a forrásokat eszközök megszerzésére úgy, hogy ezek használata által nyereséget termeljen (Fazakas et al., 2003).

A vállalat különböző eredményeit vehetjük figyelembe: az adózott eredményt (EAT - Earnings after tax), az adózás előtti eredményt (EBT - Earnings before tax), amely az EAT és a jövedelemadó összege, a működési profitot (EBIT - Earnings before interest and taxes), amely az EBT és a kamatráfordítások összege, illetve kamatfizetés és adózás, értékcsökkenési leírás előtti nyereséget (EBITDA - Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization), amelyet az EBIT és az amortizáció összege ad meg (Huzdik et al., 2020).

A fent említett eredménykategóriák nemzetközileg is elterjedtek. Az EBIT valójában a működési tevékenység eredményességét szemlélteti a kamatfizetéssel korrigálva, az EBITDA cash flow tekintetben közelíti meg, az amortizáció összegét is figyelembe veszi, hiszen ez nem jár pénzmozgással. Egy másik fontos eredménykategória a korrigált adókkal csökkentett nettó működési eredmény (NOPLAT - Net Operating Profit less adjusted Taxes), amely az adózott eredmény és a fizetett kamatok összege (Copeland et al., 1999). A NOPLAT figyelembe veszi az adófizetést, mivel ez minden országban jelen lévő gazdasági tényező (Paár et al., 2021).

A jövedelmezőségi mutatókat úgy különböztetjük meg, hogy figyelembe vesszük a vetítési alapot. Az egyik legáltalánosabb jövedelmezőségi mutató az árbevétel-arányos nyereség (ROS) (Virág, 1996), amely azt szemlélteti, hogy a nyereség az árbevétel hány százalékát teszi ki, tehát a vállalat a teljes tevékenységet figyelembe véve, milyen forgalomarányos haszonnal működik. Ezt a mutatót nem önmagában értékeljük, hanem összehasonlításokra alkalmas, valamint segíthet a kedvezőtlen tendenciák előrejelzésében (Fazakas et al., 2003). A ROS (Return on Sales) egy népszerű mutató a vállalatok közötti összehasonlításokban. Az értékét az adott tevékenység típusa és jellege határozza meg. Általában elvárható, hogy erősen specializált vállalkozásoknál magasabb a profitráta, míg például a kereskedelemben ez általában alacsonyabb lehet. Az ágazati sajátosságok korlátozhatják a profitrátát, de ez a hátrány nagyobb forgalommal ellensúlyozható. Ezért a

profitrájának fontos szerepe van a vállalkozás piaci helyzetének és a piaci verseny intenzitásának kifejezésében (Ulbert et al., 2018).

A ROS mutató mellett még fontos információkat szolgáltat az eszközarányos megtérülés (ROA) és a saját tőke-arányos megtérülés (ROE) is (Takács, 2008). A ROA azt mutatja meg, hogy a vállalat az eszközei felhasználásával mennyire hatékonyan tud nyereséget termelni a finanszírozási hatások előtt (Damodaran, 2006), tehát azt szemlélteti, hogy a vállalat összes eszköze átlagosan mekkora hozamot eredményezett (Fazakas et al., 2003). A ROE mutató segítségével a tőketulajdonos szemszögéből értékeljük a vállalat jövedelmezőségét (Damodaran, 2006). Így a ROE választ ad arra, hogy a vizsgált időszak alatt a saját tőke mekkora hozamot generált (Fazakas et al., 2003).

2.2.3. HATÉKONYSÁGI MUTATÓK

Az előző mutatócsoporthoz hasonlóan a hatékonysági mutatók is a vállalat működésének vizsgálatára használatosak (Fazakas et al., 2003). Ezek a mutatók az eszközök vagy eszközcsoportok kihasználtságának oldaláról közelítik meg a vállalat működésének elemzését (Virág et al., 2013). Tehát a hatékonysági mutatók lényegében az erőforrás-felhasználás gazdaságosságát mérik (Bíró et al., 2012), értékelik, hogy a vállalat mennyire hatékonyan tudja felhasználni eszközeit ahhoz, hogy nyereséghez jusson (Bodie et al., 2011). A hatékonysági mutatókat általában négy csoportra osztjuk: az egyik a forgási sebességmérő mutatók, amelyek azt szemléltetik, hogy a vizsgált eszköz vagy eszközcsoport árbevétel formájában hányszorosan térül meg, a második a forgási idő mutatók, amelyek megmutatják, hogy a vizsgálat tárgyának mennyi időre van szüksége a pénzzé váláshoz (a forgási sebesség és a forgási idő mutatók egymás reciprokai), a harmadik az egy főre vetített mutatók, amikor a munkaerő kihasználtságáról szeretnénk információt kapni, valamint a negyedik az eszközök adott csoportjára számolt mutatók (Fazakas et al., 2003).

Az egyik fontos hatékonysági mutató az eszközök forgási sebessége (ATO), amely a nettó árbevétel és az átlagos eszközállomány hányadosa (Virág, 1996). A készletek forgási ideje valójában a készletek forgási idejének reciproka, amely azt mutatja, hogy a vizsgált évi értékesítés mellett a készletek állománya átlagosan hány nap alatt fordult meg. A vállalatok a mutató minél alacsonyabb értékére törekednek (Fazakas et al., 2003).

A következő jelentősebb hatékonysági mutató a vevők forgási ideje, vagy másként átlagos beszedési időnek is nevezik, amely demonstrálja, hogy a vállalat mennyi idő alatt tudja a vevői követeléseit pénzzé váltani. A következő hatékonysági mutató a szállítók forgási ideje, amely szemlélteti, hogy a vállalat átlagosan hány nap alatt fizeti ki a szállítói kötelezettségeit.

Ez a mutató felfedi a társaság fizetési fegyelmét a szállítóval szemben, tehát a vállalat fizetési hajlandóságát számszerűsíti. Az utolsó általam említett hatékonysági mutató az egy főre jutó árbevétel, amely a munkaerő kihasználtságot méri (Fazakas et al., 2003). Az elemzésben a készletek, a szállítók és a vevők forgási idejének képlete a munkanapok számát, azaz 250 napot tartalmaz, viszont egyes elemzésekben a 356 nap is előfordulhat.

2.2.4. ELADÓSODOTTSÁGI MUTATÓK

A vagyoni helyzet elemzését követően, a pénzügyi helyzet elemzése történhet mutatószámokkal, illetve a likviditási mérleggel. A mutatószámokkal való értékelés során két esetet vizsgálunk: az egyik a rövid táv, amely keretében a likviditási mutatókat értelmezzük, a második pedig a hosszú táv, amely esetében az adósságállományra értelmezett mutatókat értékeljük (Bíró et al., 2012). A vállalkozás adósságállományát az eladósodottsági mutatók segítségével elemezzük (Takács, 2008). Az eladósodottsági mutatók arra adnak választ, hogy milyen a vállalat finanszírozási szerkezete, tevékenysége, valamint milyen hatással van ez a befektetőkre. Ezek a mutatók tehát a pénzügyi kockázatot mérik (Fazakas et al., 2003), valamint demonstrálják, hogy a vállalatot mekkora tartozások terhelik (Bodie et al., 2011).

A tőkeáttételi mutatók keretében az első indikátor az adósságállomány aránya, amely az idegen tőke és az összes tartós forrás hányadosa. A következő mutató a saját tőke aránya, amely a saját tőke összes hosszú távú forráshoz mért arányát számszerűsíti (Bíró et al., 2012). Ezeket a vagyoni szerkezet vizsgálatakor már említettem.

A következő eladósodottsági mutató az adósságállomány fedezettsége, amely segít a saját tőke és az adósságállomány kapcsolatának kiértékelésében (Bíró et al., 2012). Egy másik tőkeáttételi mutató az idegen tőke és saját tőke aránya, amely értéke, ha magas, akkor a finanszírozási tőkeáttétel mértéke is magas (Fazakas et al., 2003). A mutató értéke változik az adott ágazattól és tevékenységtől függően. Általában elmondható, hogy minél magasabb ez az érték, annál nagyobb lehet a vállalkozás kockázata és bizonytalansága (Ulbert et al., 2018). A következő eladósodottsági mutató a kamatfedezettségi mutató, amely a finanszírozási kockázat mértékét kvantifikálja. Ez szemlélteti, hogy a vállalat milyen mértékben tudja fedezni a hiteltartozásból származó kötelezettségeket. Ennek a mutatónak több fajtája ismert, viszont most azt vizsgáljuk, hogy a kamatok, adózás és értékcsökkenési leírás előtti eredmény (EBITDA) mennyire képes fedezni a vállalat kamatkötelezettségeit (Fazakas et al., 2003).

2.2.5. LIKVIDITÁSI MUTATÓK

A likviditás azt jelenti, hogy mennyire könnyen és gyorsan lehet pénzzé tenni a vagyontárgyakat. Amikor ezeket rangsorolják különböző likviditási szintek szerint, azt

vizsgálják, hogy azok mennyi idő alatt és milyen költséggel válthatók készpénzzé, vagyis mennyire könnyen átalakíthatók likvid vagyonná (Pálinkó és Szabó, 2006). A likviditás fontos szerepet játszik a vállalat hitelképességében. A hitelképesség azt szemlélteti, hogy a hitelfeltevő képes-e időben törleszteni a hitelt, illetve, hogy stabil likviditással rendelkezik-e. A magas hitelképesség kedvezőbb hitelfelvételi költségeket és jobb feltételeket biztosít a vállalat számára, ami elősegíti a befektetési rugalmasságot, és lehetővé teszi, hogy hatékonyabban kihasználja a nyereséges lehetőségeket. A jó likviditással rendelkező gazdasági egységek alacsonyabb kockázatot jelentenek a hitelezők számára, ennek következtében ezek hitelképesebbek (Bethlendi et al., 2018).

Amint már említettem a pénzügyi helyzet elemzése mutatószámok segítségével történhet hosszabb távon, amelyet már az előző alfejezetben ismertettem, és rövid távon, azaz a likviditási mutatószámok vizsgálatával (Bíró et al., 2012). A likviditási mutatók segítségével azt tudhatjuk meg, hogy az adott vállalat a forgóeszközeit felhasználva milyen mértékben képes kielégíteni a rövid lejáratú kötelezettségeit (Bodie et al., 2011). A vállalat forgóeszközei rövid időn belül pénzzé tehetőek, ezáltal a rövid lejáratú kötelezettségeinek eleget tud tenni. A likviditási mutatók abban különböznek egymástól, hogy a forgóeszközök mely elemeit vesszük figyelembe (Virág et al., 2013). A likviditási mutatóknak van előnye és hátránya is. Pozitívum, hogy ezen mutatók komponensei viszonylag pontosak, mivel egy megbízható számviteli rendszerben a rövid távú eszközök és források vizsgálata sokkal realisabb, mint a hosszú lejáratúaknak. Viszont a mutatók hátránya az, hogy ezek értéke gyorsan változhat, emiatt a vállalat likviditását folyamatosan figyelni kell, hiszen egyes tevékenységek esetén a likviditás szezonálisan eltérhet (Fazakas et al., 2003).

Az első mutató az általános likviditási mutató, amelyet a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek hányadosaként kapunk meg (Bodie et al., 1996). Fontos, hogy a vállalkozás forgótőke gazdálkodása hatékony legyen, tehát az elvárás az, hogy a forgóeszközöknek teljesen fedezniük kell a rövid lejáratú kötelezettségeket, azaz a mutató 1-nél magasabb eredményt kell adjon (Takács, 2008). A következő mutató a likviditási gyorsráta, amely esetében a pénzeszközök, az értékpapírok, illetve a rövid lejáratú követelések összegét a rövid lejáratú kötelezettségek értékével osztjuk el. A likviditás második foka azt szemlélteti, hogy a vállalat likvid, illetve könnyen likviddévá tehető eszközei milyen mértékben fedezik a vállalat hamarosan esedékes tartozásait (Jacobs és Oestreicher, 2000).

A harmadik leggyakoribb likviditási mutató a pénzhányad mutató, amely esetében a likvid eszközök még kisebb részét vesszük figyelembe. A mutató számlálójában az azonnal pénzeszközzé tehető értékpapírok, valamint a pénzeszközök szerepelnek, a nevezőben pedig

ismételten a rövid lejáratú kötelezettségek jelennek meg. Tehát a mutató számlálójában a forgóeszközök értékét készletek és a követelések értékével csökkenjük. Ezért a mutató értelmezésnél figyelembe kell vennünk a készletek és a követelések minőségét. Ha a mutató értéke egy fölött van, teljes likviditási biztonságban tudható a vállalat, viszont, ha a követelések és a készletek megtérülése elfogadható, akkor ilyen mértékű biztonság szükségtelen, sőt ekkora pénzhányad mutató veszteségforrást is jelenthet, hiszen a vállalat fölöslegesen tartott pénzeszközöket befektethetné kamat ellenében (Fazakas et al., 2003).

Ha a vállalatok likviditását vizsgáljuk fontos lehet még elemezni a hitelfedezettségi mutatót, amelyet a követelések és a rövid lejáratú kötelezettségek, vagy szűkebben értelmezve a vevők és a szállítók hányadosaként kapunk meg. Ez a mutató azt szemlélteti, hogy az egy éven belül esedékes tartozásokat mennyire tudjuk finanszírozni az egy éven belül várható befolyó pénzeszközökből (Takács, 2008).

2.2.6. PIACI MUTATÓK

A piaci mutatók valójában a vállalatok jelenlegi és jövőbeli tulajdonosainak, a befektetőknek nyújtanak fontos és hasznos információkat (Fazakas et al., 2003). Az egy részvényre jutó nyereség egy piaci mutató, amely az adózás utáni eredmény és a részvények számának a hányadosa (Fazakas et al., 2003). A részvénytársaságok esetében ez az egyik fontos indikátor, amelyre a jövőbeni feladatokat és célokat alapozzák. Fontos, hogy a nevezőben a részvények átlagos számát használjuk, mert ennek értéke év közben változhat. Illetve lényeges figyelmet fordítani arra is, hogy ha a vállalatnak vannak konvertálható értékpapírai, amelyeket részvényekké tud alakítani, akkor az egy részvényre jutó nyereséget átalakított alapon is meg kell határozni (Virág, 1996).

A következő fontos piaci mutató az árfolyam/nyereség, azaz P/E ráta, amely a részvényárfolyam és az egy részvényre jutó nyereség hányadosa (Bodie et al., 1996). A P/E rátát nyereség-többszörösnek (Earnings Multiple) is nevezzük (Virág et al., 2013). A P/E ráták kiszámolása a vállalatok esetében eltérő lehet, mivel az EPS mutatót különböző módon lehet megadni, illetve vannak olyan elemzők is, akik az aktuális árfolyam helyett az elmúlt hat hónap átlagos árfolyamát veszik. Az EPS esetében háromféle számítást szokás alkalmazni: az első, hogy a legutóbbi üzleti év egy részvényre jutó nyereségét veszik, a második esetben a legutolsó négy negyedév EPS-ét veszik, vagy szokták használni a következő üzleti év EPS mutatóját is. Az első tekintetben az aktuális P/E mutatót, a második helyzetben a görgetett P/E-t, illetve a harmadik számítási mód esetében az előretekintő (forward) P/E indikátort kapjuk meg. Ezek mellett az EPS számításánál használni lehet a forgalomban lévő részvények számát, vagy akár

a teljesen felhígított részvények számát is, illetve a rendkívüli tételeket tartalmazhatja, meg ki is lehet hagyni (Damodaran, 2006). Egy másik jelentős piaci mutató a kapitalizáció, amely azt szemlélteti, hogy mennyiért lehetne a vállalatot megvásárolni, tehát mekkora a vállalat tőkeértéke. A vállalat kapitalizációját a részvények darabszámának és a részvények árfolyamának szorzata adja meg (Fazakas et al., 2003).

A piaci mutatók esetében még fontos megvizsgálunk az osztalékhozamot, amely az egy részvényre jutó osztalékot a részvényárfolyamhoz méri, tehát a tőzsdei befektetések tényleges hozamát értékeli. Az osztalékhozam jelentős lehet a potenciális befektetők számára, mivel a mutatóban szereplő értékek a befektetések megtérülésének forrásai. A magas osztalékhozam vonzó a befektetők számára (Paár et al., 2021).

2.2.7. CASH FLOW ALAPÚ MUTATÓK

Az eddig tárgyalt mutatócsoportok a mérleg és az eredménykimutatás különböző elemeit vizsgálták, viszont a cash flow alapú mutatók már a pénzforgalmi jelentés tételeit is tanulmányozzák. A cash flow kimutatást le lehet vezetni direkt és indirekt módon. Direkt cash flow kimutatásnak nevezzük azt, amikor a pénzbevételből levonjuk a pénzkidadásokat, valamint indirekt pénzforgalmi jelentésnek hívjuk azt, amikor úgymond visszafelé vezetjük le az időszak pénzáramlását, vagyis a számviteli eredménnyel összevonjuk az eredményben szereplő, de pénzmozgással nem járó tételeket és az eredményben nem szereplő, de pénzmozgással járó elemeket (Takács, 2008).

A cash flow kimutatás elemzésekor legelőször arra a kérdésre kell választ keresnünk, hogy a vállalat pénzeszközei melyik tevékenysége által képződtek, illetve ezeket mely területen használták fel. Általában a pénzeszközök nagyobb hányada a működésből származik, hiszen ez teszi lehetővé, hogy biztosítsák a további működést, a fejlesztéseket, az osztalékfizetést, valamint a hitelek törlesztését. Fontos ennek vizsgálata, hiszen egy esetleges kölcsönfelvételnél a kölcsönt nyújtó bank először erre fog kiemelt figyelmet fordítani. Ha a vállalkozás pénzeszközei leginkább a befektetési tevékenysége által keletkeznek, akkor ez arra utalhat, hogy a vállalat a befektetett eszközeit a pénzügyi nehézségei miatt kezdte értékesíteni. Hosszú távon ez csődhelyzetre is rámutathat. Az utolsó helyzet pedig, ha a finanszírozási tevékenységből származik a legtöbb pénzeszköz, akkor az azt is jelentheti, hogy jelentős mértékű a külső forrás bevonása (Bíró et al., 2012).

A pénzáram alapú mutatók gyakran kiemelkedő előrejelzőként szerepelnek, különösen az összes adóssággal kapcsolatban. Beaver (1966) volt az egyik első, aki felismerte a pénzáram és az összes adósság arányát. Ugyanakkor Beaver (1966) csak a nettó jövedelem és az

amortizációs költségek összegéből állapította meg a pénzáramot. Ong és munkatársai (2011) is arra a következtetésre jutottak, hogy a pénzáram és az összes kötelezettség aránya erős előrejelző, az ők munkájuk során a pénzáramot az EBITDA alapján határozták meg.

Az első cash flow alapú mutató, amelyet lényegesnek tartok az a működési cash flow és az összes kötelezettség aránya, amely a teljes készpénznek az adóssághoz viszonyított százalékos arányát mutatja (Barua és Saha, 2015). A következő pénzáramlás alapú indikátor az adósságfedezeti mutató, amely azt tükrözi, hogy az adott időintervallum alatt realizált operatív cash flow mennyire tudja kielégíteni a vállalat hosszú lejáratú kötelezettségeit (Bíró et al., 2012). Az operatív cash flow marzs egy másik cash flow alapú mutató, amely azt vetíti előre, hogy mekkora mértékű pénzbevételt eredményez egy egységnyi értékesítési árbevétel. Illetve az utolsó általam szemléltetett pénzáramlás alapú mutató a tőkearányos jövedelmezőség, amely a működési cash flow és a saját tőke hányadosa (Bíró et al., 2012).

2.3. TŐKEPIACI ÁRFOLYAMOK MODELLJE (CAPM)

A vállalatokat a gazdasági és pénzügyi elemzés mutatóin kívül más módszerekkel is értékelhetünk. Minden eszközt, akár reál-, akár pénzügyi eszköz, lehet értékelni. Viszont más adatokat igényel egy ingatlan és más egy tőzsdén forgó részvénynek az értékelése. Egyik kedvenc idézetem Oscar Wilde-től származik, aki úgy határozta meg a cinikus embert, hogy ez a személy „mindennek ismeri az árát, de semminek sem tudja az értékét”. Ez néhány befektetőre is igaz lehet, akik a „nagyobb bolond” elmélet táborát erősítik, amely azt mondja, hogy addig hanyagolható el egy eszköz értéke, amíg van „nagyobb bolond”, aki ezt megveszi. A józan befektető pedig az, aki soha nem fizet nagyobb összeget egy eszközért, mint amennyit ér. Minden befektetés egy jövőben elvárt pénzáramlás miatt történik, így az ezekért fizetett összegnek tükröznie kell az ettől elvárt pénzáramlást. Illetve még kiemelkedő fontosságú, hogy a vállalat és a vállalat eszközeinek értékelésekor olyan diszkontrátát alkalmazzunk, amely a pénzáramlások kockázatát is jelzi. A tőkepiaci árfolyamok modellje az egyik piaci kockázatot mérő modell (Damodaran, 2006). Minden gazdasági modell valójában egyszerűsített leírása a valóságnak. Azért kell leegyszerűsíteni valamilyen szinten a valóságot, hogy tudjuk értelmezni és megérteni a körülöttünk zajló eseményeket (Brealey és Myers, 2011). A CAPM modell szerint azt mondhatjuk, hogy a tőke alternatív költsége megegyezik a vállalat betájának és az értékpapírok hozamának összegével, ezt szorozva a piaci kockázati prémiummal (Copeland et al., 1999). A CAPM modell alapvetően egy megoldást kínál a saját tőke költségének kvantifikálásához (Vause, 2005), tehát a saját tőke költsége és a tulajdonosoktól elvárt hozam valójában ugyanaz az r_E .

A tőkepiaci árfolyamok modellje a pénzügyek egyik kulcsfontosságú összefüggését tartalmazza: a hozam és a kockázat kapcsolatát (Virág et al., 2013). A CAPM modell megmutatja, hogy milyen összefüggés van a kockázat és a várható hozam között. A CAPM modell megad egy várható nyereséget, amely segít a befektetési lehetőségek értékelésében. A modellnek köszönhetően ismeretet kapunk arról, hogy egy részvény várható hozama mekkora a kockázathoz képest, illetve információt kaphatunk arról az eszközről, amely még nem került forgalomba a piacon (Bodie et al., 1996). Ez azért lényeges, mert a befektetők a hozamok és a kockázatok együttes elemzésével döntenek a befektetési lehetőségekről, hiszen minél magasabb egy befektetés kockázata, annál nagyobb hozamot várnak el ettől (Virág et al., 2013). Befektetési kockázat alatt azt értjük, hogy a befektetéseknek a várható értékét tudjuk előrejelezni, viszont ez eltérhet a ténylegesen realizált értéktől (Fazakas et al., 2003).

Mindenki egyetért abban, hogy a kockázatos befektetéseknek magasabb az elvárt hozama, mint a kockázatmentes értékpapíroknak (Brealey és Myers, 2011). Vizsgáljuk meg tehát a portfóliók, vagyis az értékpapírok együttesének hozam és kockázat összefüggéseit. Egy portfólió kockázatának kisebb a súlyozott átlaga, mint a portfólióban szereplő befektetéseké. Ez lényegében a cél, hogy diverzifikált legyen a portfóliónk, tehát fontos az olyan értékpapírokba történő befektetés, amelyeknek a hozamai nem együtt változnak, így a portfólió szórása csökkenhet a benne lévő befektetések átlagos szórásához viszonyítva. Fontos, hogy a portfólióban a kockázatos befektetések mellett kockázatmentes értékpapírokat tartsunk, ennek kell megtalálni az optimális választást, így egy hatékony portfóliót kapunk. A kockázatos befektetések összessége lesz a piaci portfólió, amelynek a hozama a piaci nyereség, ezt r_m -mel jelöljük. Ez az érték meg kell haladja a kockázatmentes hozamot (r_f), tehát az $(r_m - r_f)$ pozitív kell legyen, ami valójában a piaci kockázati prémium (Fazakas et al., 2003).

A befektetőket a kockázat érdekli, amelyet a diverzifikációval nem tudnak elkerülni (Brealey és Myers, 2011). Ezek tudatában arra a kérdésre keressük a választ, hogy mitől függ a kockázatos befektetések hozama, valamint ezek kockázati prémiuma (Fazakas et al., 2003). Ennek a kérdésnek a megválaszolásában segít a CAPM modell (Capital Assets Pricing Model - Tőkepiaci árfolyamok modellje), amely három közgazdász, William Sharpe, Jack Treynor és John Lintner megoldása volt az 1960-as évek közepén. A CAPM modell a befektetések elvárt hozamát a betájukkal (β) egyenlíti ki. Ez a feltételezés azt jelenti, hogy minden befektetés az értékpapír-piaci egyenest követve (SML - Security Market Line) helyezkedik el. Ebből tehát az a következtetés vonható le, hogyha a befektetés betája 0,5, akkor a várható kockázati prémium fele a piaci várható kockázati prémiumnak, valamint, ha a beta kettő, akkor a piaci kockázati prémiumnak kétszerese a befektetés várható kockázati prémiuma (Brealey és Myers, 2011).

A tőkepiaci árfolyamok modellje a következőket feltételezi: minden befektetőnek kockázatelutasítónak kell lennie, illetve egy időintervallumra van várható hozam - szórás hasznossági függvénye, várakozásaik homogének, a kockázatmentes kamatláb mellett van hitelnújtási és hitelfelvételi lehetőségük, illetve tökéletes a tőkepiac. A modell lényegében azt állítja, hogy a befektetések kockázati prémiuma megegyezik a piaci kockázati prémium és a befektetés szorzatával. Tehát egy befektetés betája azt szemlélteti, hogy milyen irányban és mekkora mértékben változik meg a befektetés várható kockázati prémiuma, ha a piaci kockázati prémium adott mértékben megváltozik (Fazakas et al., 2003).

Bodie és munkatársai (2018) szerint a CAPM modellnek a következő feltételei vannak:

1. Minden befektetőnek jelentős vagyona van, de egyikük sem rendelkezik olyan óriási vagyonnal, hogy egyedül meghatározó lenne a piac szempontjából. Ők úgy viselkednek, mintha az árak alakulását saját ügyleteik nem befolyásolnák, ami a mikroökonómia klasszikus, tökéletes versennyel kapcsolatos elméletére épül.
2. Mindegyik befektető ugyanarra az időszakra tervez. Ezt rövid távú viselkedésnek nevezzük, mivel nem veszi figyelembe azokat az eseményeket, amelyek ezen időszakon túl bekövetkezhetnek.
3. A befektetések azokra a hitelnújtásra és a kockázatmentes kölcsönfelvételére, illetve azokra az eszközökre korlátozódnak, amelyeket a tőzsdén forgalmaznak. A feltétel azt is tartalmazza, hogy a befektetők egy rögzített kamatláb mellett jutnak hitelhez vagy adnak kölcsönt.
4. A modell feltételei, hogy nincsenek adók és tranzakciós költségek, viszont tudjuk, hogy ez a valóságban másként van.
5. Az összes befektető az elvárt hozam-variancia hatékonyság növelésére törekszik, tehát a Markowitz-féle modellt használják.
6. A befektetők közgazdasági nézete azonos, és az értékpapírokat is hasonló módon elemzik. Tehát azonos adatokat visznek be a Markowitz-féle modellbe. Adott az értékpapír-árfolyam és a kockázatmentes kamatláb, így mindenik befektető azonos várható hozamot és azonos kovariancia-mátrixot alkalmaz az értékpapír-hozamokra, amely segítségével kialakít egy számára optimális kockázatú portfóliót. Ezt homogén várakozásnak nevezzük.

A saját tőke költségének meghatározásához a tőkepiaci árazási modellre (CAPM) támaszkodunk (Koller et al., 2005). A ROE és a tőkeköltség két kulcsfontosságú mutató, amelyeket a vállalatok használnak pénzügyi teljesítményük értékelésére. A ROE méri a vállalat tőkéjéből származó hozamot, míg a tőkeköltség az eszközök finanszírozásának ráfordítása. A

két mutató közötti kapcsolat megértése alapvető fontosságú egy vállalat számára, hogy tájékozott pénzügyi döntéseket hozzon (Faster Capital, 2023). A CAPM a portfólió kockázata és hozama közötti kapcsolatra épül. Egy értékpapír várható hozama egyenesen arányos a piaci portfólióhoz mért kockázatával. Ez általában azt eredményezi, hogy a ROE mutatót a hosszú lejáratú kincstári kötvények kamatlábán és egy kockázati prémiumon alapulva határozzák meg, hogy figyelembe vegyék a részvénytőke általános kockázatát a kincstári kötvényekhez képest, illetve az adott vállalat kockázatát a teljes részvénytőkepiachoz képest (Shively, 2024). A kutatásomban megvizsgálom, hogy a tőkepiaci árfolyamok modelljével számított r_E és a gazdasági és pénzügyi elemzésben kalkulált saját tőke-arányos megtérülés mennyire közelítik meg egymást az általam vizsgált három vállalat esetében 2018 és 2023 között.

2.4. SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG (WACC)

Miután megvizsgáltuk, hogy hogyan lehet egy eszköz vagy egy befektetés várható hozamát meghatározni a CAPM modell segítségével, amely a kockázatot is figyelembe veszi, tanulmányozzuk át a súlyozott átlagos tőke-költséget (WACC - Weighted Average Cost of Capital). A vállalat részvényesei és a hitelezők azért fektetnek be egy adott vállalatba, hogy ezért cserébe őket kárpótolják (Copeland et al., 1999). Fontos kiemelni, hogy a WACC forrását a CAPM modell képezi (Takács, 2007).

Először tételizzük fel egy Modigliani-Miller-világot (MM-világ), ahol a finanszírozási döntéseket figyelmen kívül lehet hagyni. Ebben a világban a vállalatok úgy tudják elemezni a beruházásaikat, mintha azokat teljesen saját tőkéből valósították volna meg. Itt úgy vizsgáljuk meg a tőke-költségre vonatkozó döntéseket, hogy a finanszírozási és a beruházási döntések összefüggnek egymással. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy mekkora értéket fizetnének meg a befektetők a részesedésért, ha ez tisztán saját tőkéből lenne finanszírozva. Ehhez feltételezzük, hogy az értékek összeadhatóak, azaz egy jól működő tőkepiacon a vállalat összes eszközének jelenértéke a vállalat piaci értéke, vagyis a részek összegéből kapjuk meg az egész értékét. Ehhez még figyelembe vesszük a finanszírozási döntéseket, amelyek a vállalati értéket befolyásolják. Erre két opció van: az egyik a diszkontráta módosítás, illetve a másik a jelenérték módosítás. Ebben az esetben az első esetre térek ki, amelynek lényege, hogy rendszerint a diszkontrátát csökkentik azért, hogy a kamatfizetés miatti megtakarítást, tehát az adópajzsot figyelembe vegyék. Ennek megvalósítására általában az adózás utáni súlyozott átlagos tőke-költség, a WACC használatos (Brealey és Myers, 2011).

A súlyozott átlagos tőke-költség a pénzügyekben az egyik legfontosabb paraméter, hiszen segít a vállalat értékelésében, illetve a tőkeelőírányzat elemzésében is (Rehman és

Raouf, 2010). Fernández (2011) úgy fogalmazta meg a súlyozott átlagos tőke költséget, hogy a WACC a költség és a szükséges hozam súlyozott átlaga. Frank és Shen (2016) szerint a súlyozott átlagos tőke költség a saját tőke költségéből és az adósságállomány költségéből tevődik össze.

Modigliani és Miller I. tétele kimondja, hogyha a vállalat különbözően osztja el a pénzáramlását, ezzel még nem tudja megváltoztatni az értékpapírjainak értékét, mivel a vállalat értékét nem az általa kibocsátott értékpapírok, hanem a reáleszközeinek értéke adja meg. Ez alapján azt tudjuk mondani, hogy a tőkeszerkezettel kapcsolatos döntéseket figyelmen kívül tudjuk hagyni akkor, ha a vállalatnak a befektetési döntéseit meghatározottnak tekintjük. Így a hitel arányától függetlenül a súlyozott átlagos tőke költség a tőke alternatív költségével egyezik meg (Brealey és Myers, 2011). Modigliani és Miller II. tétele szerint a vállalat projektjeinek átlagos elvart jövedelmezősége, tehát a működési tőke költség (jelölése: r_A), amely tulajdonképpen az eszközök elvart hozama, egyenlő a saját tőke (jelölése: r_E) és az idegen tőke (jelölése: r_D) elvart hozamának a piaci értékekkel súlyozott középértékével (Juhász, 2019).

A finanszírozási szerkezet egyik kulcsfontosságú jellemzője a tőkeáttétel, amely az idegen tőke és a saját tőke arányát jelenti. Modigliani és Miller azt kutatták, hogy milyen tőkeáttétel esetén éri el a vállalat a maximális értéket. A vállalat által generált pénzáramok a befektetési döntések függvényében változnak. De meg kell határoznunk a vállalat működési kockázatát jelző hozamot. Nézzük meg, hogy a vállalat finanszírozói milyen hozam követelményekkel adják a vállalat rendelkezésére a pénzüket. Ha ezeket a hozamokat súlyozott átlagolással vesszük, ahol a súlyok az egyes tőkeforrások finanszírozásban betöltött szerepétől függenek, megkaphatjuk azt a hozamot, amit a vállalat teljes működésének biztosítania kell. Ennek a hozamnak a neve súlyozott átlagos tőke költség (Bozsik et al., 2017).

A súlyozott átlagos tőke költség meghatározásakor biztosítanunk kell a konzisztenciát a diszkontálendő pénzáramlás lényege, a használandó értékelési megközelítés és a WACC között. Emiatt a WACC becslésekor a következő feltételeket kell szem előtt tartanunk:

1. az összes forrás inkrementális tőke költségét súlyozott átlagaként kell képezni, hiszen a FCF (szabad pénzáramlás - free cash flow) a tőketulajdonosok rendelkezésére álló pénzeszközöket testesíti meg;
2. a FCF nominális értékekben határozható meg, emiatt a WACC-nak is az infláció és a reálhozamok alapján készült nominális hozamokon kell alapulnia;
3. az összes tőketulajdonos összes specifikus kockázatát figyelembe kell venni, mert olyan pénzáramlásokat vár el, ami kárpótolja a kockázatért;

4. illetve azt is figyelembe kell vennünk, hogy a várható infláció, a tőkeszerkezet változásai, valamint a specifikus kockázat miatt a tőke költség változhat (Copeland et al., 1999);
5. a FCF a nyereségadó után kerül kiszámításra, ezért a WACC értékét is az adófizetés után kell kiszámítani;
6. minden forrást piaci értéken kell értékelni, mivel ezek a valóságnak megfelelő követelések értékét szemléltetik (Koller et al., 2005).

Egyes kutatások szerint a WACC és a ROA mutató között szignifikáns kapcsolat van (Sattar, 2015). A stratégiai menedzsmentben a WACC lehetővé teszi egy szervezet értékének dinamikájának becslését azáltal, hogy összehasonlítja a vagyonarányos hozammal (ROA). Ha a WACC kisebb, mint a ROA, akkor a gazdasági egység hozzáadott értéke nő (Dolbnya, 2020). A kutatásomban még megvizsgálom, hogy a súlyozott átlagos tőke költség segítségével kalkulált r_A és a gyakorlatban számított eszközarányos megtérülés mennyire közelítik egymást a vizsgált időintervallumban az egyes vállalatok esetén.

2.5. GAZDASÁGI HOZZÁADOTT ÉRTÉK (EVA MUTATÓ)

A dolgozatomban eddig inkább passzív befektetői szemszögből vizsgáltam meg, hogy hogyan lehet a vállalatokat értékelni, viszont ebben az alfejezetben a vállalati értékteremtést közelítem meg. Az értéknövelés egy igen nehéz feladat, hiszen rendkívül időigényes és kellemetlenségeket okoz a vállalat vezetőinek. A vállalat értékének növelésében a vállalat minden részegységének részt kell vennie, hiszen nem lehet parancsszóra vállalati értéket növelni (Damodaran, 2006). Ahhoz, hogy egy vállalat értéket teremtsen, a bevételei meg kell haladják a költségeit, szem előtt tartva az átlagos tőke költséget. Ennek egyik alapvető mérőszáma a gazdasági profit, amely azt szemlélteti, hogy mekkora az a nettó nyereség, amelyet a tőke költséget is figyelembe véve kapunk (Baranyai et al., 2013).

Damodaran (2006) a következő értékteremtési lehetőségeket említi meg: diszkontált pénzáramlás alapú értékelés, gazdasági hozzáadott érték és más módszerek. Ebben az alfejezetben a gazdasági hozzáadott értékről (EVA - Economic Value Added) lesz szó, mivel ez az egyik értékteremtési módszer, amellyel a becslés könnyebb, egyszerűbb ennek a használata, illetve nem függ erős piaci trendekről (Damodaran, 2006). Az 1980-as évek végén az EVA mutatót a Stern Stewart & Co. tanácsadó vállalat hozta létre és tette ismertté (Virág et al., 2013). Az EVA mutató esetében a gazdasági profitot határozzuk meg, ezt vesszük figyelembe a számviteli profit helyett (Bélyácz, 2007). Ennek számos előnye van, mint például az összes költséget figyelembe vesszük, tehát a tőke költséget is, a számviteli profittal szemben

cash flow szemlélet szerint számítjuk a gazdasági profitot, illetve nem annyira manipuláló, mint a számviteli profit, mivel kiszűri a kettős könyvvitel legális, de torzító hatását (Takács, 2007).

Brealey és Myers (2011) pedig a következőképpen közelítette meg az EVA mutatót. Tudniillik, hogy egy beruházást csak akkor szabad megvalósítani, ha ennek a nettó jelenértéke (NPV - Net Present Value) pozitív, mivel ebben nem csak a beruházásból származó jövőbeli pénzáramlások, hanem a tőke költség is figyelembevételre kerül, hiszen ezzel diszkontálunk, és csak akkor valósítanak meg egy beruházást, ha a várható jövőbeli pénzáramlások jelenértékének (PV - Present Value) és a beruházás költségének (C_0) különbsége pozitív. Tehát nem szabad megfedkezni a tőke költségről, hanem a hozzáadott értékre kell összpontosítani, vagyis a tőke költség fölötti részre. A gazdasági hozzáadott érték azt a kérdést válaszolja meg, hogy mekkora az elért eredmény, ha levonjuk a tőke költséget is (Brealey és Myers, 2011).

Tehát az EVA a vállalat beruházásain produkált pénzbeli többletértéket számszerűsíti. A mutató a beruházások többlethozamának és az ezekbe fektetett tőkének a szorzata. Tehát ennek kiszámításához a tőke beruházásokon elért hozamára, a beruházások tőke költségére, valamint az ezekbe befektetett tőkére van szükségünk. A befektetett tőke meghatározásához nem észszerű a vállalat piaci értékét használni, mert ez a várható jövőbeli növekedést is tartalmazza. Emiatt a tőke könyv szerinti értékét használják, viszont ez minden múltbeli számviteli döntést tartalmaz. Három korrekciót kell alkalmazni: az operatív lízinget hitellé kell váltani, a K+F ráfordításokat tőkésíteni kell, illetve az egyszeri vagy kozmetikázott kiadások hatását ki kell szűrni. Viszont, ha a tőke könyv szerinti értéke túl hibás ahhoz, hogy használjuk, akkor kell vennünk a befektetett tőkét és teljesen előről kell azt értékelnünk. A vállalat eszközeinek piaci értékét becsülve és összeadva megkapjuk a befektetett tőke értékét. A következő, amelyet a mutató számításánál használunk a befektetett tőke hozama. Ez értékeléséhez a vállalat a beruházásokon elért adózás utáni működési eredményét kell megbecsülni. A tőke költséget a vállalat saját tőkéjének és hiteleinek a piaci értéke alapján kell értékelni (Damodaran, 2006).

Összegzésként az EVA mutató azt feltételezi, hogy a vállalat tulajdonosait az a többletbevétel foglalkoztatja, amely egy szisztematikus kockázattal tevékenykedő gazdasági egységtől egyetemesen elvárt hozam fölött van. A mutató segítségével egy vállalat teljesítményét tudjuk mérni, segít egy vállalati elemzés elkészítésében, illetve a gazdasági egység egyik legfontosabb információhordozójának is minősíthető (Becker et al., 2005). A gazdasági hozzáadott érték azt az értéket számszerűsíti, amellyel a gazdasági egység a részvényesi értéket bővíti (Bélyácz, 2007). Az EVA az adózott eredményt az előre becsült tőke költséghez, általában az r_A -hoz viszonyítja (Vause, 2005).

2.6. ÖKONOMETRIAI MODELLEZÉS A GAZDASÁGI ELEMZÉSEKBEN

A gazdasági és társadalmi életben az adatok mérése jelentős szerepet tölt be. Statisztikai adatokra van szükségünk például ahhoz, hogy a népesség fogyasztási és a jövedelmi színvonalát elemezni tudjuk, vagy akár a fogyasztói árszínvonal méréséhez, a személyi vagyoni különbségek vizsgálatához is. Ezek mellett a statisztikai adatok segítségével a vállalatok jövedelmezőségét is elemezni tudjuk. Viszont a számadatok elemzéséhez tudományos módszerekre van szükség. A statisztika kifejezés két értelemben használatos: az egyik maga a statisztikai adatokra értendő, valamint ezek előállításához kapcsolódó gyakorlati tevékenység, illetve más értelmezésben maga a statisztikai módszertanra is vonatkozhat. A statisztika módszertanát másként az információ tudományának is nevezzük (Kerékgyártó et al., 2001).

Az információ tudományának két formáját tudjuk megkülönböztetni. Az első a leíró statisztika, amely a vizsgálat tárgyát számszerűen jellemzi, a megfigyelt adatok legjobb bemutatására törekszik. A leíró statisztika segítségével tudjuk megvizsgálni egy vállalat gazdálkodását, abban az esetben, ha minden szükséges információ a rendelkezésre áll (Kerékgyártó et al., 2001). A leíró statisztika lényegében segít, hogy röviden megfogalmazzuk egy változó tulajdonságait (Koop, 2008).

Ezzel szemben a statisztikai módszertan másik formája, a következtető statisztika a vizsgált adatokból következtetéseket von le, illetve az általánosításra törekszik. Következtető statisztikának számít például egy ingatlan árbecslése, valamint a befektetési tanácsadás is. A könyvvizsgálók ezt használják egy vállalat gazdálkodásának elemzésére, mivel nem lehet minden egyes könyvelési tételt külön-külön megvizsgálni egy nagyvállalat esetében (Kerékgyártó et al., 2001).

Az ökonometria a modell építésével foglalkozik. A modell általában egy megfigyeléssel kezdődik, miszerint egy változó hatással van egy másik változóra (Greene, 2002). A tudomány egy szélesebb értelemben azokat az eljárásokat foglalja magában, amelyekkel megpróbáljuk megérteni a körülöttünk lévő világot, viszont szűkebb értelmezésben csak azokat a megismerési folyamatokat tekintjük tudománynak, amelyek a tudományos módszertan alapján működnek. Egy tudományos kutatás az adatok származása szerint lehet primer kutatás, vagyis az adatokat a kutatás miatt gyűjtik, illetve szekunder kutatás, amikor a kutatási adatok nem ezen kutatás céljából keletkeztek. A primer kutatást pedig még további két típusra oszthatjuk az adatok jellege szerint: a kvantitatív kutatás, amikor a kutatási adatok számadatok és ezek elemzése során statisztikai módszerek kerülnek alkalmazásra, illetve a

kvalitatív kutatás, amikor a kutatási adatok kis mintán alapulnak, és a kutatás eredményeiből nem vonhatunk le általános következtetéseket. A Statistical Package for Social Science (SPSS) egy statisztikai program, amely valójában kvantitatív adatok elemzésére szolgál (Lázár, 2022).

Fontos megkülönböztetnünk a változók típusait, hiszen ezek alapján tudjuk kiválasztani, hogy milyen ökonometriai modelleket használunk, ez a kvantitatív adatelemzésnek a kiindulópontja. Három típust különböztetünk meg: az első a nominális változó, a második az ordinális változó, illetve a harmadik típus a numerikus (vagy metrikus) változó. A nominális változóknak nincs numerikus jelentésük, hanem kódok, amelyek mellé értelmezésként címkék vannak rendelve. Például a vállalkozás forma a következő értékekkel: egyéni vállalkozás, családi vállalkozás, korlátolt felelősségű társaság, részvénytársaság, és egyéb. Viszont, ha a nominális változónak csak két értéke lehet (például nem: férfi vagy nő), akkor ezt a változót dichotómának, „dummy”-nak nevezzük. Az ordinális változóknak szintén nincs numerikus jelentésük, itt is a címkék adják meg a változó értékeinek jelentését. Abban különbözik az előzőekben említett változótól, hogy az ordinális változó kategóriái között van rangsorbeli eltérés. Például a végzettség a következő értékekkel: kevesebb mint nyolc osztály, középiskolai végzettség, szakiskolai végzettség, érettségi diploma, alapképzés záróvizsgával, mesterképzés záróvizsgával, doktori iskola, egyéb. A metrikus változók értékei pedig számok, ezért nincs szükség címkére, hiszen ez önmagában is jelentéstartalommal bír, például a vállalat árbevétele vagy a késztermékek darabszáma (Lázár, 2022).

A változók közötti egydimenziós kapcsolatok vizsgálatára az SPSS számos módszert kínál (Lázár, 2022). A kvantitatív paraméterek között lévő sztochasztikus kapcsolatot korrelációnak hívjuk. Ilyen összefüggésekre jelentős mennyiségű példát lehet felhozni a gazdasági világból, mint például a vállalatok ráfordításai és eredménye közötti, vagy akár egy termék ára és minősége közötti kapcsolat. Az ilyen kapcsolatok elemzésére szolgál a korreláció- és regressziószámítás (Kerékgyártó et al., 2001).

2.6.1. KORRELÁCIÓANALÍZIS

A korreláció két változó közötti kapcsolatot (Koop, 2008), változást vizsgálja, amelynek értéke mínusz egy és egy között lehet. A nulla azt jelenti, hogy a két változó nem korrelál egymással, míg, ha a korreláció abszolút értéke közel van egyhez, akkor erős lineáris kapcsolatról beszélhetünk (Sándor, 2019). Pozitív lineáris összefüggés esetén a korreláció nagyobb, mint nulla, illetve negatív lineáris összefüggésről beszélünk, ha a korreláció kisebb, mint nulla. Tehát a korreláció megadja, hogy van-e lineáris összefüggés a két változó között, mi több az összefüggés irányát és mértékét is megtudhatjuk (Sándor és Tanczos, 2019).

A korrelációanalízis segítségével a vizsgált paraméterek közötti kapcsolat intenzitásáról kapunk képet. Szoros korrelációs kapcsolat esetén a regressziós függvényt használhatjuk az összefüggés elemzésére, viszont gyenge korreláció mellett bizonytalanabbak lehetünk a regressziós függvényben megjelenő tendenciában (Kerékgyártó et al., 2001).

A korrelációanalízis tehát két numerikus változó közötti kapcsolat szorosságát elemzi. A Pearson-féle korrelációs együttható nulla és egy közötti abszolút értéket adhat, ahol a nulla a kapcsolat hiányát, míg az egy a változók függvényszerű kapcsolatát bizonyítja. Emellett a kapcsolat irányát is megtudhatjuk, hiszen, ha a korrelációs együttható pozitív, akkor a változók kapcsolata egyenes arányú, viszont, ha negatív, akkor fordított arányú kapcsolatról van szó. Az SPSS-ben ezt a korrelációs táblával vizsgáljuk.

2.6.2. KÉT- ÉS TÖBBVÁLTOZÓS REGRESSZIÓANALÍZIS

A regresszió vizsgálatok először már feltételezzük, hogy van lineáris kapcsolat a változók között. A regresszió egyenes azt szemlélteti, hogy egy változó hogyan változik egy (vagy több) másik változó függvényében (Sándor és Tánczos, 2019). A regresszió tehát több változó ok-okozati összefüggését veti fel és vizsgálja meg alaposan (Koop, 2008). A többváltozós lineáris regressziós modellt arra használják, hogy tanulmányozzák a függő változó és egy vagy több független változó közötti kapcsolatot (Greene, 2002).

A regresszióanalízis a vizsgált összefüggés tendenciáját mutatja meg, ennek természetét egy függvény segítségével adja meg, tehát az ok-okozati összefüggést hivatott számszerűsíteni. A regressziós modellhez tudunk kísérleti és megfigyelési adatokat is felhasználni. A vállalatok esetében viszont az adatok többsége megfigyelésből származik. A kísérleti adatok esetében a vizsgált rendszert ellenőrzés alatt tartják. Tehát erre képzeljünk el egy olyan példát, hogy meg akarjuk figyelni az autógyárban a hibás darabok száma és a futószalag gyorsasága közötti kapcsolatot. Ezzel tudunk kísérletezni, hiszen a szalagot különböző sebességekre tudjuk állítani, és meg tudjuk figyelni, hogy milyen sebesség mellett hány darab termék hibásodott meg. Ezzel szemben a megfigyelt adatok egyszerű rögzítéssel keletkeztek, és a rendszert nem tartjuk megfigyelés alatt, nem kísérletezünk. A kísérleti adatok úgy keletkeznek, hogy a befolyásoló tényezőket adottnak tekintjük, és a létrejött részsokaságból véletlenszerűen mintát veszünk. Viszont a megfigyelési adatokat tekintve az alapsokaságból veszünk mintát, és megfigyeljük a változók értékeit (Kerékgyártó et al., 2001).

A többváltozós regresszióanalízis úgy vizsgálja a bevitt adatokat, hogy a független, azaz a magyarázó változók egyidejű hatását vizsgálja a függő változóra nézve úgy, hogy irányítás alatt tartja a független adatok közötti hatásokat. Az SPSS szintén alkalmas ezen

analízis elvégzésére. A determinációs együttható (R Square) mutatja meg, hogy mekkora százalékban sikerült megmagyarázni azt, hogy milyen adatok vannak hatással a függő változóra. A következő lényeges táblázat, amelyet a SPSS-sel tudunk megadni, az a Coefficients tábla, amely a lineáris regressziós függvény paramétereit adja meg (Lázár, 2022).

A korreláció és a regresszió is a változók közötti összefüggést elemzi, viszont a korreláció két változót csak szimmetrikusan kezel, a regresszió pedig különbséget tesz függő és független változók között (Sándor és Tánczos, 2019). Tehát a korreláció két változó közötti összefüggést számszerűsíti, míg a regresszió ennek általánosítása (Koop, 2008).

A kutatásban a korrelációanalízis, illetve a két- és többváltozós regressziós modell esetében először az éves átlagos logaritmikus hozamot, majd a részvényárfolyamot választottam függő változónak. A független változókat a kalkulált mutatók köre adta. A függő és független változók kiválasztásának indoklása a következő néhány bekezdésben olvasható.

A részvényárfolyam és a pénzügyi mutatók közötti kapcsolat évek óta kutatott téma. Ezek közül kettőt emelnék ki. Pešík és Taušl Procházková (2022) A NYSE és a NASDAQ értéktőzsdén jegyzett 100 nagyvállalat pénzügyi mutatóinak és részvényárfolyamának kapcsolatát vizsgálta. Arkan (2016) arról kutatott, hogy a pénzügyi mutatók mennyire fontosak a részvényárfolyamok alakulásának előrejelzésében a feltörekvő piacokon. A kutatásban 12 pénzügyi mutató előrejelző erejének vizsgálatát végezte el 15 vállalat 3 szektorra elosztott adatai alapján 2005 és 2014 között a kuvaiti pénzügyi piacon.

A részvények hozama és a pénzügyi mutatók kapcsolatát is számos tanulmány kutatta, mint például Al-Lozi és Obeidat (2016) az Amman Értéktőzsdén jegyzett 65 feldolgozóipari vállalatot vizsgált 2001 és 2011 között. Yiwen (2022) a Starbucks tükrében tanulmányozta a pénzügyi mutatók részvényhozamra gyakorolt hatását és korrelációját.

A logaritmikus hozam a részvényárfolyam adott időszak alatti százalékos változását méri. Ellentétben az egyszerű hozammal, amely az árfolyam abszolút változását mutatja, a loghozam az érték relatív változását számszerűsíti. A jelenérték és a múltbeli érték arányának természetes logaritmusként, a loghozam figyelembe veszi a hozamok időbeli összetételét is. Ennek következtében egy részvény árfolyamának egy adott időszak alatti százalékos változásának pontosabb mérőszáma. A hozamok időbeli összetételének hatása jelentős hatással lehet egy részvény értékére, ezért a loghozam különösen fontos a pénzügyi adatok elemzésekor. A logaritmikus hozamok azért is hasznosak, mert additívak, illetve normális eloszlásúak (Saturn Cloud, 2023). Ez alapján a részvények hozama helyett a részvények loghozamát választottam függő változónak.

3. ALKALMAZOTT MÓDSZEREK

A gazdasági pénzügyi elemzéshez használt mutatók:

➤ A vagyoni helyzet elemzésére használt mutatók:

Nettó forgótőke = Forgóeszközök – Rövid lejáratú kötelezettségek

■ **Eszközszerkezeti mutatók:**

Befektetett eszközök aránya = $\frac{\text{Befektetett eszközök}}{\text{Eszközök összesen}}$

Forgóeszközök aránya = $\frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Eszközök összesen}}$

Immateriális javak aránya = $\frac{\text{Immateriális javak}}{\text{Befektetett eszközök}}$

Tárgyi eszközök aránya = $\frac{\text{Tárgyi eszközök}}{\text{Befektetett eszközök}}$

Befektetett pénzügyi eszközök aránya = $\frac{\text{Befektetett pénzügyi eszközök}}{\text{Befektetett eszközök}}$

Készletek aránya = $\frac{\text{Készletek}}{\text{Forgóeszközök}}$

Követelések aránya = $\frac{\text{Követelések}}{\text{Forgóeszközök}}$

Értékpapírok aránya = $\frac{\text{Értékpapírok}}{\text{Forgóeszközök}}$

Pénzeszközök aránya = $\frac{\text{Pénzeszközök}}{\text{Forgóeszközök}}$

■ **Tőkeszerkezeti mutatók:**

Tőkeellátottság = $\frac{\text{Saját tőke}}{\text{Források összesen}}$

Kötelezettségek aránya = $\frac{\text{Kötelezettségek összesen}}{\text{Források összesen}}$

Rövid lejáratú kötelezettségek = $\frac{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}{\text{Kötelezettségek összesen}}$

Hosszú lejáratú kötelezettségek = $\frac{\text{Hosszú lejáratú kötelezettségek}}{\text{Kötelezettségek összesen}}$

➤ **Jövedelmezőségi mutatók:**

EBITDA = EBIT + Értékcsökkenés

NOPLAT = Adózott eredmény + Kamatköltség

Árbevétel – arányos nyereség (ROS) = $\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Árbevétel}}$

$$\text{Eszközarányos megtérülés (ROA)} = \frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Átlagos eszközállomány}}$$

$$\text{Saját tőke – arányos megtérülés (ROE)} = \frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Átlagos saját tőke}}$$

➤ **Hatékonysági mutatók:**

$$\text{Eszközök forgási sebessége (ATO)} = \frac{\text{Árbevétel}}{\text{Átlagos eszközállomány}}$$

$$\text{Készletek forgási ideje} = \frac{\text{Átlagos készletérték} * 250}{\text{Árbevétel}}$$

$$\text{Vevők forgási ideje} = \frac{\text{Átlagos vevőállomány} * 250}{\text{Árbevétel}}$$

$$\text{Szállítók forgási ideje} = \frac{\text{Átlagos szállítóállomány} * 250}{\text{Árbevétel}}$$

$$\text{Egy főre jutó árbevétel} = \frac{\text{Árbevétel}}{\text{Átlagos létszám}}$$

➤ **Eladósodottsági mutatók:**

$$\text{Adósságállomány fedezettsége} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Adósságállomány}}$$

$$\text{Tőkefeszültség} = \frac{\text{Idegen tőke}}{\text{Saját tőke}}$$

$$\text{Kamatfedezettségi mutató} = \frac{\text{EBIT} + \text{Amortizáció}}{\text{Kamatráfordítás}} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Kamatráfordítás}}$$

➤ **Likviditási mutatók:**

$$\text{Általános likviditás} = \frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Likviditási gyorsráta} = \frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Pénzhányad} = \frac{\text{Likvid értékpapírok} + \text{Pénzeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Hitelfedezettségi mutató} = \frac{\text{Követelések}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

➤ **Piaci mutatók:**

$$\text{Egy részvényre jutó nyereség (EPS)} = \frac{\text{Adózás utáni eredmény}}{\text{Átlagos részvények száma}}$$

$$\text{Árfolyam/nyereség (P/E) ráta} = \frac{\text{Évi átlagos árfolyam}}{\text{EPS}}$$

Tőkeérték/Kapitalizáció = Átlagos részvények száma * Évi átlagos árfolyam

$$\text{Osztalékhozam} = \frac{\text{Egy részvényre jutó osztalék}}{\text{Részvények árfolyama}}$$

➤ **Cash flow alapú mutatók:**

$$\text{Az operatív cash flow és az összes kötelezettség aránya} = \frac{\text{Operatív cash flow}}{\text{Összes kötelezettség}}$$

$$\text{Adósságfedezeti mutató} = \frac{\text{Operatív cash flow}}{\text{Hosszú lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Operatív cash flow marzs} = \frac{\text{Operatív cash flow}}{\text{Értékesítés nettó árbevétele}}$$

$$\text{Tőkearányos jövedelmezőség} = \frac{\text{Operatív cash flow}}{\text{Saját tőke}}$$

További használt mutatók:

➤ **Tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM):**

$$r_i = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

r_i - befektetések elvárt hozama

r_f - kockázatmentes hozam

r_m - piaci hozam

$r_m - r_f$ - piaci kockázati prémium

β_i - befektetés betája, az i befektetés piaci kockázata

➤ **Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC):**

$$WACC = r_D * \frac{D}{V} + r_E * \frac{E}{V}$$

r_D - a hitel hozama

$$r_D = \frac{\text{Fizetett kamatok}}{\text{Idegen tőke átlagos állománya}}$$

r_E - a saját tőke hozama

DV - a hitel piaci értéken számított aránya

EV - a saját tőke piaci értéken számított aránya

V - vállalati érték, $V = E + D$

➤ **Gazdasági hozzáadott érték (EVA mutató):**

$$EVA = \text{Adózás utáni eredmény} - (WACC * \text{Befektetett tőke})$$

Használt ökonometriai modellek:

$$\text{logaritmikus hozam} = \ln \left(\frac{P_i}{P_i - 1} \right)$$

Pi – i. napi árfolyam

Pi-1 – az előző napi árfolyam

➤ **Korrelációanalízis:**

SPSS → Analyze → Correlate → Bivariate

Correlations tábla → Pearson Correlation 0 és 1 között

0 - nincs kapcsolat; 1 - erős kapcsolat

➤ **Többváltozós regresszióanalízis:**

SPSS → Analyze → Regression → Linear

Model Summary tábla → R Square → hány százalékban magyaráztam meg azt, hogy a függő változó milyen független változóktól függ

Coefficients tábla → Unstandardized B → lineáris egyenlet megadása

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \dots + \beta_m * X_m + \epsilon$$

4. EREDMÉNYEK ÉS ÉRTÉKELÉSÜK

4.1. AZ ELEMZETT VÁLLALATOK RÖVID BEMUTATÁSA

4.1.1. INDITEX GROUP

Az Inditex Group (továbbiakban: Inditex) története visszanyúlik egészen az 1963-as évre, amikor Amancio Ortega megnyitotta a kis ruhakészítő műhelyt, a Confecciones GOA-t. A következő fontosabb mérföldkő 1975-ben volt, amely a Zara márka megszületésének éve. Ebben az évben nyitotta meg Ortega az első Zara üzletet Spanyolországban (A Coruña városában), amely által a gyártóból kiskereskedő lett. A Zara üzletek sorra nyíltak meg 1988 és 1990 között Portóban, New York városában és Párizsban is. 1991 és 1999 között az Inditex új márkákkal bővült, mint például a Pull&Bear, a Bershka, a Stradivarius és a Massimo Dutti. A 2000-es és 2001-es év egy hatalmas mérföldkő volt az Inditex számára, hiszen székhelyük átkerült A Coruña városába, illetve megtörtént az Inditex első részvénykibocsátása (IPO - Initial Public Offering, 2001. május 23.), és megjelent az Oysho márka is. Az Inditex-et a Madridi Értéktőzsdén (BME) jegyzik. 2003-ban létrejött a Zara Home márka, majd 2007 és 2017 között a vállalat márkáit megkezdték online is értékesíteni. Fontos megemlítenem, hogy 2021 és 2022 között az Inditex-nek új vezérigazgatója lett, Óscar García Maceiras, valamint az elnöki tisztséget Marta Ortega gyakorolta (Inditex Group honlapja). Az Inditex márkái közé tartozik a Zara, a Pull&Bear, a Massimo Dutti, a Bershka, a Stradivarius, az Oysho és a Zara Home (Inditex Group, 2022).

4.1.2. H&M GROUP

Az előző vállalathoz képest a H&M Group (továbbiakban: H&M) története még régebbre, 1947-re nyúlik vissza, amikor Erling Persson megnyitotta az első üzletét Svédországban (Västerås városában). A vállalatot akkor „Hennes”-nek nevezte, ami egy svéd kifejezés, angol megfelelője a „Hers”. A következő üzletét Stockholmban nyitotta meg 1952-ben. 1968-ban a Hennes felvásárolta a stockholmi székhellyel rendelkező Mauritz Widforss vadászruházatot és horgászfelszerelést forgalmazó vállalatot, így az új név Hennes & Mauritz lett. Ez a felvásárlás által a vállalat most már nem csak női, hanem férfi és gyermekruházatot is kínál. 1969-től kezdődően a vállalat gyors növekedésnek indult, ebben az évben már 42 darab üzlettel rendelkezett. A vállalat többek között Norvégiában, Dániában, az Egyesült Királyságban és Svájcban is üzletet nyitott, illetve évente öt - hat új üzlete jelenik meg. 1974-ben a vállalatot bevezetik a stockholmi értéktőzsdére (Nasdaq Stockholm), a vállalat nevét a következőképpen rövidítik: „H&M”. 1982-ben Erling Persson, a vállalat második vezérigazgatója lemond, és fia, Stefan Persson veszi át a „CEO” szerepét. Ezt követően 1998-

ban a H&M megkezdte az online értékesítést, és megnyitotta első üzletét Párizsban. 2009-ben a H&M is bevezeti a H&M Home márkáját, és Erling Persson unokája, Karl-Johan Persson veszi át a vezérigazgatói feladatokat. Napjainkban a vállalat már több mint 75 piacon van jelen, amelyek közül 60 online is értékesít (H&M Group honlapja). A H&M ma a következő márkákkal rendelkezik: H&M, H&M Home, H&M Move, COS, Weekday, Monki, & Other Stories, Arket, Afound, Singular Society, Creator Studio és Sellpy (H&M Group, 2022).

4.1.3. THE GAP INC

A The Gap Inc (továbbiakban: Gap) vállalatot 1969-ben alapították azzal az ötlettel, hogy megkönnyítsék a megfelelő farmerek megtalálását. Donald Fisher és Doris Fisher megnyitották az első Gap üzletet Kaliforniában (San Francisco), ahol férfi Levi's farmerek és lemezkazetták voltak kaphatóak. A következő évben a vállalatnak létrejött a második üzlete San Jose-ban, majd a Gap női ruházatokat is árusítani kezdett. 1972-ben a vállalat már 25 üzlettel rendelkezett. 1976. május 19-én megtette az első nyilvános részvénykibocsátását (IPO) 18 dollár/részvény áron a New York-i Értéktőzsdén (NYSE). 1978-ban megjelent a Gap saját márkája, a The Gap Inc Fashion Pioneers. A következő mérföldkő az 1986-os év volt, amikor megnyílt a GapKids üzlet San Mateo-ban. A vállalat a következő évben kezd az Egyesült Államokon kívülre is terjeszkedni, több üzletet nyitott Londonban. A Gap 1989-ben nyitja meg újabb üzletét Vancouver-ben. 2009-ben Donald, az egyik alapító elhunyt. 2010-ben indul el a Gap vállalat weboldala, ahol már online lehet a vállalat termékeit megvásárolni (The Gap Inc honlapja). A Gap vállalat jelenlegi márkái a következők: Gap, Old Navy, Athleta, illetve Banana Republic (The Gap Inc, 2022).

4.2. GAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI ELEMZÉS

A gazdasági és pénzügyi elemzésnél a kalkulált mutatókhoz szükséges számadatokat a három vállalat éves jelentései szolgáltatták, amelyekből leginkább a mérleg, az eredménykimutatás és a cash flow kimutatás adatait használtam fel. Emellett néhány érték, mint például az alkalmazottak száma, részvények száma a számviteli kimutatásokban nem szerepelt. Az Inditex egy spanyol, a H&M egy svéd, míg a Gap egy amerikai vállalat. Ennek köszönhetően mindhárom vállalat más és más pénznemben számolta ki és publikálta a számviteli kimutatásait, hiszen az Inditex vállalat adatai euróban, a H&M értékei svéd koronában, illetve a Gap vállalat számadatai amerikai dollárban voltak kifejezve. A vállalatok összehasonlíthatósága okán az eurót vettem alapul, és minden vállalat mérlegének, eredménykimutatásának és cash flow kimutatásának adatait euróba számoltam át az adott év átlagos árfolyamán. A vállalatok mérlegei, eredménykimutatásai és cash flow kimutatásai

megtalálhatóak a Mellékletek fejezetben. A kutatás a 2018-2023-as periódusra terjed ki, illetve néhány tételnél szükségem volt a 2017-es adatokra, hogy átlagos értékekkel kalkuláljak a 2018-as évre is. Az adott év átlagos árfolyamait az első táblázatban szemléltettem.

1. táblázat: Évi átlagos árfolyamok

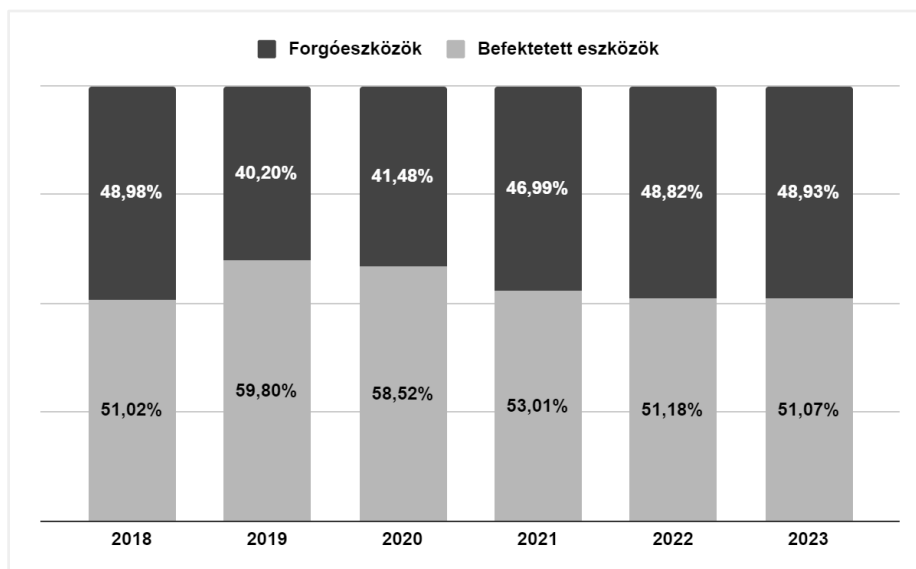
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
SEK/EUR	0,1038	0,0975	0,0944	0,0954	0,0986	0,0941	0,0871
USD/EUR	0,8852	0,8467	0,8933	0,8755	0,8455	0,9497	0,9248

Forrás: European Central Bank nyomán

A fent látható táblázatban szerepelnek a 2017 és 2023 közötti éves átlagos svéd korona és euró árfolyamok, illetve az amerikai dollár és euró árfolyamok. Ezek a vállalatok adatai segítségével számolt mutatók összehasonlíthatóságát teszik lehetővé.

4.2.1. A VAGYONI HELYZET ELEMZÉSE

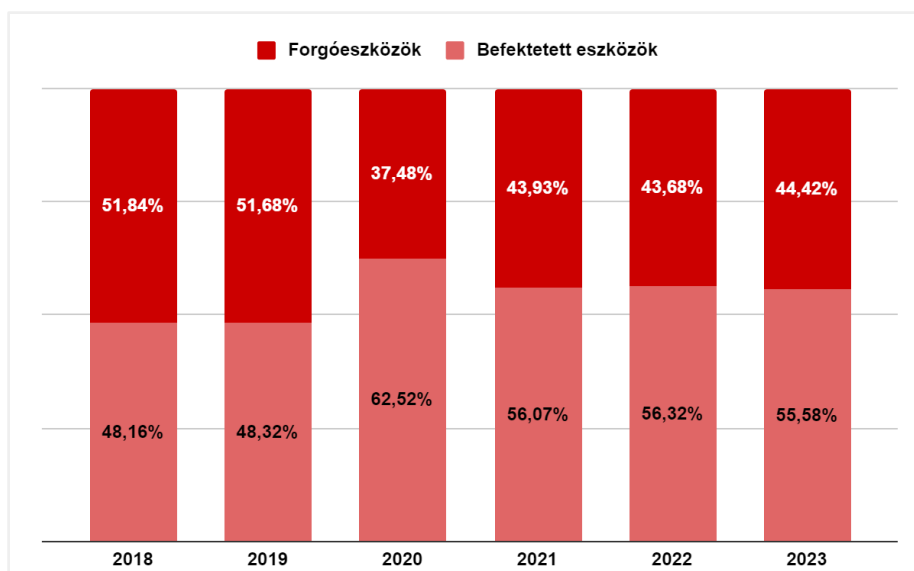
A három fast fashion vállalat gazdasági és pénzügyi elemzését a vagyoni helyzet vizsgálatával kezdtem. Először megnéztem az Inditex vállalat eszközeinek összetételét 2018 és 2023 között, ezt az első ábra vizualizálja.



1. ábra: Inditex Group - Eszközök összetétele

Forrás: saját munka

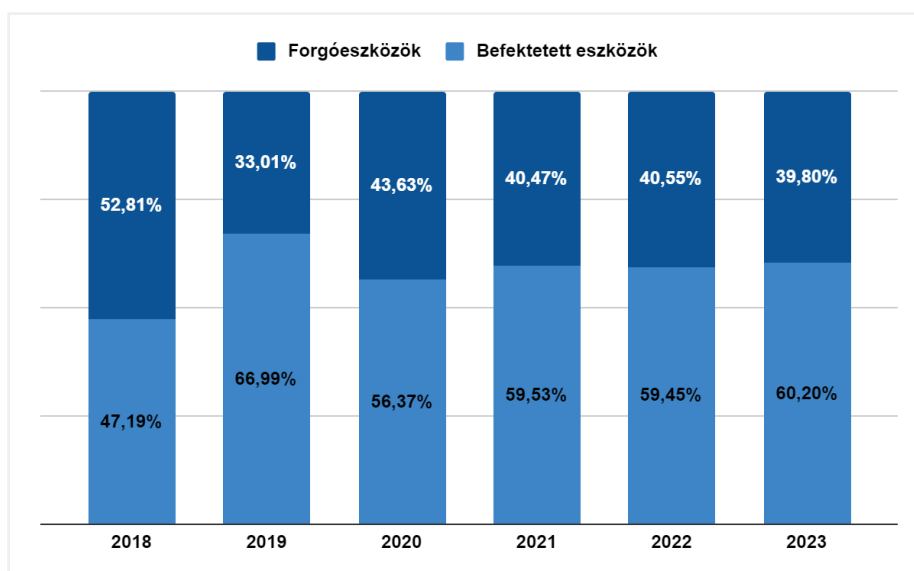
Az első ábra alapján elmondhatom, hogy a vizsgált intervallumban az Inditex befektetett eszközei több mint 50%-ban, valamint 40-49% között pedig a forgóeszközök voltak jelen. Ezt követően megvizsgáltam a H&M eszközeinek összetételét szintén a 2018-2023-as periódusban, amelyet a második ábra szemléltet.



2. ábra: H&M Group - Eszközök összetétele

Forrás: saját munka

A második ábra alapján a H&M befektetett eszközei az első két vizsgált évben 50% alatt voltak jelen, míg a 2020-as évben ez megfordult, és a forgóeszközök 37-45% között változtak. A befektetett eszközök aránya a 2020-as évben meghaladta a 60%-ot, viszont ez a következő három évben csökkent, de még mindig 50% fölötti arányt képviseltek. A harmadik vállalat, a Gap eszközeinek összetételét a harmadik ábrán illusztráltam.

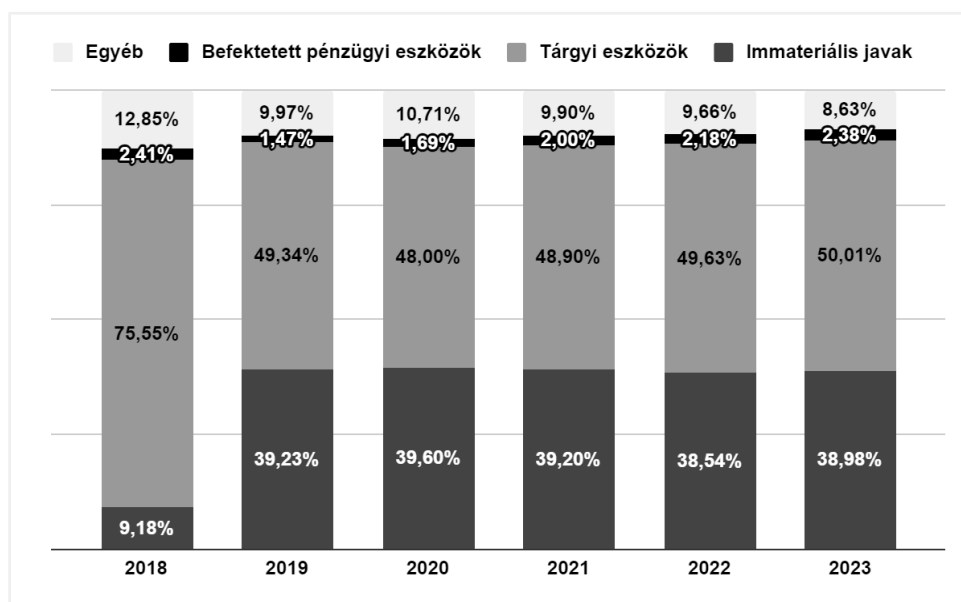


3. ábra: The Gap Inc - Eszközök összetétele

Forrás: saját munka

A harmadik ábrán jól látható, hogy a befektetett eszközök aránya, a 2018-as év kivételével, minden évben meghaladta az 55%-ot, sőt 2019-ben és 2023-ban a 60%-ot is.

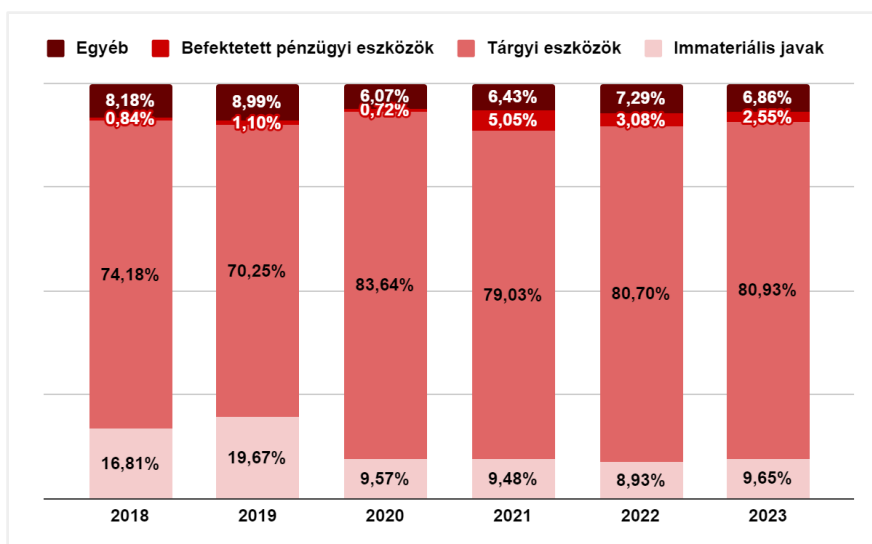
A három vállalat eszközeinek szerkezetét megvizsgálva, áttértem a befektetett és forgóeszközök felépítésének vizsgálatára 2018 és 2023 között. A negyedik ábra az Inditex befektetett eszközeinek szerkezetét prezentálja.



4. ábra: Inditex Group - Befektetett eszközök összetétele

Forrás: saját munka

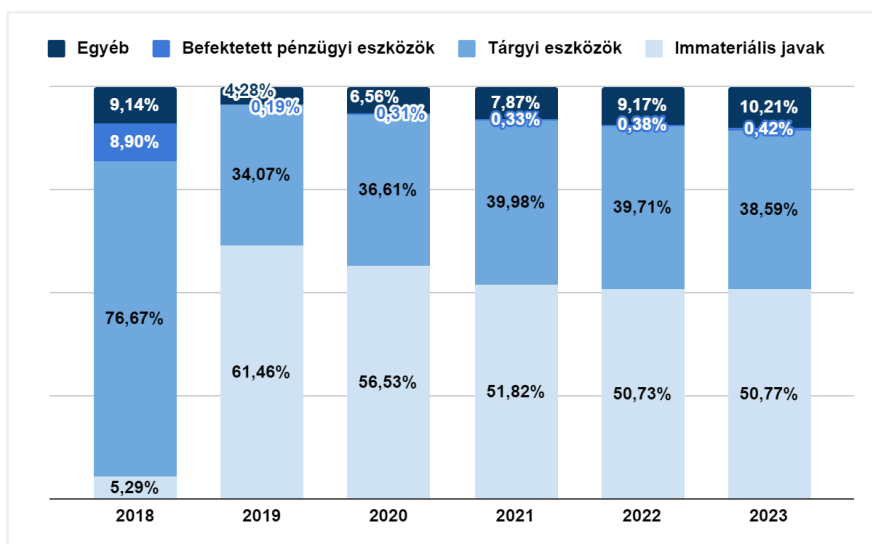
A negyedik ábrát tekintve az Inditex befektetett eszközeinek összetételéről megállapítható, hogy 2018-ban a tárgyi eszközök aránya több mint 75% volt, és az immateriális eszközök 9% körüli arányt képviseltek. Az ezt követő öt évben viszont az immateriális eszközök értéke megnőtt és 38-40% körül változott az aránya, a tárgyi eszközök hányada pedig 2019-2023-as periódusban 48-51% között változott. Ennek oka, hogy 2018-ban a lízingekre még a IAS 17 standard volt érvényben, viszont 2019. január elsejétől ezt az IFRS 16 standard váltotta fel, amely azt mondta ki, hogy a lízingeket már a kezdetekkor meg kell jeleníteni használati jogot tükröző eszközként, és emellett fel kell tüntetni a lízingdíj fizetési kötelezettséget is. A befektetett eszközökön belül még 1-3% között jelen volt befektetett pénzügyi eszköz is, és a további 8-13%-ot egyéb tételek birtokolták. Az ötödik ábrán a H&M befektetett eszközeinek szerkezete látható 2018-2023 között.



5. ábra: H&M Group - Befektetett eszközök összetétele

Forrás: saját munka

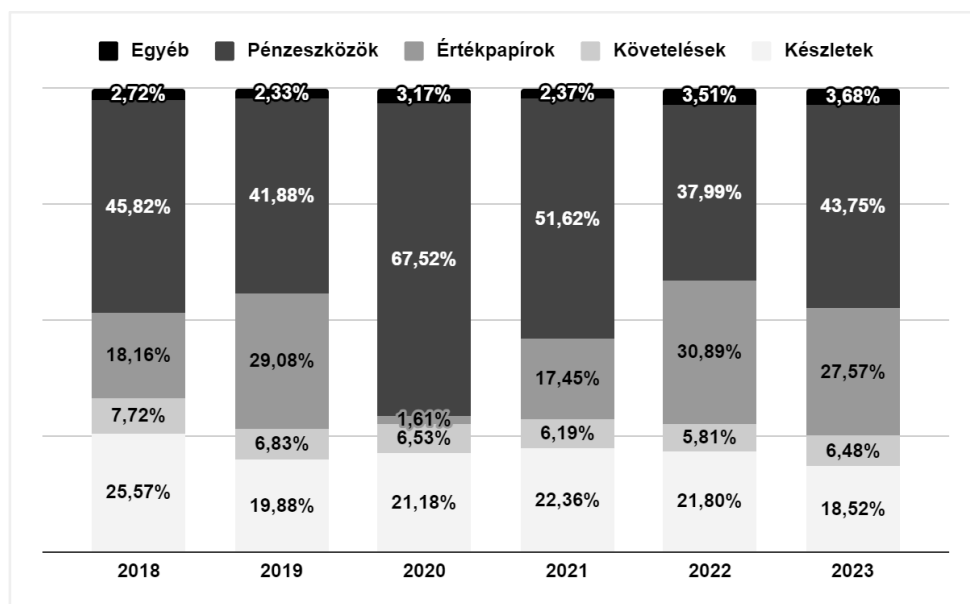
A H&M befektetett eszközeinek 70-84%-át minden évben a tárgyi eszközök teszik ki. Kis mértékben, 0,5-5,1%-ban jelen vannak befektetett pénzügyi eszközök, 6-9%-ban pedig egyéb tételek. Az immateriális eszközök esetén 2020-tól egy változás figyelhető meg, mivel 2018 és 2019 között ezeknek aránya 16-20% között volt, míg a következő évtől 10% alá csökkent. Ez annak az eredménye, hogy a Covid-19 negatív hatásainak kezelése érdekében a vállalat szigorú intézkedést vezetett be, beleértve a termékek beszerzését, a beruházásokat, a bérleti díjakat, a létszámgazdálkodást és a finanszírozást. A vállalat átfogó felülvizsgálatot végzett az immateriális eszközeire vonatkozóan is, amelynek állománya az amortizáció miatt csökkent. A hatodik ábrán a Gap befektetett eszközeinek szerkezete szemlélhető meg.



6. ábra: The Gap Inc - Befektetett eszközök összetétele

Forrás: saját munka

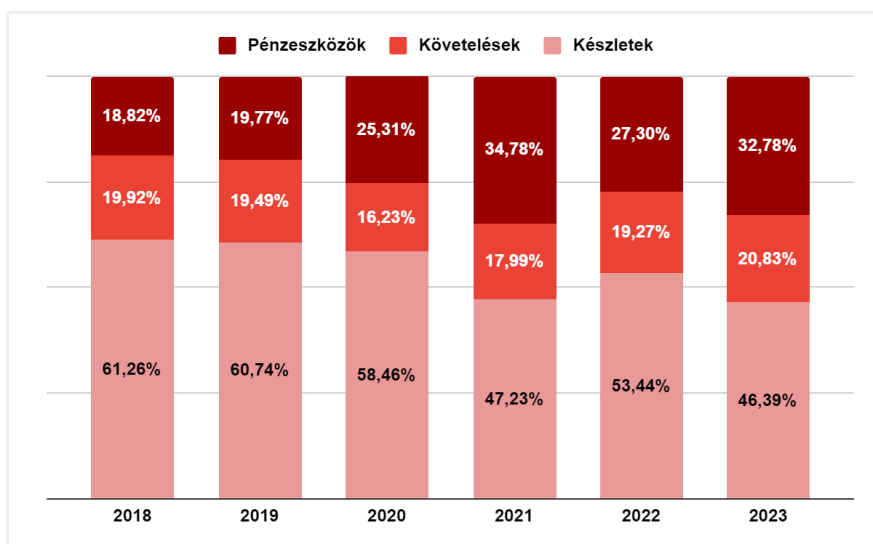
A fenti ábrán jól látható, hogy 2018-ban a vállalat befektetett eszközein belül több mint 76%-ban tárgyi eszközök voltak, az immateriális eszközök pedig, csak 5,29%-ban szerepeltek. A következő években az immateriális eszközök értéke már 50-62% között váltakozott, ami az ASC 842 bevezetésének köszönhető. Ez előírta, hogy minden 12 hónapnál hosszabb bérleti szerződést eszközként és kötelezettséggként is ki kell mutatni a mérlegben. A befektetett pénzügyi eszközök értéke 2018 és 2019 között több mint 90%-kal csökkent, amelynek oka, hogy 2019-ben elkészült egy épület, amelyet megvásárolt a vállalat, 2018-ban pedig erre a harmadik fél ellenértéket tartott vissza. A hetedik ábra az Inditex forgóeszközeinek összetételét tartalmazza.



7. ábra: Inditex Group - Forgóeszközök összetétele

Forrás: saját munka

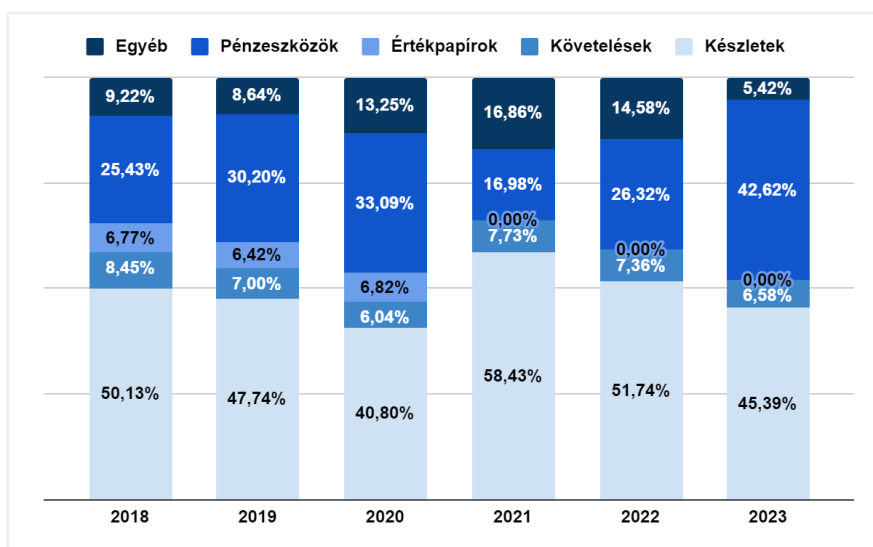
Az Inditex forgóeszközeinek szerkezetét tekintve 2020-ban jelentős csökkenés következett be az értékpapírok állományában, amely véleményem szerint a koronavírus világjárványnak volt köszönhető. A magas bizonytalanság következtében a vállalat az értékpapírok helyett inkább a pénzeszközei állományát növelte, ezzel erősítve fizetőképességét és pénzügyi biztonságát, mivel eddig az értékpapírok főként pénzpiaci befektetési alapokban és fix kamatozású értékpapírokban lévő befektetések voltak, amelyek lejáratá három és tizenkét hónap között mozgott, és amelyek mindegyike magas hitelminősítéssel rendelkezett, illetve nagymértékben likvid volt. A H&M forgóeszközeinek szerkezete 2018 és 2023 között a nyolcadik ábrán figyelhető meg.



8. ábra: H&M Group - Forgóeszközök összetétele

Forrás: saját munka

A H&M forgóeszközein belül a vizsgált időintervallumban a pénzeszközök aránya 18-35% között, a követelések aránya 16-21% között, míg készleteinek aránya 45-62% között változott. Jelentősebb kiugró érték nincs a megfigyelt intervallumban. A Gap vállalat forgóeszközeinek összetétele a kilencedik ábrán látható.

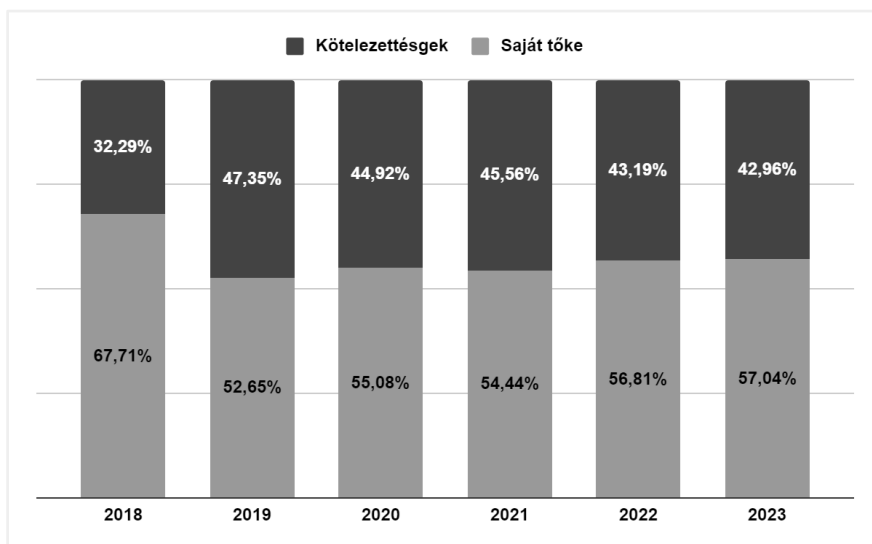


9. ábra: The Gap Inc - Forgóeszközök összetétele

Forrás: saját munka

A Gap 2021-ben nem tartott értékpapírt, amely hatékonyan csökkentette a rövid lejáratú befektetésekhez kapcsolódó általános piaci kockázatot. Emellett szintén ebben az évben az értékesítés nem felelt meg a várakozásoknak a koronavírus világjárvány okozta fogyasztói keresletre gyakorolt váratlan hatások miatt, így a készletállomány megnövekedett, ennek

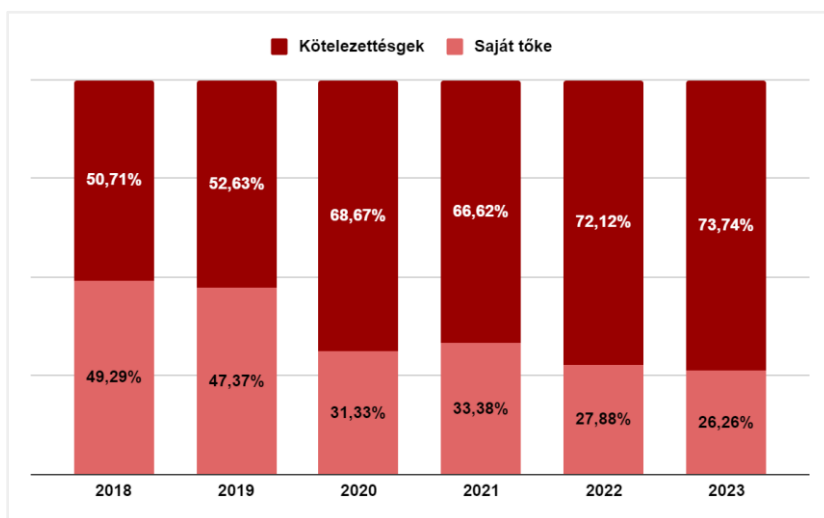
hatására pedig a pénzeszközök állománya is csökkent. A tizedik ábra az Inditex mérlegének forrásoldali szerkezetét szemlélteti.



10. ábra: Inditex Group - Források összetétele

Forrás: saját munka

Az ábrán szemmel látható, hogy a vállalat mind a hat vizsgált évben magasabb arányban rendelkezett saját tőkével, mint idegen forrással, annak ellenére, hogy a kötelezettségek aránya 2018-ról 2019-re jelentősen növekedett, ez szintén a IFRS 16 standard megjelenésének az eredménye, mivel az igénybe vett lízing miatt keletkezett tartozásokat már a kezdetekkor kötelezettségként is ki kell mutatni. A következő (11.) ábrán a H&M forrásainak összetételét szemléltettem.

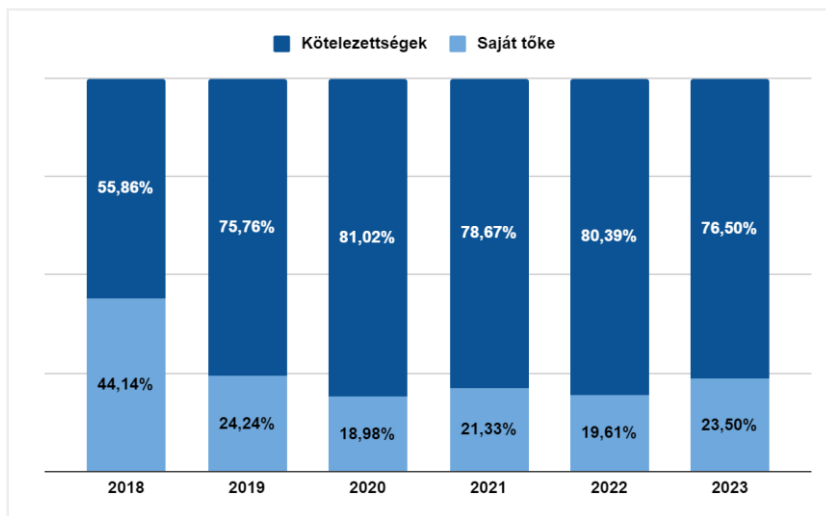


11. ábra: H&M Group - Források összetétele

Forrás: saját munka

Az ábráról leolvasható, hogy a H&M kevesebb arányban rendelkezett saját tőkével, mint kötelezettségekkel. 2018-ban és 2019-ben a saját tőke aránya alulról közelítette az 50%-

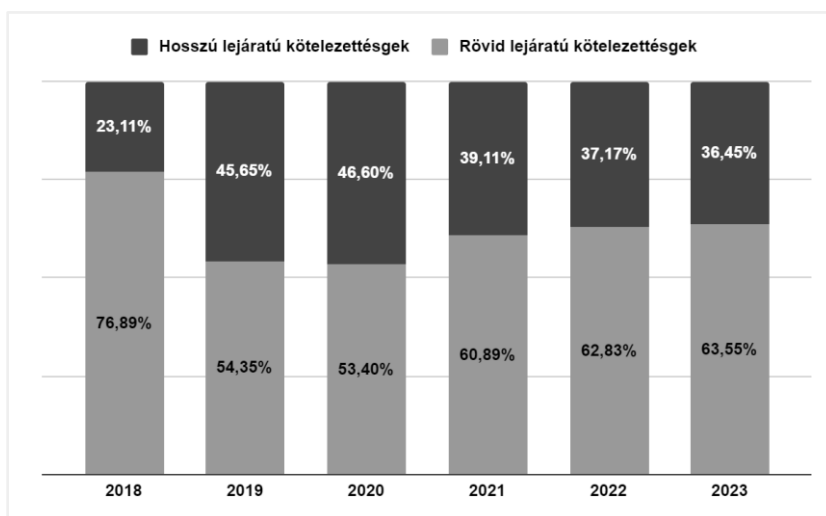
ot, viszont a következő vizsgált években már 26-34% között ingadozott. 2020-ban a kötelezettségek arányának növekedése a több mint 30 milliárd SEK hitelkeret, illetve a több mint 16 milliárd SEK hitelintézetektől származó kölcsönök és forgatható értékpapírok eredménye. A 12. ábra a Gap vállalat forrásainak megoszlását szemlélteti.



12. ábra: The Gap Inc - Források összetétele

Forrás: saját munka

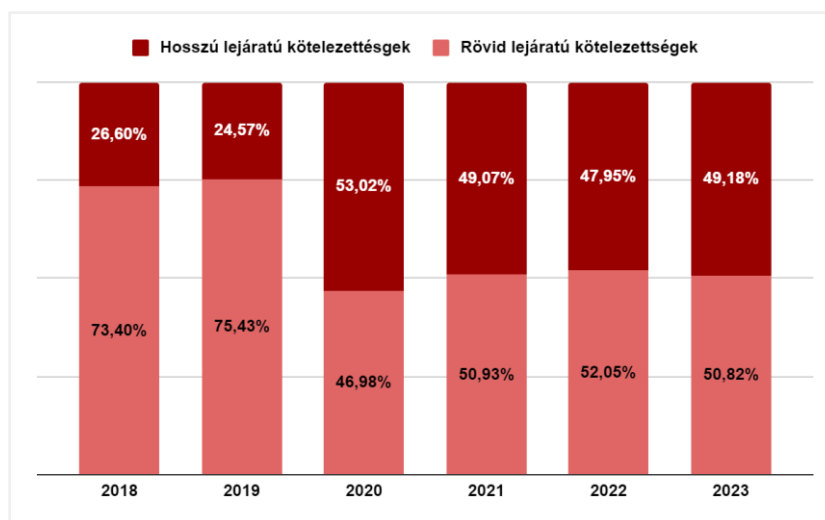
A Gap vállalat 2019-től jóval magasabb idegen tőkével rendelkezett, mint saját tőkével, ezt szintén az IFRS 16 standard bevezetése okozta, mivel a lízingkötelezettségek megjelentek a forrás oldalon idegen tőkeként. A vállalat 2019-2023 között a források 75-82%-a kötelezettség volt. A következő három ábra a három vállalat, az Inditex, a H&M, valamint a Gap kötelezettségeinek szerkezetét mutatja.



13. ábra: Inditex Group - Kötelezettségek összetétele

Forrás: saját munka

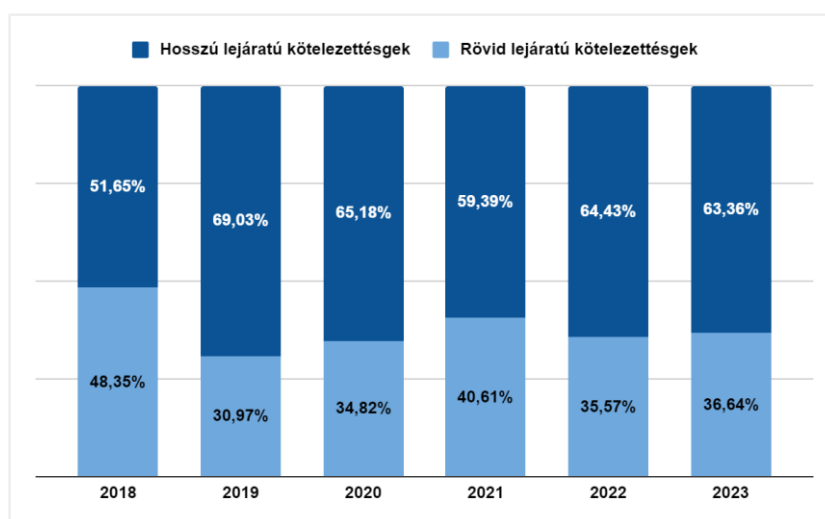
Az Inditex vállalat rövid lejáratú kötelezettségei 2018-ban több mint 76%-ban voltak jelen, míg a következő években ennek aránya csökkent, és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya növekedett meg. Ennek oka, hogy minden évben a rövid lejáratú kötelezettségek több mint 70%-át a szállítói kötelezettségek adják, illetve 2019-ben a hosszú lejáratú kötelezettségek több mint 80%-a 2019 és 2023 között lízingkötelezettség volt.



14. ábra: H&M Group - Kötelezettségek összetétele

Forrás: saját munka

A H&M vállalat esetében az első két vizsgált évben a rövid lejáratú kötelezettségek voltak túlnyomórészt a hosszú lejáratú kötelezettségekkel szemben, viszont 2020-tól kezdődően a további vizsgált években a rövid és hosszú lejáratú kötelezettségek majdnem egyenlő arányban szerepeltek. A hosszú lejáratú kötelezettségek állományának növekedése az előzőekben említett hitelkeret következménye.



15. ábra: The Gap Inc - Kötelezettségek összetétele

Forrás: saját munka

A Gap vállalat rövid és hosszú lejáratú kötelezettségeinek aránya 2018-ban majdnem egyenlő, a következő években pedig jóval meghaladják a rövid lejáratúak arányát, amely a hosszú lejáratú lízing kötelezettségek következménye.

Horizontális mutatóként még megvizsgáltam a nettó forgótőkét (NFT), amely a forgóeszközökben lekötött vagyon egy részét adja meg, amelyet nem rövid lejáratú idegen tőkével fedeztek. Az NFT választ ad arra, hogy milyen rövid távú finanszírozási stratégiát követnek a vállalatok. A második táblázat millió eurós értékre történő kerekítéseket tartalmaz.

2. táblázat: Nettó forgótőke (NFT) - millió €

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	5.237	4.108	4.619	5.572	6.502	7.079
H&M	1.692	1.363	868	1.773	1.053	1.098
Gap	1.759	1.168	1.860	920	1.293	1.201

Forrás: saját munka

A második táblázat szemlélteti 2018 és 2023 között, hogyan alakul a három fast fashion vállalat nettó forgótőkéje. Látható, hogy ennek értéke minden évben pozitív, tehát a forgóeszközök állománya meghaladta a rövid lejáratú kötelezettségek állományát. Ez azt jelenti, hogy a vállalatok a forgóeszközök egy részét tartós forrásból finanszírozták, vagyis konzervatív finanszírozási stratégiát követtek rövid távon.

4.2.2. JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK

A vállalatok vagyoni helyzetének vizsgálata után fontos elemezni a jövedelmezőséget is. Először nézzük mit mutatnak a különböző eredmények, amelyek a harmadik táblázatban láthatóak. A táblázat millió eurós értékekre való kerekítéseket tartalmaz.

A táblázatban megfigyelhető, hogy 2020-ban a vállalatok eredményei csökkentek, erre utal az EBITDA és a NOPLAT is. Ennek oka, hogy a vállalatok adózott eredménye nagymértékben csökkent, amely egyértelműen a koronavírus járvány következménye. A gazdasági egységek arra kényszerültek, hogy több fizikai üzletüket is bezárják. Az online értékesítés megnövekedett, de nem ellensúlyozta az üzletek bezárásának következményeit.

Egy másik szembetűnő tény, hogy 2022-ben a H&M és a Gap vállalat eredménye ismételten nagyobb mértékben csökkent, sőt a Gap adózás előtti eredménye nem csak 2020-ban, hanem 2022-ben is negatív lett, tehát veszteségesen működött ebben a két évben. A H&M a 2022-es nettó eredményének csökkenése a beszerzési költségeket terhelő negatív külső tényezőknek, és az Oroszországból származó működési nyereség kiesésnek volt köszönhető. A

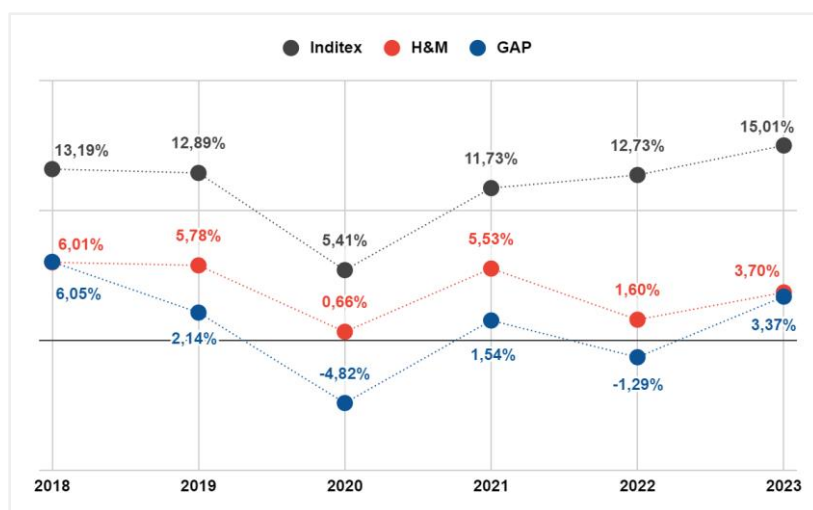
Gap veszteségét pedig a 2022-es pénzügyi év nettó árbevételének csökkenésével, elsősorban az Old Navy Global szegmens miatt, továbbá a globális ellátási lánc zavaraihoz kapcsolódó készletkésekkel, valamint a külföldi devizaárfolyamok kedvezőtlen hatásával magyarázta.

3. táblázat: EBITDA, NOPLAT 2018-2023 periódus, Inditex, H&M, Gap

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA (millió €)						
Inditex	5.543	7.663	4.574	7.231	8.278	10.038
H&M	2.481	2.717	2.795	3.723	2.814	3.320
Gap	1.671	1.037	-353	840	464	1.080
NOPLAT (millió €)						
Inditex	3.463	3.803	1.232	3.363	4.291	5.666
H&M	1.248	1.301	242	1.199	440	947
Gap	911	381	-414	358	-108	547

Forrás: saját munka

Az EBITDA és NOPLAT vizsgálata után, térjünk át az árbevétel-arányos nyereség (ROS), az eszközarányos megtérülésre (ROA), illetve a saját tőke-arányos megtérülésre (ROE).

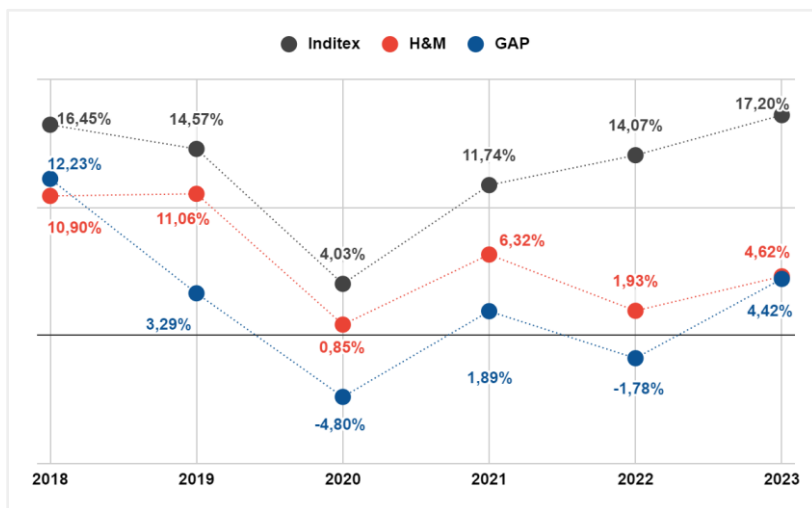


16. ábra: Árbevétel-arányos nyereség (ROS)

Forrás: saját munka

A ROS szerint minden vizsgált évben az Inditex teljesített a legjobban a három vizsgált fast fashion vállalat közül. A 16. ábrán is jól kitűnik, hogy 2020-ban világjárvány volt, illetve 2022-ben a H&M és a Gap jövedelmezőségi helyzetét az orosz-ukrán háború is érintette. Az Inditex 2023-ban produkált a legmagasabb ROS mutatót, a vállalat árbevételének 15,01%-át

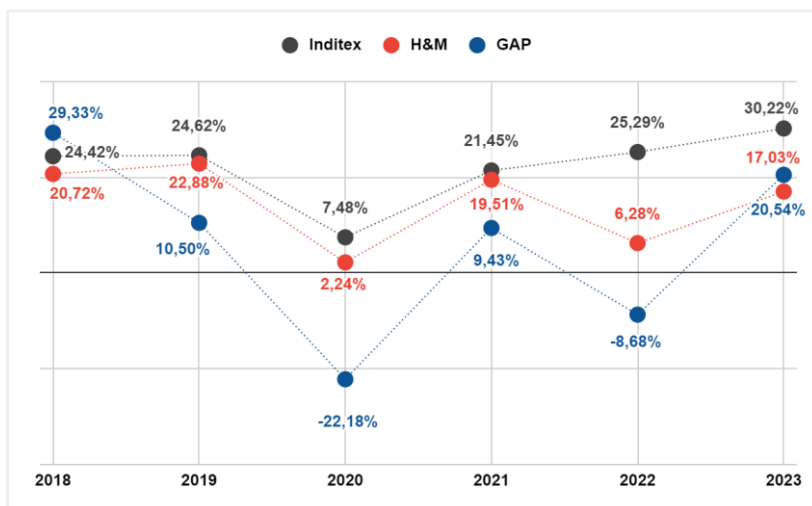
nyereség tette ki. Hozzá képest a másik két vállalat 2018-ban volt a legjövedelmezőbb, viszont 2023-ban erősödött jövedelmezőségük, annak ellenére, hogy a Gap 2022-es ROS mutatója negatív volt, a negatív adózott eredmény miatt.



17. ábra: Eszközarányos megtérülés (ROA)

Forrás: saját munka

Az eszközállomány stock, míg az adózott eredmény flow adat, emiatt a ROA kiszámításánál az átlagos eszközállományt vettem figyelembe, ezzel korrigálva a stock és flow adatok különbségét. A 17. ábrán megfigyelhető, hogy mindhárom vállalat esetében a 2020-as év volt a legkevesbé jövedelmező, illetve a H&M és Gap vállalatok ROA mutatója szintén romlott 2022-ben, ezeknek okát már említettem. A ROA mutatót tekintve az Inditex volt, ahogy a ROS mutató esetében is, a legjövedelmezőbb, 2023-ban a vállalat teljes eszközállománya átlagosan 17,20%-os hozamot biztosított. A H&M és a Gap 2023-ban 4,5% körüli megtérülési ráta mellett működött.



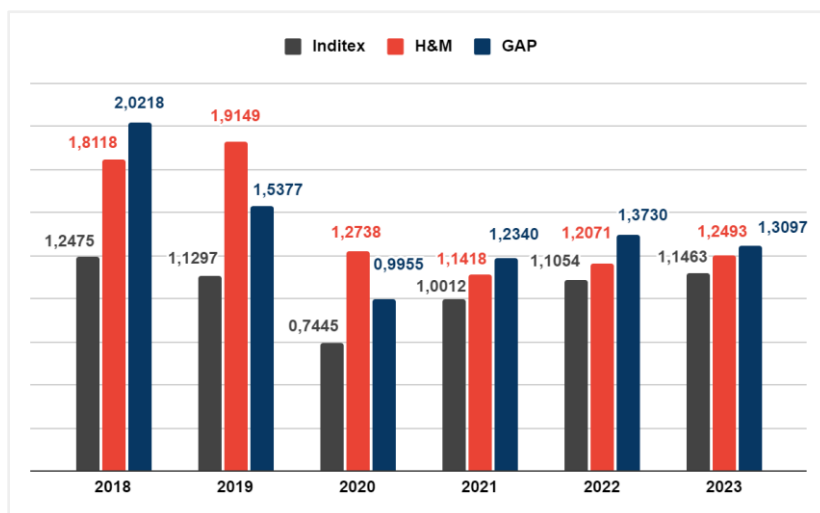
18. ábra: Saját tőke-arányos megtérülés (ROE)

Forrás: saját munka

A 18. ábrán az elemzett vállalatok saját tőke-arányos megtérülését szemléltettem. Ebben az esetben is a saját tőke átlagos értékeit vettem figyelembe, a fent említett ok miatt. A ROE mutatóra is jellemző a 2020-as és 2022-es tendencia. Az Inditex működtette minden évben a legjövedelmezőbb saját tőkéjét, illetve látható, hogy a világjárvány és az orosz-ukrán háború ellenére is 2018-ban már 29,33% a ROE mutatója, míg 2023-ra ez 30,22%-ra növekedett. Ezzel szemben a H&M 2018-as ROE mutatójának értéke 20,72%, míg 2023-ban ennél kevesebb, 17,03% volt. Hasonlóan a Gap vállalat ROE mutatója is csökkent a vizsgált periódusban, 2018-ban 24,42%, míg 2023-ban csak 20,54% volt. Véleményem szerint, ha nem következik be valamilyen gazdasági esemény, amely negatívan befolyásolhatja a vállalatok jövedelmezőségét, akkor a H&M és a Gap vállalatok jövedelmezősége is növekedni fog.

4.2.3. HATÉKONYSÁGI MUTATÓK

A vállalatok jövedelmezőségét áttekintve, elemeztem egy másik lényeges mutatócsoportot, amely a gazdasági egységek hatékonyságát vizsgálja. Az egyik széles körben ismert hatékonysági mutató az eszközök forgási sebessége (ATO).

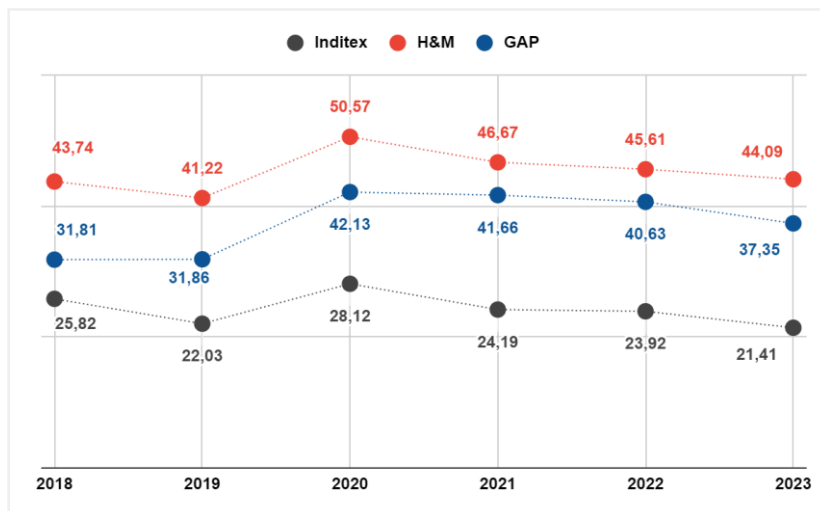


19. ábra: Eszközök forgási sebessége - ATO (euró)

Forrás: saját munka

Az ATO kiszámításánál átlagos eszközállománnyal számoltam. A mutató segítségével meghatározható, hogy a vállalatok mennyire hatékonyan használták fel eszközeiket. Minél magasabb ennek értéke, annál hatékonyabban működött a vállalat. Az ATO mindhárom vállalat esetében a hat vizsgált évben folyamatosan változott, 2019-ről 2020-ra figyelhető meg egy nagyobb csökkenés, amely mindhárom vállalatnál az árbevétel csökkenésével és a mérlegfőösszeg növekedésével magyarázható. 2018-ban a Gap 1 eurónyi eszközzel 2,02 eurónyi árbevételt ért el, a vállalat ebben az évben használta fel eszközeit a leghatékonyabban. A vizsgált években a legalacsonyabb értéket az Inditex realizálta, 2020-ban 0,74 volt az ATO

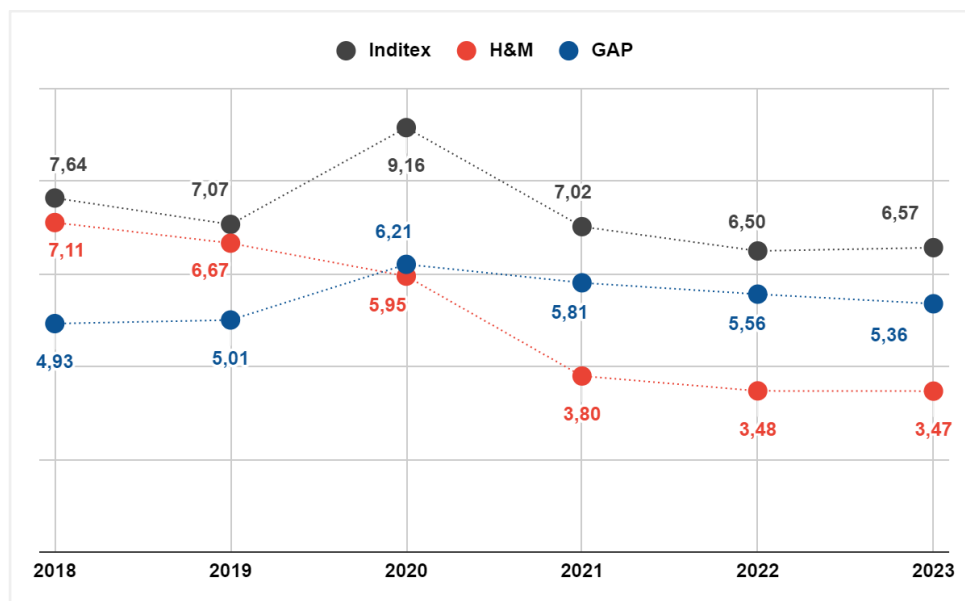
mutatója. Ezt követően a következő három ábrán a készletek, a vevők, valamint a szállítók forgási idejét ábrázoltam. Azért választottam a forgási sebesség helyett a forgási időt, mert így összehasonlíthatóbb a vevők és szállítók forgási ideje. A mutatók számításánál átlagos állományt (készlet, vevők, szállítók) és 250 munkanapot vettem figyelembe.



20. ábra: Készletek forgási ideje (nap)

Forrás: saját munka

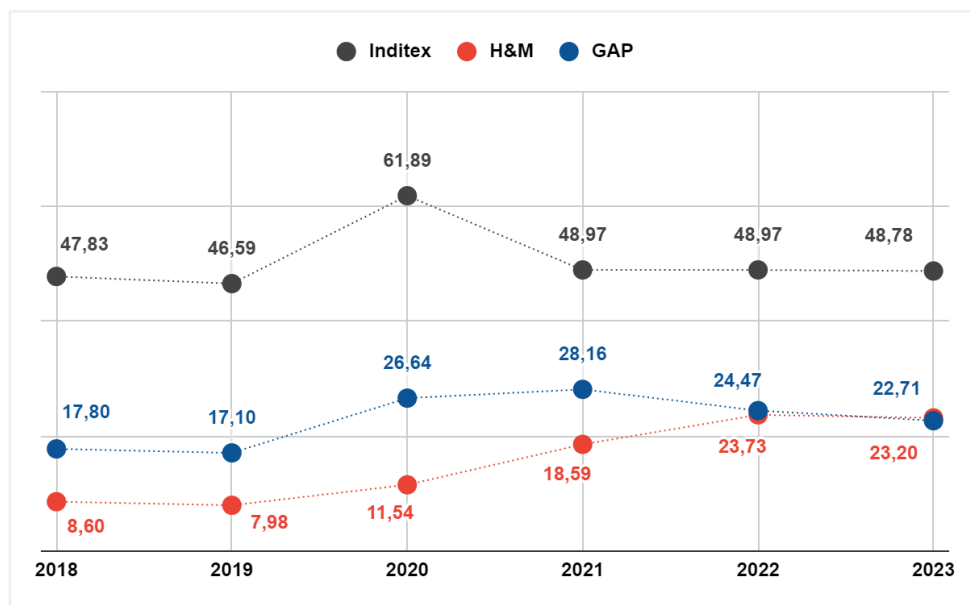
A készletek forgási idejénél a minél alacsonyabb érték kedvező a vállalat számára, hiszen minél kisebb a készletek forgási ideje, annál hatékonyabban gazdálkodott és mozgatta készleteit. Az Inditex 2018 és 2023 között átlagosan 42-51 nap alatt értékesítette készleteit, a H&M 32-43 nap alatt, míg a Gap 22-29 nap között forgatta készleteit. Az ábrán látható, hogy a vállalatok készletgazdálkodása 2020 óta folyamatosan javult.



21. ábra: Vevők forgási ideje (nap)

Forrás: saját munka

A vevők forgási ideje vagy az átlagos beszedési idő megmutatja, hogy az Inditex 7-10 nap alatt szedte be vevői követeléseit a vizsgált években, a H&M 4 és 8 nap között, valamint a Gap 5-6 nap alatt hajtotta be követeléseit. Látható, hogy mindhárom vállalat beszedési ideje csökkent, ami egyre nagyobb hatékonyságra utal, illetve a leggyorsabban a H&M vevői fizettek. A gyorsfizetés pedig hozzájárul a vállalatok likviditásának javításához.



22. ábra: Szállítók forgási ideje (nap)

Forrás: saját munka

A szállítók forgási ideje vagy átlagos fizetési idő alapján az Inditex 47-62 nap között fizette ki szállítói tartozásait, a Gap 18 és 29 nap alatt, illetve a H&M 8-24 nap között a vizsgált periódusban. A szállítók forgási ideje a vevők forgási idejével értelmezhető a leginkább. Mindhárom vállalat esetében mind a hat évben a vevők forgási ideje kisebb volt a szállítók forgási idejénél, ami kedvező a vállalatok számára, hiszen a szállítók finanszírozzák a vevőknek nyújtott hiteleket. Az utolsó hatékonysági mutató, amelyet megvizsgáltam az egy főre jutó árbevétel, ez a negyedik táblázatban figyelhető meg. A negyedik táblázat egész számokra történő kerekítéseket tartalmaz, illetve euróban szemlélteti az értékeket.

4. táblázat: Egy főre jutó árbevétel (euró)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	151.029	161.175	127.223	179.300	197.365	220.346
H&M	166.364	173.936	161.695	182.633	197.442	203.390
Gap	103.987	113.449	103.264	145.304	156.111	161.992

Forrás: saját munka

Az egy főre eső árbevétel mutató a munkaerő kihasználtságát értékeli. A mutató számításánál az átlagos alkalmazottak számát használtam. Mindhárom vállalat hatékonysága 2018 óta javult (kivétel a 2020-as év), amely a munkaerő hatékonyságának javulását jelenti. 2023-ban az Inditex egy átlagos alkalmazottja több mint 220 ezer eurós árbevételt termelt a vállalkozás számára, a H&M egy átlagos alkalmazottja több mint 203 ezer eurós árbevételt, míg a Gap egy átlagos munkavállalója majdnem 162 ezer eurós árbevételt eredményezett.

4.2.4. ELADÓSODOTTSÁGI MUTATÓK

A vagyoni szerkezet elemzésekor a kötelezettségek és saját tőke arányát (lásd: források összetétele) áttekintettem, amelyek egyben eladósodottsági mutatók is. Léteznek más eladósodottsági mutatók, mint például az adósságállomány fedezettsége, a tőkefeszültség mutató, valamint a kamatfedezettségi mutató.

5. táblázat: Adósságállomány fedezettsége

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	2,0973	1,1121	1,2260	1,1950	1,3153	1,3277
H&M	0,9718	0,8999	0,4561	0,5011	0,3866	0,3561
Gap	0,7903	0,3200	0,2343	0,2711	0,2440	0,3071

Forrás: saját munka

Az adósságállomány fedezettsége a saját tőke és az összes kötelezettség hányadosa, amely megmutatja, hogy a saját tőke állománya mekkora az összes kötelezettséghez képest, mennyire fedi le a saját tőke a rövid és hosszútávú tartozásokat. Az ötödik táblázatban jól látható, hogy az Inditex saját tőkéje mind a hat vizsgált évben meghaladta a kötelezettségek állományát, 2018-ban több mint kétszer akkora volt, míg a további öt évben kisebb mértékben haladta meg az idegen tőke értékét. Ezzel szemben a H&M és a Gap vállalatok 2018 és 2023 között kisebb állományú saját tőkével rendelkeztek, magasabb volt az idegen tőke aránya.

6. táblázat: Tőkefeszültség

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	0,4768	0,8992	0,8157	0,8368	0,7603	0,7532
H&M	1,0290	1,1112	2,1923	1,9955	2,5867	2,8082
Gap	1,2654	3,1252	4,2674	3,6881	4,0990	3,2559

Forrás: saját munka

A tőkefeszültség az egyik legelterjedtebb eladósodottsági mutató, amely az adósságállomány fedezettségének fordítottja. A mutató alacsony értéke kedvező a vállalatok számára, hiszen minél magasabb a külső finanszírozás súlya, annál negatívabban hat ez a gazdasági egységek pénzügyi biztonságára. A táblázatban látható, hogy 2019-ben az Inditex és Gap vállalatoknak megnövekedett a tőkefeszültség mutatója, ezt nagymértékben a lízingkötelezettségek mérlegben való kimutatása okozta. Ennek hatása a H&M esetében 2020-ban következett be. A Gap tőkefeszültség mutatója 2020-ban újból növekedett, amely részben a saját tőke, és ezen belül az egyéb átfogó jövedelem csökkenésének, valamint a szállítói kötelezettségek növekedésének eredménye.

7. táblázat: Kamatfedezettségi mutató

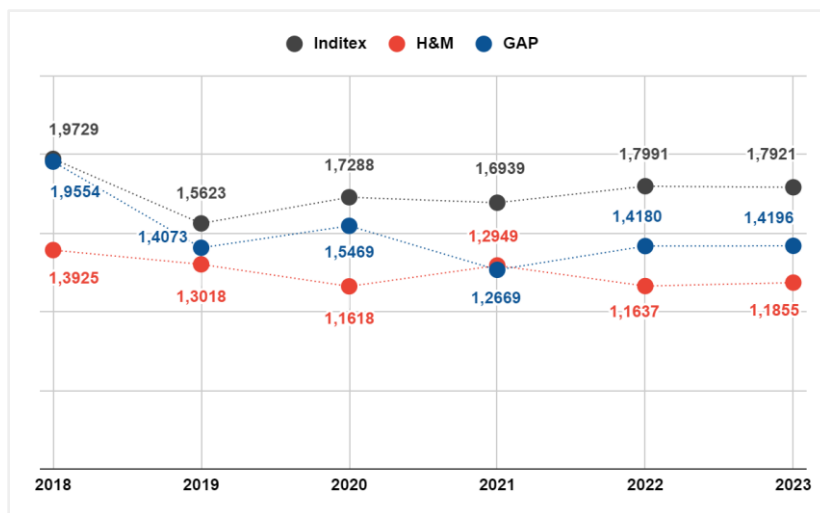
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	369,5333	49,1218	35,7344	63,9912	57,4861	37,0406
H&M	174,3562	86,9275	22,5589	32,6235	26,8251	17,7825
Gap	27,0274	15,2763	-2,0990	5,9521	5,5568	12,9778

Forrás: saját munka

A kamatfedezettségi mutató az EBITDA és a kamatráfordítások hányadosa, tehát a vállalat finanszírozási kockázatát szemlélteti, ez leginkább a hitelt nyújtók számára fontos mutató. A táblázatban látható, hogy mindhárom vállalat alaptevékenységéből keletkezett eredménye és az amortizációs költség elegendő a kamatok fedezésére. Mindhárom vállalat kamatfedezettségi mutatója 2018-ban volt a legmagasabb, de minden évben időben tudták fedezni a kamatköltségeket. A Gap 2020-as negatív kamatfedezettségi mutatója tűnik ki, amelyet a negatív adózás előtti eredmény okozott.

4.2.5. LIKVIDITÁSI MUTATÓK

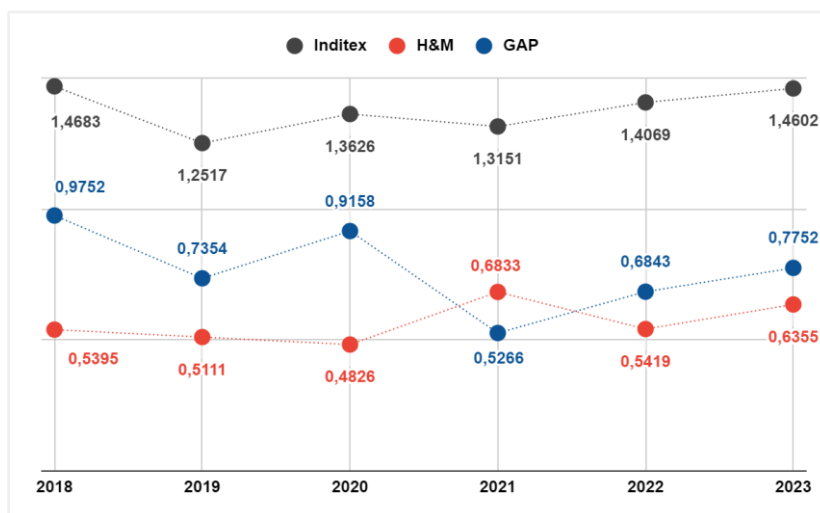
Az eladósodottság vizsgálata után fontos elemezni a vállalatok fizetőképességét, erre alkalmasak a likviditási mutatók, amelyeket a 23-26. ábrák szemléltetnek.



23. ábra: Általános likviditás

Forrás: saját munka

A vállalatok általános likviditása hasonlóan alakult 2018 és 2023 között. Minden esetben egy fölötti értéket produkáltak, a vállalatok likvid, valamint könnyen eladható eszközei fedezik a rövid lejáratú kötelezettségeket, tehát nem küzdöttek likviditási nehézségekkel. Viszont a túl magas likviditás sem kedvező a vállalatok számára, mivel a befektetett eszközök hozama nagyobb a forgóeszközökénél, a fölöslegesen tartott pénzeszközöket be lehetett volna fektetni. Ez alapján a H&M vállalat általános likviditása a legjobb, mivel nem kisebb egynél, viszont nem sokkal haladja meg azt.

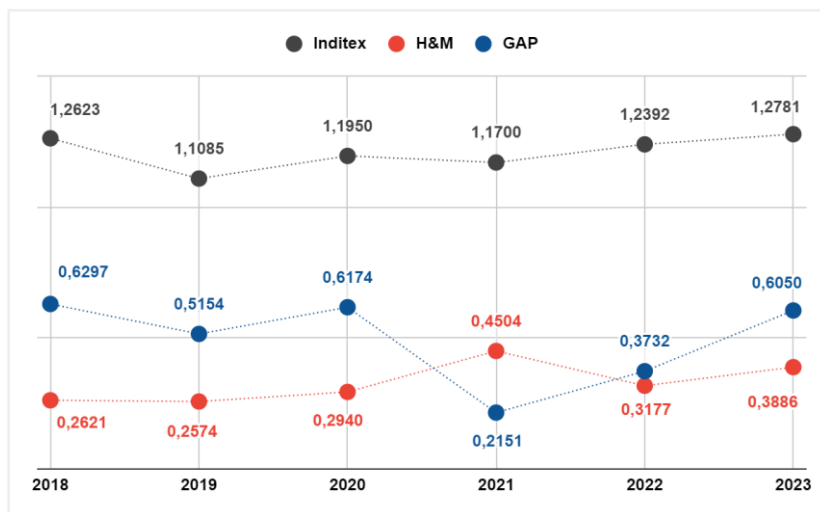


24. ábra: Likviditási gyorsráta

Forrás: saját munka

A likviditási gyorsráta az előző mutatónak egy következő fokozata, amikor a készleteket nem vesszük figyelembe, hiszen a forgóeszközökön belül ezek a legkevésbé likvid eszközök. Ennél a mutatónál is fontos, hogy az érték közelítse az egyet, viszont jó, ha nem haladja meg

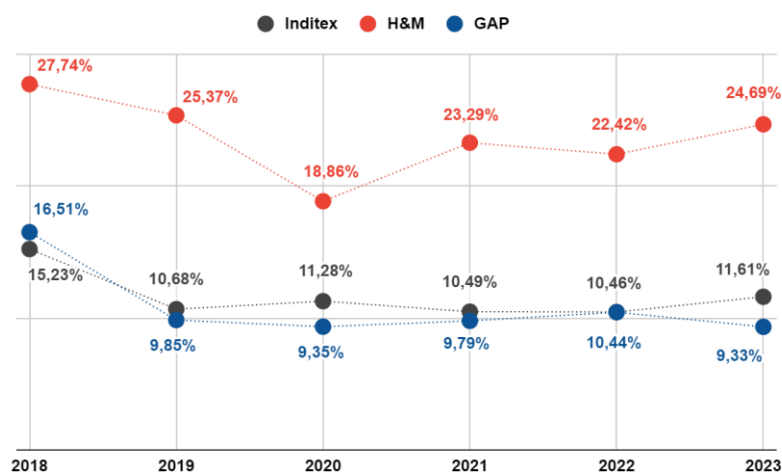
azt. Itt is hasonló tendencia látható, az Inditex túl sok likvid eszközt tart, a H&M ezen mutató alapján tarthatna többet, illetve a Gap likviditása megfelelő. Látható, hogy a H&M készleteinek értéke majdnem megegyezik a többi forgóeszköz összegével.



25. ábra: Pénzhányad

Forrás: saját munka

A pénzhányad csak a pénzeszközöket és értékpapírokat veszi figyelembe. Az Inditex még ezen mutatója is minden évben meghaladja az egyet, amely arra utal, hogy túl sok pénzeszközt tart, elveszti ezeknek befektetési lehetőségét, tehát a vállalat jövedelmezősége romlik az elveszített kamatjövedelem miatt. A H&M és Gap pénzhányad mutatója megfelelő volt mind a hat vizsgált évben, mivel a minimum 20%-os határt betartották.



26. ábra: Hitelfedezettségi mutató

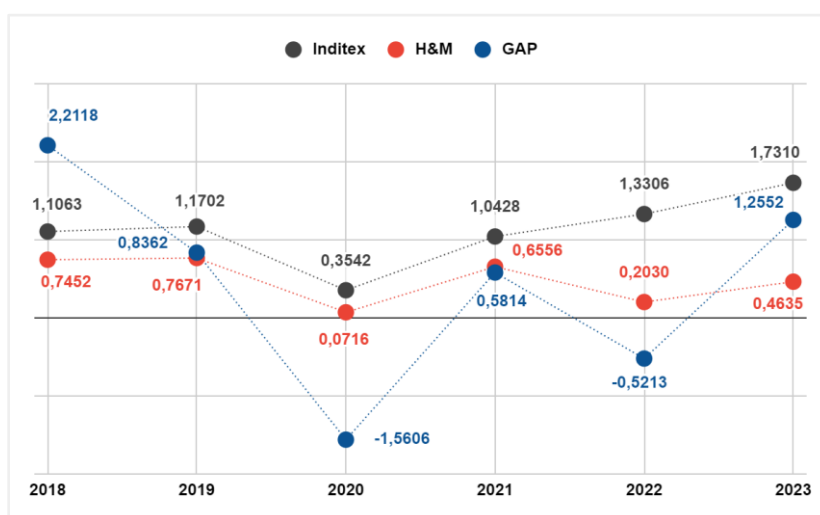
Forrás: saját munka

A hitelfedezettségi mutató arra ad választ, hogy az egy éven belül várhatóan beáramló pénzeszközök mekkora mértékben fedezik az egy évnél rövidebb kötelezettségeket. A 26. ábrán

látható, hogy mindhárom vállalat követelése sokkal kevesebb értékben vannak, mint a rövid lejáratú tartozásai. Kereskedő vállalként, amely ruházati termékeket ad el, ez nem meglepő, hiszen a vevői többségében természetes személyek, akik a vásárláskor már fizetnek (kivétel online rendelés kiszállításkor történő fizetéssel), emiatt inkább pénzeszközei vannak, mintsem követelése. A H&M vállalat hitelfedezettségi mutatója a legmagasabb minden évben, az Inditex és Gap pedig hasonló értékeket produkált a vizsgált évek során.

4.2.6. PIACI MUTATÓK

A vállalatok jelentéseiből nyert adatok segítségével számolt mutatók vizsgálata után térjünk át a vállalatok piaci mutatóira, amelyek a befektetők számára nagyon értékes információkat tartalmaznak. Az egyik ilyen mutató az egy részvényre jutó nyereség, amely megmutatja, hogy mekkora jövedelmet termelt a vállalat egy részvényre számolva.



27. ábra: Egy részvényre jutó nyereség (EPS)

Forrás: saját munka

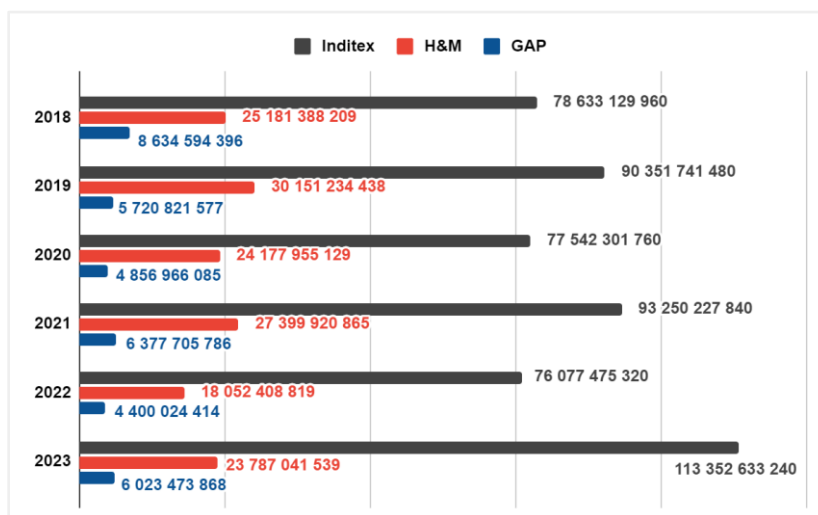
Az Inditex részvényeinek száma mind a hat vizsgált évben megegyezett, a H&M részvényeinek száma 2018 és 2021 között azonos volt, 2022-ben és 2023-ban is csökkent az előző évhez képest, míg a Gap részvényei minden évben változtak, 2020-ban és 2023-ban növekedtek az előző évhez képest, a többi évben pedig csökkent. A 27. ábra a vállalatok jövedelmezőségi tendenciájára emlékeztet. Látható, hogy az egy részvényre jutó nyereség mindhárom vállalat esetében 2020-ban csökkent, ez az adózott eredmény mérséklődésének volt köszönhető, illetve a H&M és a Gap esetében szintén az adózott eredmény miatt figyelhető meg egy visszaesés 2022-ben. A járvány és a háború leginkább a Gap vállalatot befolyásolta, hiszen 2020-ban és 2022-ben is negatív adózott eredménnyel zárta a pénzügyi évet. A nyolcadik táblázat az árfolyam/nyereség rátát szemlélteti, amely megmutatja, hogy egy befektető hány eurót volt hajlandó fizetni egy egységnyi profitért.

8. táblázat: Árfolyam/nyereség (P/E) ráta

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	22,8054	24,7743	70,2376	28,6924	18,3452	21,0107
H&M	20,4176	23,7494	203,9347	25,2500	53,8092	31,3009
Gap	10,1674	18,2454	-8,3423	29,4653	-22,9360	12,9746

Forrás: saját munka

2018-ban még az Inditex vállalat részvényeiért fizettek a legtöbbet, de szorosan követték ezt a H&M részvényei is, míg 2023-ban már a H&M részvényesei fizettek magasabb értéket egy egységnyi nyereségért a másik két vállalathoz képest. 2020-ban egy meglepően magas P/E ráta látható a H&M esetében, amely a részvények túlárazottságát jelenti. Viszont a mutató egyik hátránya, hogy a részvényárfolyamon kívül csak az adózott eredmény befolyásolja, ebben az esetben pedig a mutató magas értéke az alacsony nyereségnek köszönhető. A következő piaci mutató a vállalatok kapitalizációja, amely annak piaci értékét fejezi ki, ezt a 28. ábrán mutattam be.

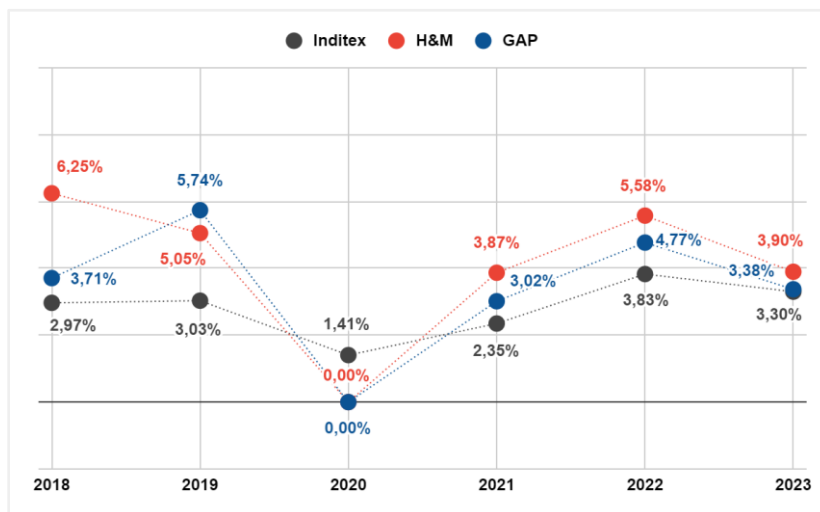


28. ábra: Tőkeérték (Kapitalizáció)

Forrás: saját munka

Minden évben az Inditex vállalat érte el a legnagyobb kapitalizációt, tehát az Inditex összes befektetője szerint a vállalat minden évben több mint 76 milliárd eurót ért, amellyel jóval a nagy kapitalizációjú vállalatok közé sorolhatjuk be. Az Inditex tőkeértéke 2023-ban már a 113 milliárd eurós értéket is meghaladta. A H&M követi mind a hat évben, hiszen a vizsgált intervallumban a kapitalizációja meghaladta a 18 milliárd eurós piaci értéket, ezzel a nagy kapitalizációjú vállalatok csoportját erősítette. A három vállalat közül a legkisebb tőkeértékkel minden évben a Gap rendelkezett, egyik évben sem érte el a 10 milliárd eurós piaci értéket, így

a közepes kapitalizációjú vállalatok közé tartozik. Összességében, 2023-ban az Inditex kapitalizációja nőtt 2018-hoz képest, a H&M és Gap vállalatoké pedig csökkent. Az utolsó általam vizsgált piaci mutató az osztalékhozam, amely a 29. ábrán látható.



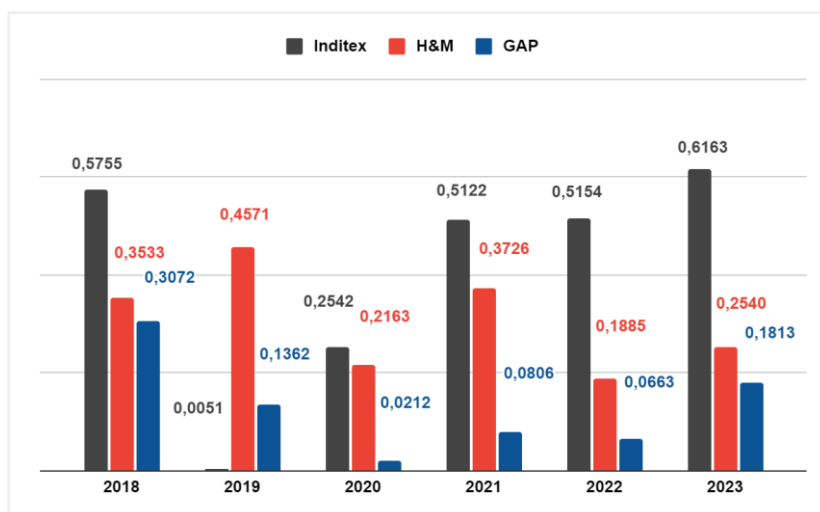
29. ábra: Osztalékhozam

Forrás: saját munka

Az első szembetűnő év 2020, mivel ekkor sem a H&M, sem a Gap nem adott osztalékot részvényesei számára. A H&M elsősorban a vállalat likviditását és folyamatos pénzügyi rugalmasságának biztosítását tartotta prioritásnak, emiatt 2020 tavaszán bejelentette, hogy nem fizetnek osztalékot. A Gap vállalat is a likviditás biztosítása érdekében függesztette fel 2020-ban az osztalékfizetést. Az Inditex osztalékhozama minden évben a legalacsonyabb, kivéve 2020-ban, mert ő ebben az évben is adott osztalékot. A többi években leginkább az figyelhető meg, hogy a H&M osztalékhozama volt a legmagasabb, majd a Gap és Inditex vállalatoké. Ez annak az oka, hogy az Inditex vállalat sokkal több részvényt bocsátott ki, a Gap pedig sokkal kisebb összeget osztott ki osztalékként.

4.2.7. CASH FLOW ALAPÚ MUTATÓK

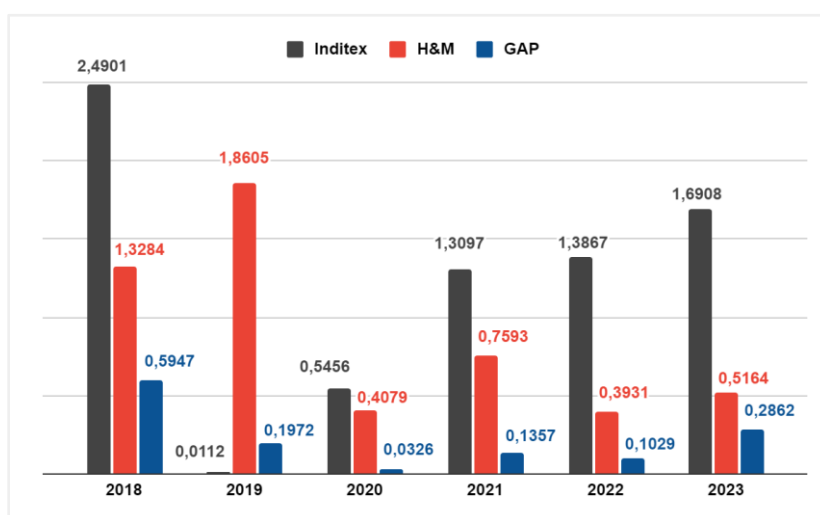
A mérleg és az eredménykimutatás adatai alapján számolt mutatók mellett fontos megvizsgálni néhány cash flow alapú indikátort is, mivel ez a vállalat tényleges pénzbevételeit és kiadásait tükrözi, így valósabb képet kapunk arról, hogy milyen a vállalat rövid távú likviditása, eladósodottsága, milyen hatékonyan és jövedelmezően üzemelt. Mindhárom vállalat az indirekt módszer alapján készítette el cash flow kimutatását 2018 és 2023 között. Az Inditex, a Gap és a H&M vállalat legtöbb pénzbevétele a működési tevékenységből származott, emiatt ebben az alfejezetben az operatív cash flow került középpontba. Az első a működési cash flow és az összes kötelezettség aránya, ezt a 30. ábra szemlélteti.



30. ábra: Az operatív CF és az összes kötelezettség aránya

Forrás: saját munka

Az ábra jól szemlélteti, hogy az Inditex működési tevékenységéből elegendő pénzeszköz áramlik be, amellyel jól tudná fedezni körülbelül a kötelezettségei felét. Kivételt képez a 2019-es és 2020-as év, hiszen ezekben az években a működési tevékenység lecsökkent a járvány helyzet miatt, így kevesebb pénzeszköz áramlott be a vállalat ezen tevékenységéből. A másik két vállalat működési tevékenységéből származó pénzáramlás jóval kisebb arányban fedezte mind a hat évben a kötelezettségeket. A következő az adósságfedezeti mutató, amely az előző mutatóhoz képest nem veszi figyelembe a rövid távú, csak a hosszú lejáratú kötelezettségeket. Ezt a 31. ábra szemlélteti.



31. ábra: Adósságfedezeti mutató

Forrás: saját munka

Az adósságfedezeti mutató az Inditex esetében magas, hiszen 2018-ban kétszer akkora pénzbevétele származott működéséből, mint amennyi hosszú lejáratú kötelezettségekkel

rendelkezett. Ebből is kitűnik, hogy magasabb rövid lejáratú kötelezettségekkel rendelkezett. 2019-ben és 2020-ban a mutató értéke alacsony, amely okát már többször említettem, illetve a további három évben is jóval több működési pénzárammal rendelkezett, mint hosszú távú tartozással. A H&M 2018-as és 2019-es helyzete hasonló az Inditex vállalatéhoz, viszont a többi években az adósságfedezeti mutató nem érte el az egyet, de így is eléggé magas volt. A Gap mutatója a 2018-as év kivételével egy évben sem haladta meg a 0,3 fölötti értéket, ami annak köszönhető, hogy a 2019-es évtől nagyon megugrott a hosszú lejáratú tartozások állománya. Az eddigi két mutató a vállalatok likviditására, illetve eladósodottságára összpontosított, míg a következő két cash flow alapú mutató segítségével a vállalatok hatékonyságát és jövedelmezőségét vizsgáltam meg.

9. táblázat: Működési cash flow marzs

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	0,1541	0,0024	0,1479	0,2437	0,2049	0,2411
H&M	0,1012	0,1245	0,1385	0,2243	0,1107	0,1438
Gap	0,0833	0,0861	0,0172	0,0485	0,0389	0,1029

Forrás: saját munka

Az operatív cash flow marzs alapján minden évben (kivételem 2019) az Inditex működött hatékonyabban, 2019-ben pedig a H&M. Az Inditex képes volt a leginkább jelentős cash flow-t generálni az értékesítéséből, viszont a másik két vállalat hatékonysága is erősödött 2023-ban a 2018-as évhez képest.

10. táblázat: Tőkearányos jövedelmezőség

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	0,2744	0,0046	0,2074	0,4286	0,3918	0,4642
H&M	0,3636	0,5079	0,4742	0,7434	0,4875	0,7132
Gap	0,3887	0,4255	0,0907	0,2972	0,2718	0,5904

Forrás: saját munka

A tőkearányos jövedelmezőség a ROE mutatóhoz hasonlít, viszont itt a vállalat operatív cash flow-ját hasonlítottam a saját tőke állományához. A 2018-as év kivételével a H&M biztosított nagyobb működési pénzáramlást a befektetők számára. A táblázatból még kitűnik, hogy az Inditex 2019-ben nagyon alacsony működési pénzforgalmat eredményezett.

4.3. TOVÁBBI HASZNÁLT MUTATÓK

4.3.1. TŐKEPIACI ÁRFOLYAMOK MODELLJE (CAPM)

A CAPM modellhez szükséges meghatározni a kockázatmentes hozamot, a befektetések betáját, illetve a piaci kockázati prémiumot. A kockázatmentes hozamot a Statistics Denmark adatai alapján vittem be a modellbe, amely az Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) adataira hivatkozott. Ez alapján a kockázatmentes hozamot a vállalatok székhelyének országában kibocsátott hosszú lejáratú államkötvények éves átlagos hozama adta. A beta értéke a Damodaran által számolt total levered beta minden a textiliparra vonatkozóan. Az Inditex és H&M esetében az Európai Unió átlagos értéket vettem az adott évre, a Gap esetében pedig az Amerikai Egyesült Államok éves átlagos beta értékeit, szintén az adott évre. Az utolsó szükséges adat a piaci kockázati prémium, amely esetében egyaránt Damodaran adatbázisára hivatkozom. Itt adott országokra és évekre megtalálhatóak az adatok.

A 11. táblázatban szemléltettem a CAPM modell segítségével kiszámolt r_E értékeit 2018 és 2023 között az Inditex vállalat esetében, illetve a gazdasági egység ROE mutatóját is feltüntettem, a táblázat utolsó sorában pedig az r_E és ROE közötti eltérések láthatóak.

11. táblázat: Inditex - r_E és ROE (százalékban)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
r_E	38,05	32,31	19,81	17,88	40,39	31,42
ROE	24,42	24,62	7,48	21,45	25,29	30,22
Abszolút eltérés	13,62	7,69	12,32	3,57	15,10	1,20

Forrás: saját munka

Várakozásaim szerint a tőkeköltség és a saját tőke-arányos jövedelmezőség hasonló értékeket eredményezett az adott években, mivel az egyik az elméleti, a másik pedig a gyakorlati megközelítés. Jól látható, hogy nagyobb eltérések 2018-ban, 2020-ban és 2022-ben voltak. 2018-ban és 2022-ben ennek oka az r_E magas értéke, a megnövekedett piaci kockázati prémium miatt. 2018-ban a magas piaci kockázati prémiumot többek között Katalónia függetlenedési törekvései (politika bizonytalanság), illetve a spanyolországi költségvetési hiány csökkentésének nehézségei okozták. 2020-ban a magas eltérés az Inditex alacsony nettó eredményének köszönhető, amely a koronavírus világjárvány következménye. A 2022-es eltérés pedig egyértelműen az orosz-ukrán háború, és az ennek köszönhető energiaár-emelkedés és infláció eredménye. A további években 1-8%-os eltérések voltak. A 11. táblázat alapján még

fontos megemlíteni, hogy a 2021-es év az egyetlen, amikor a CAPM modell alapján számolt r_E alul maradt a pénzügyi adatokból számolt ROE értékéhez képest, a többi évben az elméleti megközelítés eredményezett magasabb értékeket. Viszont az elméleti megközelítés is valóságközeli, hiszen beépíti a járvány, a háború és más tényezők kockázatát.

12. táblázat: H&M - r_E és ROE (százalékban)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
r_E	27,40	24,42	14,68	13,00	27,21	21,41
ROE	20,72	22,88	2,24	19,51	6,28	17,03
Abszolút eltérés	6,68	1,53	12,45	6,50	20,93	4,37

Forrás: saját munka

A 12. táblázatban az r_E , a ROE és a kettő közötti eltérés látható a H&M vállalat tükrében. Ebben az esetben magas eltérést csak 2020-ban és 2022-ben találtam. Mindkét eset a H&M alacsony nettó eredményével magyarázható, amelynek oka a koronavírus világjárvány, illetve az orosz-ukrán háború. A további három évben csak 1-7%-os eltérések láthatóak. A H&M vállalat esetében is a 2021-es év volt az, amikor a számolt érték kisebb volt a megvalósított értéknél. A többi években az elméleti megközelítés meghaladta a ROE értékét.

13. táblázat: Gap - r_E és ROE (százalékban)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
r_E	27,57	26,98	18,26	14,11	26,34	19,69
ROE	29,33	10,50	-22,18	9,43	-8,68	20,54
Abszolút eltérés	1,75	16,48	40,43	4,68	35,01	0,85

Forrás: saját munka

A harmadik vállalatot tekintve az r_E és a ROE nagyobb mértékben 2019-ben, 2020-ban és 2022-ben tért el. A 2020-as eltérés a Gap negatív adózott eredményének köszönhető, amely a járványhelyzet miatt következett be, illetve a 2022-es évet is negatív eredménnyel zárta, amelynek oka, ahogy már említettem, az Old Navy Global szegmens, a globális ellátási lánc zavara, illetve a kedvezőtlen devizaárfolyam. A 2019-es évben a Gap nagyobb összegű átalakítási költsége, illetve a 2017-es évre vonatkozóan adótartozásuk kiigazítása miatt az adózott eredménye csökkent, emiatt kisebb ROE értéket realizált, így pedig majdnem 17%-os eltérés volt az r_E és ROE között. A Gap vállalat esetében az r_E 2018-ban és 2023-ban kevesebb értéket mutatott, mint a ROE, viszont 2019 és 2022 között minden évben az elméleti megközelítés meghaladta a realizált értéket.

4.3.2. SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG (WACC)

Miután megvizsgáltam, hogy a saját tőke-arányos megtérülés és a tulajdonosoktól elvárt hozam mennyire egyezik meg a vizsgált évek során, elemeztem a súlyozott átlagos tőkeköltség és az eszközarányos megtérülés kapcsolatát is. A WACC kiszámításához szükségem volt a hitel, illetve a saját tőke hozamára, valamint az idegen és a saját tőke arányára. A hitel hozamát az idegen tőke átlagos kamatlába adta, amely a fizetett kamatok és az idegen tőke átlagos állományának hányadosa. A saját tőke hozama az előzőekben már kiszámolt r_E , az idegen és saját tőke aránya pedig a vállalatok vagyoni helyzetének elemzésekor számolt értékek. A következő három táblázatban rendre az Inditex, a H&M, illetve a Gap esetén számolt r_A és ROA összehasonlítása látható.

14. táblázat: Inditex - r_A és ROA (százalékban)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
r_A (WACC)	25,83	17,73	11,36	10,14	23,42	18,78
ROA	16,45	14,57	4,03	11,74	14,07	17,20
Abszolút eltérés	9,38	3,17	7,34	1,60	9,35	1,58

Forrás: saját munka

Az r_A és a ROA, az r_E és ROE értékeihez hasonlóan, nagyobb mértékben 2018-ban, 2020-ban és 2022-ben tért el. Mindenik évben az eltérések okát a CAPM modell segítségével számolt r_E és ROE összehasonlításakor már említettem. Hasonlóan itt is az értékeket befolyásolta Katalónia függetlenedési törekvései, a spanyol költségvetési hiány csökkentését célzó törekvések, a koronavírus, illetve az orosz-ukrán háború.

15. táblázat: H&M - r_A és ROA (százalékban)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
r_A (WACC)	13,64	11,84	5,58	5,00	8,21	6,77
ROA	10,90	11,06	0,85	6,32	1,93	4,62
Abszolút eltérés	2,74	0,78	4,73	1,32	6,29	2,15

Forrás: saját munka

Ahogy az Inditex vállalatnál már látható volt, a H&M esetében is az r_A és ROA azokban az években tért el leginkább, amelyekben az r_E és ROE értékei is nagymértékben különböztek. Azonos módon a magas értékek többek között a vírus és a háború következménye. A 15. táblázatban látható, hogy a további négy évben az eltérés 0,5-3% között volt.

16. táblázat: Gap - r_A és ROA (százalékban)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
r_A (WACC)	13,02	7,33	4,90	4,23	5,95	5,40
ROA	12,23	3,29	-4,80	1,89	-1,78	4,42
Abszolút eltérés	0,79	4,03	9,69	2,33	7,72	0,98

Forrás: saját munka

Végül a Gap vállalat esetében is megvizsgáltam az r_A és ROA értékeket, amely szintén az előző tendenciát követi. A nagyobb eltérések azokban az években voltak, amelyekben a r_E és ROE is nagymértékben eltért, tehát 2019-ben, 2020-ban és 2022-ben. 2018-ban, 2021-ben és 2023-ban az eltérések 0,5% és 2,5% között változtak.

4.3.3. GAZDASÁGI HOZZÁADOTT ÉRTÉK (EVA MUTATÓ)

A gazdasági hozzáadott érték azért fontos, mert reális képet ad a vállalat nyereségéről. Az EVA figyelembe veszi a használdozat költséget, így a valódi profitot méri, tehát azt, hogy történt-e értékteremtés. A pozitív EVA jelentős a vállalatok számára, sokkal fontosabb a jövedelmezőségi mutatóknál is, hiszen ezáltal figyelembe vesszük a tőke alternatív költségét.

17. táblázat: EVA mutató (millió €)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inditex	590	636	-653	1.694	553	2.254
H&M	473	619	-461	589	-457	166
Gap	430	-286	-915	-55	-574	132

Forrás: saját munka

A 17. táblázatban szemléltettem a három vállalat 2018 és 2023 közötti EVA mutatóját. A táblázatban piros színnel jelöltem azokat az éveket, amelyekben nem történt értékteremtés. Ennek oka a vállalatok alacsony adózás utáni eredménye, sőt a Gap vállalat 2020-ban és 2022-ben veszteségesen zárta az évet. A 2020-as és 2022-es alacsony/negatív eredmény oka már egyértelmű. Viszont jól látható, hogy a vizsgált hat évben a Gap csak 2018-ban és 2023-ban realizált valódi profitot. Ennek nem csak az eredmény az oka, hanem a magas befektetett tőke, mivel 2019-től megnőtt a befektetett eszközök állománya, ez pedig a lízingkötelezettségekre hozott új szabályozás következménye.

4.4. ÖKONOMETRIAI MODELLEZÉS

A kutatásom ezen részében a statisztikai eredményeket mutatom be. Az ökonometriai modellezést először a részvények logaritmikus hozamának számításával kezdtem. Mindhárom vállalat esetében 2018 és 2023 között kiszámoltam a napi nyitó és záró árfolyamok átlagát. A H&M és a Gap esetében szükségem volt a napi SEK/EUR és USD/EUR árfolyamokra is, amelyeknél szintén a napi nyitó és záró árfolyamok átlagát kalkuláltam. Ezt követően a napi átlagos részvényárfolyamokat átszámoltam a napi átlagos SEK/EUR és USD/EUR árfolyamon. A kapott értékeknek éves átlagos logaritmikus hozamot számoltam. A logaritmikus hozam számításának indoklását az elméleti részben már tárgyaltam.

Ezt követően megvizsgáltam, hogy az általam kiszámított gazdasági és pénzügyi mutatók korrelálnak-e a vállalatok részvényeinek logaritmikus hozamával. Érdekes módon arra az eredményre jutottam, hogy az átlagos éves logaritmikus hozam és a három fast fashion vállalat pénzügyi mutatói között nincs lineáris kapcsolat.

A kapott eredmény miatt a vállalatok átlagos éves részvényárfolyama és a kalkulált pénzügyi mutatók közötti kapcsolatot is tanulmányoztam. Két vállalat esetében találtam lineáris kapcsolatokat a részvényárfolyam és a mutatók között, melyeket a következő alfejezetekben szemléltetek.

4.4.1. KORRELÁCIÓANALÍZIS

Az Inditex vállalat esetében egyik kalkulált pénzügyi mutató sem korrelált a vállalat részvényeinek átlagos éves árfolyamával. A H&M vállalat esetében csak a részvényárfolyam és az operatív cash flow és összes kötelezettség aránya között találtam szignifikáns kapcsolatot. Ezt a 32. ábrán szemléltettem.

Correlations			
		részvényárfolyam	OCF/kötelezettségek
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,897 [*]
	Sig. (2-tailed)		,015
	N	6	6
OCF/kötelezettségek	Pearson Correlation	,897 [*]	1
	Sig. (2-tailed)	,015	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

32. ábra: H&M - Korreláció a részvényárfolyam és az OCF/összes kötelezettség között

Forrás: SPSS

Az ábrán látható, hogy 5%-os szignifikancia szinten a H&M átlagos éves részvényárfolyama és a OCF/összes kötelezettség között lineáris kapcsolat áll fenn. A Pearson

Correlation közel van az egyhez és pozitív előjelű, tehát erős egyenes arányú kapcsolatról van szó, így a működési cash flow és a kötelezettségek arányának növekedése az átlagos éves részvényárfolyam növekedését vonja maga után.

A Gap vállalat esetében tizenkét szignifikáns kapcsolatot találtam, viszont ezekből itt csak azokat szemléltettem, amelyeket a többváltozós regresszióanalízisbe is bevontam. A további korrelációkat a Mellékletek fejezetben tüntettem fel.

Correlations			
		részvényárfolyam	ROA
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,933**
	Sig. (2-tailed)		,007
	N	6	6
ROA	Pearson Correlation	,933**	1
	Sig. (2-tailed)	,007	
	N	6	6

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

33. ábra: Gap - Korreláció a részvényárfolyam és a ROA között

Forrás: SPSS

A Gap átlagos éves részvényárfolyama és a ROA mutatója között erős egyenes arányú kapcsolat van. Tehát a ROA növekedése a részvényárfolyam növekedésével jár együtt.

Correlations			
		részvényárfolyam	NOPLAT
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,889*
	Sig. (2-tailed)		,018
	N	6	6
NOPLAT	Pearson Correlation	,889*	1
	Sig. (2-tailed)	,018	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

34. ábra: Gap - Korreláció a részvényárfolyam és a NOPLAT között

Forrás: SPSS

A Gap átlagos éves részvényárfolyama és a NOPLAT között a Pearson Correlation alapján, amely közel van az egyhez, erős egyenes arányú kapcsolat áll fenn 5%-os szignifikancia szinten.

Correlations			
		részvényárfolyam	Saját tőke aránya
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,908 [*]
	Sig. (2-tailed)		,012
	N	6	6
Saját tőke aránya	Pearson Correlation	,908 [*]	1
	Sig. (2-tailed)	,012	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

35. ábra: Gap - Korreláció a részvényárfolyam és a Saját tőke aránya között

Forrás: SPSS

Az utolsó korreláció, amelyről beszélek, a Gap átlagos részvényárfolyama és a Saját tőke aránya között van. A Pearson Correlation alapján elmondhatom, hogy a két változó között erős egyenes arányú kapcsolat van. Tehát a Saját tőke arányának növekedése az átlagos éves részvényárfolyam növekedését eredményezi a Gap vállalat esetében.

4.4.2. KÉTVÁLTOZÓS REGRESSZIÓANALÍZIS

A korrelációanalízis után áttértem a két- és többváltozós regresszióanalízis elemzésére. Az Inditex esetében mivel nem volt az átlagos éves részvényárfolyam és a kalkulált pénzügyi mutatók között szignifikáns kapcsolat, így ezt az elemzést csak a H&M és a Gap tükrében végeztem el. Mivel a H&M vállalatnál csak egy korrelációt találtam, így itt csak kétváltozós regresszióanalízisről beszélhetünk. A következőkben a H&M átlagos részvényárfolyamának és az OCF/összes kötelezettségnek a kapcsolatát elemzem. A modellben csak az említett két mutatót vontam be, amely a 36. ábrán látható.

Variables Entered/Removed ^a			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	OCF/kötelezettségek ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: részvényárfolyam
b. All requested variables entered.

36. ábra: H&M - A kétváltozós regresszióanalízisbe bevont adatok

Forrás: SPSS

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,897 ^a	,805	,757	1,2045570

a. Predictors: (Constant), OCF/kötelezettségek
b. Dependent Variable: részvényárfolyam

37. ábra: H&M - A kétváltozós regresszióanalízis összefoglaló táblázata

Forrás: SPSS

A Model Summary ábrán látható, hogy a R Square 0,805, tehát 80,5%-ban sikerült megmagyarázni, hogy a H&M átlagos éves részvényárfolyama mitől függ.

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	24,016	1	24,016	16,552	,015 ^b
	Residual	5,804	4	1,451		
	Total	29,820	5			

a. Dependent Variable: részvényárfolyam

b. Predictors: (Constant), OCF/kötelezettségek

38. ábra: H&M – ANOVA

Forrás: SPSS

Az ANOVA tábla az egész modell szignifikanciáját szemlélteti, az utolsó oszlopban pedig látható, hogy a modell szignifikáns, mivel az érték kisebb 0,05-nél.

Coefficients ^a					
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
1	(Constant)	8,535	1,665		,007
	OCF/kötelezettségek	21,078	5,181	,897	,015

a. Dependent Variable: részvényárfolyam

39. ábra: H&M – Coefficients

Forrás: SPSS

A Coefficients tábla, a szignifikáns kapcsolat meggyőződése után, nagyon fontos, mivel ez alapján lehet felírni a regressziós egyenletet, amely a következő:

$$\text{átlagos éves részvényárfolyam} = 8,535 + 21,078 * \text{OCF/kötelezettségek}$$

Az egyenlet felírásához az Unstandardized Coefficients B oszlopát használtam, ez tartalmazza a konstans és a független változó (OCF/kötelezettségek) paramétereit. A kapott regressziós egyenletet úgy értelmezhetjük, hogyha egy egységgel nő az operatív cash flow és az összes kötelezettség aránya, akkor több mint 21-gyel nő az átlagos éves részvényárfolyam.

4.4.3. TÖBBVÁLTOZÓS REGRESSZIÓANALÍZIS

A többváltozós regresszióanalízist csak a Gap vállalat esetében végeztem el, mivel itt találtam több szignifikáns kapcsolatot a vállalat átlagos éves részvényárfolyama és a kalkulált pénzügyi mutatók között. A modellbe bevont változókkal többféleképpen kísérleteztem, hogy melyik esetben sikerült nagyobb százalékban megmagyaráznom, hogy a Gap átlagos éves részvényárfolyama melyik pénzügyi mutatóktól függ.

Az általam legjobbnak vélt modellbe a Saját tőke arányát, a NOPLAT-ot, illetve a ROA mutatót vontam be, amely a 40. ábrán látható.

Variables Entered/Removed ^a			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Saját tőke aránya, NOPLAT, ROA ^b		Enter

a. Dependent Variable: részvényárfolyam
b. All requested variables entered.

40. ábra: Gap - A többváltozós regresszióanalízisbe bevont adatok

Forrás: SPSS

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,999 ^a	,998	,994	,2905567	2,283

a. Predictors: (Constant), Saját tőke aránya, NOPLAT, ROA
b. Dependent Variable: részvényárfolyam

41. ábra: Gap - A többváltozós regresszióanalízis összefoglaló táblázata

Forrás: SPSS

A Model Summary tábláról leolvasható, hogy 99,8%-ban sikerült megmagyaráznom, hogy mitől függ a Gap átlagos éves részvényárfolyama.

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	69,073	3	23,024	272,725	,004 ^b
	Residual	,169	2	,084		
	Total	69,242	5			

a. Dependent Variable: részvényárfolyam
b. Predictors: (Constant), Saját tőke aránya, NOPLAT, ROA

42. ábra: Gap – ANOVA

Forrás: SPSS

Az előzőekben feltüntetett erős magyarázó erő alapján egyértelmű, hogy a modell szignifikáns, amelyet az ANOVA táblából (42. ábra) is leolvashatunk.

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-21,561	3,605		-5,981	,027		
	ROA	-534,203	61,326	-8,394	-8,711	,013	,001	761,551
	NOPLAT	4,751E-8	,000	6,038	9,389	,011	,003	339,288
	Saját tőke aránya	149,788	14,884	3,807	10,064	,010	,009	117,402

a. Dependent Variable: részvényárfolyam

43. ábra: Gap – Coefficients

Forrás: SPSS

A Coefficients táblázatban látható, hogy mind a három, a modellbe bevont mutató szignifikáns, tehát mindhárom felírható a regressziós egyenletbe.

$$\begin{aligned} \text{átlagos éves részvényárfolyam} = & -21,561 - 534,203 * ROA + \\ & + 4,751E - 8 * NOPLAT + 149,788 * \text{Saját tőke aránya} \end{aligned}$$

Az egyenlet alapján, ha 1%-kal nő a ROA, akkor a részvényárfolyam 534,203 euróval csökken, a NOPLAT egy egységnyi növekedése kis mértékben növeli a részvényárfolyamot, illetve a saját tőke arányának 1%-kal történő növekedése 149,788 euróval növeli az átlagos éves részvényárfolyamot. A ROA növekedésének a részvényárfolyamra gyakorolt negatív hatását vélhetően úgy kell itt értenünk, hogy az a típusú ROA emelkedés eredményez részvényárfolyam csökkenést, amikor a vállalat eredménye nem nő, viszont a készletállománya csökken és ezt pedig beárazzák a piacon.

5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A három vállalat vagyoni szerkezetének összegzéseként kiemelném, hogy az IFRS 16 az Európai Unióban, illetve az Amerika Egyesült Államokban érvényes ASC 842 standardok következményeként 2019-től megnőtt a vállalatok mérlegfőösszege, az immateriális eszközök és a hosszú lejáratú kötelezettségek növekedése miatt. A standard bevezetése a H&M vállalatra nem volt ekkora hatással, mivel a Covid-19 miatt végzett átfogó vizsgálat során amortizációval csökkentették az immateriális eszközök értékét. Az Inditex kisebb arányban tartott készleteket, viszont nagyobb arányú pénzeszközzel rendelkezett. A forrás oldalt tekintve az Inditex magasabb arányú saját tőkét birtokolt, a H&M és a Gap vállalatokra a nagyobb állományú idegen tőke volt jellemző. A Gap inkább hosszú lejáratú kötelezettségekkel, míg az Inditex rövid lejáratú kötelezettségekkel rendelkezett. A H&M 2020-tól majdnem egyenlő arányban tartott rövid és hosszú lejáratú kötelezettségeket.

Az elemzett vállalatok jövedelmezőségére a vizsgált időintervallumban jelentős hatással volt a koronavírus járvány, illetve az Inditex-en kívül, az orosz-ukrán háború is befolyásolta a gazdasági szereplők profitabilitását. A vizsgált jövedelmezőségi mutatók alapján elmondható, hogy mind a hat évben az Inditex volt a legjövedelmezőbb.

A vállalatok különböző hatékonysági mutatóit vizsgálva más és más következtetéseket tudunk levonni. 2023-ban az eszközök hatékonyságát tekintve a Gap, a készletek forgási idejét szemlélve az Inditex, a vevők forgási idejét nézve a H&M, míg a szállítók forgási idejét figyelembe véve a Gap teljesített a legjobban. Viszont összességében mind a három vállalat hatékonysága erősödött.

Az eladósodottsági mutatók alapján egyik vállalat sem volt eladósodva a vizsgált periódusban, a Gap 2020-as negatív eredménye ellenére az azt követő években már jobb mutatókat produkált, illetve az Inditex volt a legkevesbé eladósodva 2018 és 2023 között.

A kalkulált likviditási mutatók szerint mindhárom vállalat 2018-2023 között fizetőképessé volt, nem küzdött likviditási problémákkal, sőt az Inditex vállalat túl sok fizetőeszközt tartott, hiszen a pénzhányad mutatója, amely csak a pénzeszközöket és a likvid értékpapírokat veszi figyelembe, minden évben meghaladta az egyet.

A piaci mutatók szerint az Inditex vállalat piaci értéke volt a legmagasabb. Viszont 2023-ban a H&M magasabb osztalékhozamot biztosít annak ellenére, hogy az EPS mutató alapján egy részvény tulajdonosa az Inditex vállalatnál jutott a legtöbb jövedelemhez.

A cash flow jelentést figyelembe véve, a három vállalat közül az Inditex és a H&M produkált jobb mutatókat az elemzett periódusban. Az Inditex működéséből származó

pénzforgalom fedte a leginkább az idegen tőkét. A 2023-as évben az Inditex hatékonysága a legjobb, viszont a H&M jobb értéket produkált a ROE mutató mentén.

Ahhoz, hogy pontosabb képet kapjak a vállalatok teljesítményéről, összehasonlítottam néhány kalkulált gazdasági és pénzügyi mutatót az iparági átlagokkal mindhárom vállalat esetében 2018 és 2023 között. Ez a Mellékletek fejezetben látható. Az iparági átlagokat Damodaran weboldala, A Ready Ratios honlapja, illetve a CSIMarket szolgáltatta. Az Inditex ROA mutatója minden évben magasabb volt az iparági ROA-nál, viszont a H&M 2020-tól, illetve a Gap már 2019-től kisebb értékeket produkált az iparági átlagokhoz képest. A három vállalat ROE mutató szempontjából az iparági átlag alatt teljesített leginkább, hiszen csak 2018-ban eredményeztek magasabb értéket, viszont az Inditex még 2019-ben, 2020-ban és 2023-ban is nagyobb ROE mutatót ért el. A hatékonyságot tekintve a H&M és a Gap ATO mutatója mind a hat vizsgált évben az iparági átlag fölött változott, viszont az Inditex eszközeinek forgási sebessége csak 2021 és 2022 között haladta meg egy kis mértékkel az iparági átlagot. A vevők forgási idejét tekintve mindhárom vállalat mind a hat évben hatékonyabban behajtotta követeléseit az iparági átlaghoz képest, viszont az egy főre eső árbevételük minden esetben körülbelül a fele volt az átlagnak.

Ezt követően a vállalatok eladósodottságát is megvizsgáltam az iparági átlag szempontjából, amelyről azt a következtetést vontam le, hogy mindhárom vállalat a legtöbb évben magas tőkefeszültségi mutatót produkált az iparági átlaghoz képest. Érdekes, hogy a kamatfedezettségi mutató alapján mindhárom vállalat 2018-ban jóval magasabb értékeket ért el az iparági átlaghoz képest, viszont 2023-ban már ez alatt teljesítettek. Az eladósodottság vizsgálata után a likviditást tekintve mind a három elemzett vállalat 2018 és 2023 között az általános likviditás szerint az iparági átlag alatt teljesített, viszont ez nem utal illikviditásra, mivel így is majdnem elérték minden évben a kettőt, az iparági átlagok meg érdekes módon kettő fölötti értékek voltak. A likviditási gyorsráta szerint az Inditex mind a hat évben átlag fölött teljesített, a H&M 2023 kivételével átlag alatt, a Gap esetében ez változott az évek során. Az utolsó mutató, amelyet az iparági átlaghoz is mértem a P/E ráta, amely szerint a vállalatokról általánosan azt mondhatom el, hogy iparági átlag alatti mutatót eredményeztek.

A CAPM modell alapján számolt r_E és a ROE összehasonlításából, illetve a WACC segítségével számolt r_A és ROA összevetéséből arra a következtetésre jutottam, hogy az elméleti és gyakorlati megközelítése a saját tőke költségének és a súlyozott átlagos tőkeköltségnek majdnem azonos, nagyobb eltérések akkor figyelhetők meg, amikor a gazdaságban valamilyen válsághelyzet van, mint például egy világjárvány, háborús helyzet, valamilyen politikai bizonytalanság, illetve számviteli szabályozás változás.

Az r_E és r_A értékeihez hasonlóan, az EVA mutatóra is közvetve hatással volt a koronavírus, az orosz-ukrán háború, valamint az ASC 842 bevezetése. Nagyon fontos a pozitív EVA a vállalatok számára, mivel ez mutatja meg, hogy a vállalat teremtett-e értéket az adott évben. Látható volt az is, hogy a Gap vállalatot a lízingszabályozás változása nagymértékben befolyásolta, hiszen megugrott 2019-től a befektetett eszközeinek állománya, így az EVA értéke 2019 és 2022 között negatív volt.

Az ökonometriai modellezést tekintve nem lehet egyértelműen kijelenteni, hogy a vállalatok részvényárfolyamát a pénzügyi mutatók teljes mértékben befolyásolják, hiszen az Inditex esetében nem találtam szignifikáns kapcsolatot, a H&M esetében csak egy lineáris kapcsolatról beszélhetünk, viszont a Gap átlagos éves részvényárfolyamára hatással voltak a vállalat gazdasági és pénzügyi mutatói. Azonban a kapott eredmények alapján kijelenthetem, hogy az átlagos éves logaritmikus hozamra a gazdasági és pénzügyi mutatók nincsenek hatással az elemzett három vállalat esetében. Véleményem szerint az ökonometria modellezés által kapott eredményekre nem támaszkodhatunk. Ahhoz, hogy pontosabb eredményeket kapjunk, és következtetéseket tudjunk levonni fontosnak tartom több év, illetve több mutató bevonását a többváltozós regresszióanalízisbe.

A kutatás folytatása releváns, hiszen több vállalat bevonásával az ökonometriai modellezést tekintve jelentős eredményeket lehet még kalkulálni, amelyek alapján egyértelműbb következtetéseket lehet levonni. Nem csak az ökonometriai modellezés esetében, hanem a gazdasági és pénzügyi elemzésnél, illetve a további vizsgált mutatóknál is érdekes eredményekre lehet számítani. A kutatásban a továbbiakban egy másik gyorsan növekedő fast fashion vállalatot lehetne bevonni, a Shein-t, viszont ennek az első nyilvános részvénykibocsátására (IPO) még várni kell. A Shein a New York-i és a londoni tőzsdei bevezetésére vár, reményei szerint ez 2024-ben megtörténik (Financial Times, 2024).

6. ÖSSZEFOGLALÁS

Amint már a kivonatban is részleteztem, a textilipar egy gyorsan változó ágazat a globális gazdaságban. Az elmúlt időszakban viszont a fast fashion térnyerésével egy jelentős átrendeződés történt, mely dinamikusan formálódó divatirányzatokat vesz alapul, és így alacsony áron kínál stílusos ruházati termékeket. A globális piacot tekintve a gyors divat legjelentősebb szereplői közé sorolható a H&M Group, az Inditex Group és a The Gap.

A kutatásom célja egy sokrétű összehasonlító analízis volt a három említett gazdasági egységről. Ennek segítségével széleskörűen elemeztem és értékeltem a gazdasági egységek 2018-2023 közötti gazdasági teljesítményét és pénzügyi helyzetét. A pénzügyi elemzésben a vállalatok vagyoni szerkezetét, jövedelmezőségét, hatékonyságát, eladósodottságát és likviditását tanulmányoztam. Ezek mellett még néhány piaci mutatót, valamint cash flow alapú mutatókat is kalkuláltam.

A kutatás további részében még figyelmet fordítottam a CAPM modellre, az EVA és a WACC mutatókra. A CAPM által meghatározott tulajdonosoktól elvárható hozamot, tehát az r_E -t összehasonlítottam a vállalat saját tőke-arányos megtérülésével, amely után konklúziókat fogalmaztam meg arra vonatkozóan, hogy a modell révén kalkulált saját tőkétől elvárt hozam mennyiben különbözik a valódi értékektől. A következő részben a WACC révén a meglévő finanszírozási struktúrát figyelembe véve kiszámoltam az eszközök hozamát, tehát az r_A -t, ezt a vállalat eszközarányos megtérüléséhez hasonlítottam. Az EVA mutató alapján pedig azt vizsgáltam meg, hogy a vállalatoknál valójában mennyi volt a vizsgált időintervallumban a nyereség, illetve teremtettek-e értéket. A kutatás utolsó részében a korrelációanalízist, illetve regresszióanalízist is szemléltettem, melyekkel arra a kérdésre adtam meg a választ, hogy függ-e a loghozam, illetve a részvényárfolyam a pénzügyi mutatóktól.

A kutatásom eredményét röviden összefoglalva azt mondhatnám, hogy az általam elemzett három fast fashion vállalat gazdasági és pénzügyi mutatóira jelentős hatással volt a lízingkötelezettségek kimutatására vonatkozó szabályozás változás, a koronavírus világjárvány, valamint az orosz-ukrán háború. Ezen gazdasági vagy gazdaságra hatással lévő események az r_E és ROE, illetve az r_A és ROA azonosságát is befolyásolták. Az ökonometriai modellezés eredményeként kijelenthető, hogy a vállalatok éves átlagos logaritmikus hozamát a kalkulált gazdasági és pénzügyi mutatók nem befolyásolták. Továbbá az éves átlagos részvényárfolyamra sem voltak hatással mind a három vállalat esetében. Az ökonometriai modellezés további kutatásokat igényel.

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Ezúton szeretnék köszönetet mondani a Sapientia Erdélyi Magyar Tudományegyetemen oktató témavezetőmnek, Bíró Bíborka Eszternek, hiszen szakértelme, emberi támogatása, hasznos magyarázatai és a konzultációk során biztosított elengedhetetlen tanácsai óriási segítséget jelentettek dolgozatom elkészítésében. Szakmai tudása és útmutatása nélkül nem érhettem volna el a kitűzött céljaimat.

Mindezek mellett családtagjaimnak is hálával tartozom, és ezúton köszönöm nekik, hogy feltétel nélkül támogattak, enélkül ez a dolgozat nem jöhetett volna létre. Türelmükkel, megértésükkel és bátorításukkal minden helyzetben mellettem álltak. Köszönöm nekik, hogy hittek bennem és a céljaimban.

IRODALOMJEGYZÉK

- Ali M. - Habib M. (2012): Supply Chain Management of Textile Industry: A Case Study on Bangladesh. *International Journal of Supply Chain Management*, 1(2), 35-40.
https://www.researchgate.net/publication/293091726_Supply_chain_management_of_textile_industry_A_case_study_on_Bangladesh (letöltve: 2024. 02. 15.)
- Al-Lozi N. M. - Obeidat G. S. (2016): The Relationship between the Stock Return and Financial Indicators (Profitability, Leverage): An Empirical Study on Manufacturing Companies Listed in Amman Stock Exchange. *Journal of Social Sciences*, Vol. 5(3). pp. 408-424.
DOI: <https://doi.org/10.25255/jss.2016.5.3.408.424>
- ApeGrade (2023): Fast Fashion Brands Business Strategies: Zara, H&M, and Gap
<https://apegrade.com/fast-fashion-brands-business-strategies-zara-h-and-ampm-and-gap/> (letöltve: 2023. 10. 30.)
- Arkan, T. (2016): The Importance of Financial Ratios in Predicting Stock Price Trends: A Case Study in Emerging Markets. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse Rynki Finansowe Ubezpieczenia* 1. pp. 13-26. DOI: [10.18276/frfu.2016.79-01](https://doi.org/10.18276/frfu.2016.79-01)
- Backs S. - Jahnke H. - Lüpke L. - Stücken M. - Stummer C. (2021): Traditional versus fast fashion supply chains in the apparel industry: an agent-based simulation approach. *Annals of Operations Research*, 305(6), 487-512. DOI: [10.1007/s10479-020-03703-8](https://doi.org/10.1007/s10479-020-03703-8)
- Baranyai Zs. - Fenyves V. - Pupos T. - Takács I. - Tarnóczy T. (2013): *Gazdasági elemzés*. Debrecen: Debreceni Egyetem.
https://dtk.tankonyvtar.hu/xmlui/bitstream/handle/123456789/3678/gazdasagi_elemzes_elmeleti_jegyzet.pdf?sequence=4 (letöltve: 2024. 01. 29.)
- Barua S. - Saha A. K. (2015): 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](https://doi.org/10.13189/aeb.2015.030605)
- Beaver, W. H. (1966): Financial Ratios as predictors of Failure, *Journal of Accounting Research*, 4, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1966, 71-111. DOI: [10.2307/2490171](https://doi.org/10.2307/2490171)
- Becker P. - Turner A. - Varsányi J. - Virág M. (2005): *Értékalapú stratégiák – A pénzügyi teljesítmény értékvezérelt menedzsmentje*. Budapest: Akadémiai Kiadó

- Bélyácz I. (2007): *A vállalati pénzügyek alapjai*. Pécs: Perfekt Gazdasági Tanácsadó, Oktató és Kiadó Zrt. <https://docplayer.hu/9898119-A-vallalati-penzugyek-alapjai.html> (letöltve: 2024. 02. 20.)
- Bethlendi A. - Molnár L. - Somogyi R. (2018): *Üzleti gazdaságtan*. Budapest: Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar Pénzügyek Tanszék.
<https://www.gtk.bme.hu/wp-content/uploads/2019/05/%C3%9Czeti-gazdas%C3%A1gtan-jegyzet.pdf> (letöltve: 2024. 01. 28.)
- Bhardwaj V. - Fairhurst A. (2010): Fast fashion: Response to changes in the fashion industry. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research*, (1), 165-173. DOI: [10.1080/09593960903498300](https://doi.org/10.1080/09593960903498300)
- Bíró T. - Kresalek P. - Pucsek J. - Sztanó I. (2012): *A vállalkozások tevékenységének komplex elemzése*. Budapest: Perfekt Zrt.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. (1996): *Befektetések I. és II. kötet*. Budapest: Tanszék Kft.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. (2018): *Investments*. 11th Edition, New York: Mc. Grab Hill Education
- Bodie, Z. – Merton, R. C. – Cleeton, D. L. (2011): *A pénzügyek közgazdaságtana*. Budapest: Osiris Kiadó
- Bozsik S. - Szemán J. - Süveges G. (2017): *Vállalati pénzügyek*. Miskolc: Miskolci Egyetem.
https://gtk.uni-miskolc.hu/files/16325/V%C3%A1llalati+p%C3%A9nz%C3%BCgyek_tank%C3%B6nyv.pdf (letöltve: 2024. 01. 28.)
- Brealey, R. A. – Myers, S. C. (2011): *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest: Panem Kft.
- Copeland, T. – Koller, T. - Murrin J. (1999): *Vállalatértékelés*. Budapest: Panem Kft.
- Csikósová, A. – Janošková, M. – Čulková, K. (2019): Prediction of Developments in the Textile and Clothing Industry in Slovakia by Selected Indicators of Financial Analysis. *Fibres & textiles in Eastern Europe*, 4(136), 9-16. DOI: [10.5604/01.3001.0013.1814](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.1814)
- CSIMarket honlapja. <https://csimarket.com/index.php> (letöltve: 2024. 04. 10.)
- Damodaran, A. (2006): *A befektetések értékelése-Módszerek és eljárások*. Budapest: Panem Kft.
- Damodaran, A. honlapja. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html (letöltve: 2024. 04. 03.)

- Dolbnya, E. A. – Vasilyeva, M. K. – Lyukina, A. Y. (2020): Analysis of Methods for Calculating the Weighted Average Cost of Capital of a Company on the Example of an Industrial Enterprise. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 128, 2803-2807. DOI: [10.2991/aebmr.k.200312.399](https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200312.399)
- Dopico, L. G. – Crofton, S. O. (2007): Zara-Inditex and the Growth of Fast Fashion. *Essays in Economic & Business History*, 25, 41-54.
<https://www.ebhsoc.org/journal/index.php/ebhs/article/view/181> (letöltve: 2024. 02. 18.)
- Ellen MacArthur Foundation (2017): *A New Textiles Economy: Redesigning fashion's future*. Ellen MacArthur Foundation honlapja. <https://www.ellenmacarthurfoundation.org/a-new-textiles-economy> (letöltve: 2024. 02. 20.)
- EssayBizLab: Zara, H&M, and the Gap: Brands Comparison.
<https://essaybizlab.com/zara-h-and-ampm-and-the-gap-brands-comparison/> (letöltve: 2023. 10. 30.)
- Fast Retailing (2023): Industry Ranking, Major Global Apparel Manufacturer and Retailer.
<https://www.fastretailing.com/eng/ir/direction/position.html> (letöltve: 2024. 04. 08.)
- Faster Capital (2023): *Measuring Cost of Capital with Return on Equity*. Faster Capital honlapja. <https://fastercapital.com/content/Measuring-Cost-of-Capital-with-Return-on-Equity.html#Understanding-Return-on-Equity-and-Cost-of-Capital> (letöltve: 2024. 02. 20.)
- Fazakas G. - Gáspár B. - Soós R. (2003): *Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba*. Budapest: Tanszék Kft.
- Fernández, P. (2011): *WACC: Definition, misconceptions and errors*. Navarra: IESE Business School - University of Navarra. 1-24. <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0914-E.pdf>
- Financial Times (2024): Shein considers London listing if US IPO blocked over ties to China.
<https://www.ft.com/content/d24cdc53-3a3b-4fa8-97f9-5fb48989779d>
(letöltve: 2024. 04. 09.)
- Folligné, L. (2020): *Design Thinking and Fast-Fashion*, Metropolia University of Applied Sciences. [államvizsga] Helsinki: Metropolia University of Applied Sciences.
https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/344720/FOLLIGNE_Louisanne_DesignThinking.pdf?sequence=2 (letöltve: 2024. 02. 06.)
- Frank, M. Z. – Shen, T. (2016): Investment and the weighted average cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 300-315. DOI: [10.1016/j.jfineco.2015.09.001](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.09.001)

- Gîrneată, A. – Dobrin, C. (2015): Globalization and the competitiveness of the European textile and clothing industry. *The Annals of the University of Oradea Economic Sciences*, (24), 1102-1108. https://www.researchgate.net/profile/Adriana-Dima/publication/299089272_Globalization_and_the_Competitiveness_of_the_European_Textile_and_Clothing_Industry/links/56eeb45308ae59dd41c6e1de/Globalization-and-the-Competitiveness-of-the-European-Textile-and-Clothing-Industry.pdf (letöltve: 2024. 01. 21.)
- Gîrneată, A. – Maşcu, M. (2014): Development discrepancies between Western and Eastern EU countries: A statistical analysis of textile and apparel clusters. *Proceedings of the 8th International Management Conference*, Management challenges for sustainable development, 434-442. <https://conference.management.ase.ro/archives/2014/pdf/43.pdf> (letöltve: 2024. 01. 21.)
- Greene, W. H. (2002): *Econometric analysis*, 5th Edition, New Jersey: Prentice Hall. https://www.ctanujit.org/uploads/2/5/3/9/25393293/econometric_analysis_by_greene.pdf (letöltve: 2024. 02. 20.)
- H&M Group (2018): Annual Report 2017. H&M Group honlapja. <https://hmgroupp.com/wp-content/uploads/2020/09/Annual-Report-2017.pdf> (letöltve: 2024. 02. 21.)
- H&M Group (2019): Annual Report 2018. H&M Group honlapja. <https://hmgroupp.com/wp-content/uploads/2020/09/Annual-Report-2018.pdf> (letöltve: 2024. 02. 21.)
- H&M Group (2020): Annual Report 2019. H&M Group honlapja. https://hmgroupp.com/wp-content/uploads/2020/10/HM_Annual-Report-2019.pdf (letöltve: 2024. 02. 21.)
- H&M Group (2021): Annual Report 2020. H&M Group honlapja. <https://hmgroupp.com/wp-content/uploads/2021/04/HM-Annual-Report-2020.pdf> (letöltve: 2024. 02. 21.)
- H&M Group (2022): Annual and Sustainability Report 2021. H&M Group honlapja. <https://hmgroupp.com/wp-content/uploads/2022/03/HM-Group-Annual-and-Sustainability-Report-2021.pdf> (letöltve: 2024. 02. 21.)
- H&M Group (2023): Annual and Sustainability Report 2022. H&M Group honlapja. <https://hmgroupp.com/wp-content/uploads/2023/03/HM-Group-Annual-and-Sustainability-Report-2022.pdf> (letöltve: 2024. 02. 21.)

H&M Group (2024): Full-year Report 2023. H&M Group honlapja.

<https://hmgroup.com/wp-content/uploads/2024/01/H-M-Hennes-Mauritz-AB-Full-year-report-2023.pdf> (letöltve: 2024. 02. 21.)

H&M Group honlapja. <https://hmgroup.com/> (letöltve: 2024. 01. 22.)

Huzdik K. - Baranyai Zs. - Nagy L. (2020): *Pénzügyekről józanul - Bevezetés a pénzügyi elemzés világába*. Budapest: Nemzeti Közszerológálati Egyetem. <https://nkerepo.unike.hu/xmlui/bitstream/handle/123456789/15959/Penzugyekrol%20jozanul.pdf?sequence=1> (letöltve: 2024. 02. 05.)

Inditex Group (2018): FY 2017 Results. Inditex Group honlapja.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/87e8c61d-03ac-49e5-b81a-1f39424585ec/Full_year_2017_Results.pdf?t=1656930270922 (letöltve: 2024. 02. 21.)

Inditex Group (2019): Annual Report 2018. Inditex Group honlapja.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/6e8774aa-b3a3-4428-ae19-c15f4366d477/2018_inditex_annual_report.pdf?t=1655305865162
(letöltve: 2024. 02. 21.)

Inditex Group (2020): Annual Report 2019. Inditex Group honlapja.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/95b99798-cfd9-4e7b-a56c-15206f2c856b/inditex_annual_report_2019.pdf?t=1655306343786
(letöltve: 2024. 02. 21.)

Inditex Group (2021): Annual Report 2020. Inditex Group honlapja.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/abad125c-3964-443f-8fe7-f564d4cada7e/2020_inditex_annual_report.pdf?t=1655306351720
(letöltve: 2024. 02. 21.)

Inditex Group (2022): Annual Report 2021. Inditex Group honlapja

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/9f9bb2e5-99da-4127-8337-4f829b874628/inditex_annual_report_2021.pdf?t=1655306372533
(letöltve: 2024. 02. 21.)

Inditex Group (2023): Annual Report 2022. Inditex Group honlapja.

<https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/35aa0347-1105-44fc-b6a0-9af0794fac4e/Inditex+Annual+Report+2022.pdf?t=1679404900794>
(letöltve: 2024. 01. 22.)

Inditex Group (2024): Annual Report 2023. Inditex Group honlapja.

https://www.inditex.com/itxcomweb/api/media/9673b05d-e761-4558-8e1a-8c4f38344628/Inditex_Group_Annual_Report_2023.pdf?t=1710506486195

(letöltve: 2023. 03. 15.)

Inditex Group honlapja. <https://www.inditex.com/itxcomweb/en/home> (letöltve: 2024. 01. 22.)

Jacobs, O. H. – Oestreicher, A. (2000): *Mérlegelemzés - Az éves beszámoló elemzése mint a tervezés és döntés-előkészítés eszköze*. Budapest: Kossuth Kiadó

Juhász P. (2019): A súlyozott átlagos tőkeköltség alkalmazásának kihívásai. *Közgazdasági Szemle*, 66, 805–823. <http://real.mtak.hu/95070/1/05JuhaszPeterA.pdf>

(letöltve: 2024. 01. 28.)

Kerékgyártó Gy. - Mundruczó Gy. - Sugár A. (2001): *Statisztikai módszerek és alkalmazásuk a gazdasági, üzleti elemzésekben*. Budapest: Aula Kiadó

Khalililyeh, N. (2019): Digital Disruption in the Fast-Fashion Industry. Harvard Egyetem.

<https://d3.harvard.edu/platform-digit/submission/digital-disruption-in-the-fast-fashion-industry/> (letöltve: 2023. 10. 30.)

Koller, T. – Goedhart, M. – Wessels, D. (2005): *Valuation - Measuring and managing the value of companies*. New Jersey: McKinsey & Company.

<https://anvari.net/Business%20Valuation/Business%20Valuation.pdf>

(letöltve: 2024. 02. 20.)

Koop, G. (2008): *Közgazdasági adatok elemzése*. Budapest: Osiris Kiadó

Lala, A. (2018): *Fast fashion. Benetton and its main competitor Inditex (Zara)*. [disszertáció] Velence: Ca' Foscari University of Venice.

<http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/12062/854181-1197887.pdf?sequence=2>

(letöltve: 2024. 02. 06.)

Lázár E. (2022): *Közgazdasági kutatómódszertan*. Kolozsvár: Risoprint Kiadó

McNamara, K. (2008): *The global textile and garments industry: The role of information and communication technologies (ICTs) in exploiting the value chain*. Washington: infoDev.

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/124691468337235836/pdf/474880WP0Repla10Box334138B01PUBLIC1.pdf> (letöltve: 2024. 02. 20.)

Nguyen, T. (2020): Fast fashion, explained. Vox.

<https://www.vox.com/the-goods/2020/2/3/21080364/fast-fashion-h-and-m-zara>

(letöltve: 2023. 10. 30.)

- Nistor, L. (2016): Fashion as a communicative phenomenon. *Acta Universitatis Sapientiae, Communicatio*, 3, 73–79. <http://real-j.mtak.hu/24531/1/ACTA-Communicatio-Vol3-2016.pdf#page=73> (letöltve: 2024. 02. 21.)
- Nordås, H. K. (2004): *The Global Textile and Clothing Industry post the Agreement on Textiles and Clothing*, World Trade Organization. Geneva: World Trade Organization. https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/discussion_papers5_e.pdf (letöltve: 2024. 01. 22.)
- Normuminovich, Y. S., - Payziyevna, A. F. – Azimdjanyova, A. N. (2021): Analysis of the effectiveness of the textile industry. *Vidyabharati International Interdisciplinary Research Journal*, 13(2), 18-26. <https://www.viirj.org/vol13issue2/3.pdf> (letöltve: 2024. 02. 05.)
- O'Leary, E. – Ringstrom, A. – Thomasson, E. (2015): Zara-owner Inditex has the edge in online battle with H&M. Reuters. <https://www.reuters.com/article/us-inditex-hennes-mauritz-internet-insig/zara-owner-inditex-has-the-edge-in-online-battle-with-hm-idUSKBN0MC1VI20150316/> (letöltve: 2023. 10. 30.)
- Ong, S. W. – Yap, V. C. – Khong, R. W. L. (2011): Corporate failure prediction: a study of public listed companies in Malaysia. *Managerial Finance*, 37(6), 553–564. DOI: [10.1108/03074351111134745](https://doi.org/10.1108/03074351111134745)
- Paár D. - Ambrus R. A. - Szóka K. (2021): *Gazdasági elemzés a beszámolók információi alapján*. Sopron: Soproni Egyetem. http://publicatio.uni-sopron.hu/2214/1/Paar-Ambrus-Szoka_Gazdasagi_elemzes_2021.pdf (letöltve: 2024. 02. 05.)
- Pálínkó É. - Szabó M. (2006): *Pénzügyek*. Budapest: Miskolci Egyetem, Pénzügy Tanszék. <https://docplayer.hu/2261253-Palinko-eva-szabo-marta-penzugyek.html> (letöltve: 2024. 02. 05.)
- Parthasarathi, P. (2018): Textile Industry. In: Hofmeister K. - Linden M. (szerk.): *Handbook Global History of Work*. Berlin: Walter de Gruyter GmbH, pp. 259-275. DOI: [10.1515/9783110424584-001](https://doi.org/10.1515/9783110424584-001)
- Pešík, J. - Taušl Procházková, P. (2022): An Effect of Financial Indicators on Share Price of largest US companies. Conference: Knowledge on Economics and Management. https://www.researchgate.net/profile/Jiri-Pesik/publication/365946623_An_Effect_of_Financial_Indicators_on_Share_Price_of_largest_US_companies/links/6389df182c563722f2306a19/An-Effect-of-Financial-Indicators-on-Share-Price-of-largest-US-companies.pdf (letöltve: 2024. 04. 09.)
- Ready Ratios honlapja. <https://www.readyratios.com/> (letöltve: 2024. 04. 10.)

- Rehman, R. – Raoof, A. (2010): Weighted Average Cost of Capital (WACC) Traditional Vs New Approach for Calculating the Value of Firm. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1450-2887(45), 7-9.
https://www.researchgate.net/profile/Ramiz-Rehman/publication/294454728_Weighted_average_cost_of_capital_WACC_traditional_vs_new_approach_for_calculating_the_value_of_firm/links/57da644508ae4e6f1841770b/Weighted-average-cost-of-capital-WACC-traditional-vs-new-approach-for-calculating-the-value-of-firm.pdf (letöltve: 2024. 02. 07.)
- Sándor Zs. (2019): *Bevezetés az ökonometriába*. Sepsiszentgyörgy: T3
- Sándor Zs. - Tánczos L. J. (2019): *Gazdasági statisztika jegyzet*. Sepsiszentgyörgy: T3
- Sattar, M. S. A. (2015): Cost of Capital – The Effect to the Firm Value and Profitability; Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 17, 24-28.
<https://core.ac.uk/download/pdf/234695348.pdf> (letöltve: 2024. 02. 14.)
- Saturn Cloud (2023): What Are Logarithmic Returns and How to Calculate Them in Pandas Dataframe. <https://saturncloud.io/blog/what-are-logarithmic-returns-and-how-to-calculate-them-in-pandas-dataframe/#1> (letöltve: 2024. 04. 04.)
- Shively, B. (2024): How Regulators Determine a Utility’s Return on Equity (ROE). Enerdynamics honlapja. https://www.enerdynamics.com/Energy-Currents_Blog/How-Regulators-Determine-a-Utilitys-Return-on-Equity-ROE.aspx (letöltve: 2024. 04. 10.)
- StatBank Denmark honlapja. Government bond yields by country (1989-2023).
<https://www.statbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1680> (letöltve: 2024. 04. 04.)
- Takács A. (2007): A számított vállalatérték és a részvényárfolyam kapcsolata a magyar tőzsdei vállalatoknál, *Statisztikai Szemle*, 85 (10-11), 933-964.
https://www.ksh.hu/statszemle_archive/2007/2007_10-11/2007_10-11_932.pdf (letöltve: 2024. 01. 29.)
- Takács A. (2008): *Beszámolóképzítés és -elemzés*. Pécs: Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar
- The Gap Inc (2018): Annual Report 2017. The Gap Inc honlapja
https://s24.q4cdn.com/508879282/files/doc_financials/2017/ar/GPS2017AR.pdf (letöltve: 2024. 02. 21.)

The Gap Inc (2019): Annual Report 2018. The Gap Inc honlapja.

[https://s24.q4cdn.com/508879282/files/doc_financials/2018/ar/GAPINC_AR_Final-Proof-2018\[2\].pdf](https://s24.q4cdn.com/508879282/files/doc_financials/2018/ar/GAPINC_AR_Final-Proof-2018[2].pdf) (letöltve: 2024. 02. 21.)

The Gap Inc (2020): Annual Report 2019. The Gap Inc honlapja.

https://s24.q4cdn.com/508879282/files/doc_financials/2019/ar/gps_2019-annual-report.pdf (letöltve: 2024. 02. 21.)

The Gap Inc (2021): Annual Report 2020. The Gap Inc honlapja

https://s24.q4cdn.com/508879282/files/doc_financials/2020/ar/Gap-Inc.-10-K-FY2020_FINAL_print-version.pdf (letöltve: 2024. 02. 21.)

The Gap Inc (2022): Annual Report 2021. The Gap Inc honlapja

https://s24.q4cdn.com/508879282/files/doc_financials/2022/ar/2021-Gap-Inc.pdf (letöltve: 2024. 02. 21.)

The Gap Inc (2023): Annual Report 2022. The Gap Inc honlapja

https://s24.q4cdn.com/508879282/files/doc_financials/2022/ar/2022-GPS-Annual-Report-Final.pdf (letöltve: 2024. 02. 21.)

The Gap Inc (2024): Annual Report 2023. The Gap Inc honlapja.

<https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000039911/f4e1dc17-e434-4987-b0dd-bd6470196d36.pdf> (letöltve: 2023. 03. 19.)

The Gap Inc honlapja. <https://www.gapinc.com/en-us/> (letöltve: 2024. 01. 22.)

Ulbert J. - Mohácsi B. – Kuti M. – Csapi V. – Pintér É. (2018): *Vállalati pénzügyek kézikönyv*. Pécs: Pécsi Tudományegyetem.

https://ktk.pte.hu/sites/ktk.pte.hu/files/uploads/tudomany/kiadvanyok/konyveink/vallalati_penzugyek_kezikonyv_gyakorlatok_peldatar_2018_v2.pdf (letöltve: 2024. 01. 14.)

Vause, B. (2005): *Guide to Analysing Companies*, 4th Edition, Ebbw Vale: The Economist.

<http://203.201.63.46:8080/jspui/bitstream/123456789/5600/12/Guide%20to%20Analysing%20Companies%20by%20Bob%20Vause.pdf> (letöltve: 2024. 02. 21.)

Virág M. (2001): *Pénzügyi elemzés - Csődelőrejelzés*. Budapest: Kossuth Kiadó

Virág M. - Fiáth A. - Kristóf T. - Varsányi J. (2013): *Pénzügyi elemzés, csődelőrejelzés, válságkezelés*. Budapest: Kossuth Kiadó

Yahoo Finance: H&M Hennes & Mauritz AB (publ) (HM-B.ST).

<https://finance.yahoo.com/quote/HM-B.ST/history?period1=1514505600&period2=1703980800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true> (letöltve: 2024. 01. 26.)

Yahoo Finance: Industria de Diseño Textil, S.A. (ITX.MC).

<https://finance.yahoo.com/quote/ITX.MC/history?period1=1513900800&period2=1703980800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

(letöltve: 2024. 01. 26.)

Yahoo Finance: The Gap, Inc. (GPS).

<https://finance.yahoo.com/quote/GPS/history?period1=1514505600&period2=1703980800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

(letöltve: 2024. 01. 26.)

Yiwen, Y. (2022): Correlation Analysis of Stock Returns and Financial Indicators of Starbucks Corporation. *Advances in Economics, Business and Management Research*, volume 219. pp. 370-374. DOI: [10.2991/aebmr.k.220603.061](https://doi.org/10.2991/aebmr.k.220603.061)

MELLÉKLETEK

1. MELLÉKLET: Az Inditex vállalat mérlege

INDITEX GROUP								
Mérleg (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
I. ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	20 231 000 000	21 684 000 000	28 391 000 000	26 418 000 000	28 945 000 000	29 983 000 000	32 735 000 000	
1. Befektetett eszközök		11 064 000 000	16 977 000 000	15 461 000 000	15 343 000 000	15 344 000 000	16 719 000 000	
1.1. Immateriális eszközök		1 016 000 000	6 660 000 000	6 122 000 000	6 015 000 000	5 913 000 000	6 517 000 000	
1.2. Tárgyi eszközök		8 359 000 000	8 376 000 000	7 422 000 000	7 502 000 000	7 615 000 000	8 361 000 000	
1.3. Pénzügyi befektetések		267 000 000	249 000 000	261 000 000	307 000 000	334 000 000	398 000 000	
1.4. Egyéb		1 422 000 000	1 692 000 000	1 656 000 000	1 519 000 000	1 482 000 000	1 443 000 000	
2. Forgóeszközök		10 620 000 000	11 414 000 000	10 957 000 000	13 602 000 000	14 639 000 000	16 016 000 000	
2.1. Készletek	2 685 000 000	2 716 000 000	2 269 000 000	2 321 000 000	3 042 000 000	3 191 000 000	2 966 000 000	
2.2. Követelések	778 000 000	820 000 000	780 000 000	715 000 000	842 000 000	851 000 000	1 038 000 000	
2.3. Rövid lejáratú befektetések		1 929 000 000	3 319 000 000	176 000 000	2 374 000 000	4 522 000 000	4 415 000 000	
2.4. Pénzeszközök és pénzeszköz-egyenértékesek		4 866 000 000	4 780 000 000	7 398 000 000	7 021 000 000	5 561 000 000	7 007 000 000	
2.5. Egyéb		289 000 000	266 000 000	347 000 000	323 000 000	514 000 000	590 000 000	
II. FORRÁSOK ÖSSZESEN		21 684 000 000	28 391 000 000	26 418 000 000	28 945 000 000	29 983 000 000	32 735 000 000	
1. Saját tőke	13 552 000 000	14 683 000 000	14 949 000 000	14 550 000 000	15 758 000 000	17 033 000 000	18 672 000 000	
1.1. A csoportnak tulajdonítható saját tőke		14 653 000 000	14 913 000 000	14 520 000 000	15 733 000 000	17 008 000 000	18 642 000 000	
1.2. Kisebbségi részesedések		30 000 000	36 000 000	30 000 000	25 000 000	25 000 000	30 000 000	
Jegyzett tőke		93 499 560	93 499 560	93 499 560	93 499 560	93 499 560	93 499 560	
2. Hosszú lejáratú kötelezettségek		1 618 000 000	6 136 000 000	5 530 000 000	5 157 000 000	4 813 000 000	5 126 000 000	
2.1. Halasztott adó		312 000 000	370 000 000	396 000 000	359 000 000	385 000 000	394 000 000	
2.2. Pénzügyi kötelezettségek		5 000 000	6 000 000	3 000 000	1 000 000	0	0	
2.3. Lízingskötelezettségek		0	5 163 000 000	4 599 000 000	4 262 000 000	3 924 000 000	4 123 000 000	
2.4. Céltartalékok		229 000 000	217 000 000	252 000 000	287 000 000	283 000 000	362 000 000	
2.5. Egyéb		1 072 000 000	380 000 000	280 000 000	248 000 000	221 000 000	247 000 000	
3. Rövid lejáratú kötelezettségek		5 383 000 000	7 306 000 000	6 338 000 000	8 030 000 000	8 137 000 000	8 937 000 000	
3.1. Pénzügyi kötelezettségek		84 000 000	32 000 000	11 000 000	35 000 000	13 000 000	16 000 000	
3.2. Lízingskötelezettségek		0	1 649 000 000	1 552 000 000	1 562 000 000	1 517 000 000	1 428 000 000	
3.3. Szállítói kötelezettségek	4 906 000 000	5 099 000 000	5 443 000 000	4 659 000 000	6 199 000 000	6 561 000 000	7 467 000 000	
3.4. Egyéb		200 000 000	182 000 000	116 000 000	234 000 000	46 000 000	26 000 000	

2. MELLÉKLET: Az Inditex vállalat eredménykimutatása

INDITEX GROUP								
Eredménykimutatás (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Nettó árbevétel		26 145 000 000	28 286 000 000	20 402 000 000	27 716 000 000	32 569 000 000	35 947 000 000	
Értékesítési költség		11 329 000 000	12 480 000 000	9 013 000 000	11 902 000 000	14 011 000 000	15 186 000 000	
Bruttó nyereség		14 816 000 000	15 806 000 000	11 389 000 000	15 814 000 000	18 558 000 000	20 761 000 000	
Működési költségek		9 329 000 000	8 176 000 000	6 807 000 000	8 596 000 000	9 867 000 000	10 853 000 000	
Egyéb nettó működési eredmény		-30 000 000	-32 000 000	-30 000 000	-35 000 000	-42 000 000	-58 000 000	
Működési eredmény		5 457 000 000	7 598 000 000	4 552 000 000	7 183 000 000	8 649 000 000	9 850 000 000	
Egyéb eredmények		0	0	0	18 000 000	-353 000 000	-144 000 000	
Amortizáció és értékcsökkenés		1 100 000 000	2 826 000 000	3 045 000 000	2 919 000 000	2 776 000 000	2 897 000 000	
Működési eredmény		4 357 000 000	4 772 000 000	1 507 000 000	4 282 000 000	5 520 000 000	6 809 000 000	
Kamatbevétel		29 000 000	31 000 000	6 000 000	4 000 000	85 000 000	380 000 000	
Árfolyamnyereség		64 000 000	16 000 000	36 000 000	43 000 000	47 000 000	17 000 000	
Lízinggel kapcsolatos pénzügyi bevételek		0	1 000 000	0	1 000 000	0	9 000 000	
Kamatkiadás		15 000 000	156 000 000	128 000 000	113 000 000	144 000 000	271 000 000	
Lízinggel kapcsolatos pénzügyi kiadások		0	5 000 000	10 000 000	6 000 000	7 000 000	4 000 000	
Árfolyamveszteség		61 000 000	39 000 000	43 000 000	71 000 000	195 000 000	142 000 000	
Pénzügyi eredmény		17 000 000	-152 000 000	-139 000 000	-142 000 000	-214 000 000	-11 000 000	
Tőkemódszerezéssel konszolidált társaságok eredményei		54 000 000	61 000 000	33 000 000	59 000 000	52 000 000	72 000 000	
Adózás előtti eredmény		4 428 000 000	4 681 000 000	1 401 000 000	4 199 000 000	5 358 000 000	6 870 000 000	
Adók		980 000 000	1 034 000 000	297 000 000	949 000 000	1 211 000 000	1 475 000 000	
Nettó nyereség		3 448 000 000	3 647 000 000	1 104 000 000	3 250 000 000	4 147 000 000	5 395 000 000	
- Kisebbségi részesedések		4 000 000	8 000 000	-2 000 000	7 000 000	17 000 000	14 000 000	
- Az ellenőrző vállalatnak tulajdonítható nettó eredmény		3 444 000 000	3 639 000 000	1 106 000 000	3 243 000 000	4 130 000 000	5 381 000 000	
Egy részvényre jutó eredmény (€)		1,1060	1,1680	0,3550	1,0420	1,3270	1,7290	
Részvények száma (db)	3 116 652 000	3 116 652 000	3 116 652 000	3 116 652 000	3 116 652 000	3 116 652 000	3 116 652 000	
Átlagos alkalmazottak száma (db)		173 113	175 499	160 364	154 579	165 020	163 139	
Alkalmazottak száma (db)	171 839	174 386	176 611	144 116	165 042	164 997	161 281	
Évi átlagos árfolyam (€)	30,2000	25,2300	28,9900	24,8800	29,9200	24,4100	36,3700	
Osztalék (€)		2 335 000 000	2 741 000 000	1 090 000 000	2 192 000 000	2 914 000 000	3 744 000 000	

3. MELLÉKLET: Az Inditex vállalat cash flow kimutatása

INDITEX GROUP							
Cash flow kimutatás (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Adózás előtti eredmény		4 428 000 000	4 681 000 000	1 401 000 000	4 199 000 000	5 358 000 000	6 870 000 000
Működésből származó pénzeszközök		4 378 000 000	6 695 000 000	3 864 000 000	6 530 000 000	7 343 000 000	8 723 000 000
A működő tőke változásai		-349 000 000	205 000 000	-847 000 000	223 000 000	-669 000 000	-56 000 000
Működési tevékenységből származó pénzforgalom		4 029 000 000	69 000 000	3 017 000 000	6 754 000 000	6 674 000 000	8 667 000 000
Befektetési tevékenységből származó pénzforgalom		-1 875 000 000	-2 377 000 000	2 514 000 000	-3 253 000 000	-3 504 000 000	-1 709 000 000
Finanszírozási tevékenységekre fordított pénzforgalom		-2 260 000 000	-4 629 000 000	-2 786 000 000	-3 909 000 000	-4 614 000 000	-5 473 000 000
Pénzeszközök és pénzeszköz-egyenértékek az év végén		4 866 000 000	4 780 000 000	7 398 000 000	7 021 000 000	5 561 000 000	7 007 000 000

4. MELLÉKLET: A H&M vállalat mérlege

H&M GROUP							
Mérleg (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
I. ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	11 060 069 980	11 579 649 200	11 378 603 400	16 631 505 980	17 719 215 360	17 127 075 840	15 792 503 760
1. Befektetett eszközök		5 577 220 720	5 497 635 720	10 397 659 940	9 934 355 200	9 645 552 000	8 776 817 280
1.1. Immateriális eszközök		937 562 640	1 081 149 120	995 004 160	941 839 360	861 396 480	847 242 000
1.2. Tárgyi eszközök		4 136 953 720	3 861 840 480	8 696 176 120	7 851 486 720	7 783 802 880	7 103 416 320
1.3. Pénzügyi befektetések		46 595 440	60 347 160	74 968 680	501 768 960	297 010 560	224 072 640
1.4. Egyéb		456 108 920	494 298 960	631 510 980	639 260 160	703 342 080	602 086 320
2. Forgóeszközök		6 002 428 480	5 880 967 680	6 233 846 040	7 784 860 160	7 481 523 840	7 015 686 480
2.1. Készletek	3 498 968 480	3 677 043 080	3 572 004 120	3 644 374 420	3 676 879 360	3 997 929 600	3 254 628 960
2.2. Követelések		1 195 592 200	1 146 218 280	1 011 886 420	1 400 439 040	1 441 399 680	1 461 263 760
2.2.1. Vevők	549 775 630	616 950 920	555 212 760	294 342 680	301 495 040	283 557 120	287 583 120
2.3. Rövid lejáratú befektetések		0	0	0	0	0	0
2.4. Pénzeszközök és pénzeszköz-egyenértékek		1 129 793 200	1 162 745 280	1 577 585 200	2 707 541 760	2 042 194 560	2 299 793 760
II. FORRÁSOK ÖSSZESEN		11 579 649 200	11 378 603 400	16 631 505 980	17 719 215 360	17 127 075 840	15 792 503 760
1. Saját tőke	6 197 612 270	5 707 064 080	5 389 596 360	5 209 941 740	5 915 374 080	4 775 218 560	4 146 999 120
1.1. Jegyzett tőke		20 178 360	19 549 080	19 743 660	20 401 920	19 474 560	18 033 840
1.2. Tartalékok		323 828 560	433 668 480	94 426 200	231 123 200	550 932 480	539 795 520
1.3. Felhalmozott eredmény		5 363 057 160	4 936 378 800	5 095 771 880	5 663 848 960	4 204 811 520	3 589 169 760
2. Hosszú lejáratú kötelezettségek		1 562 117 000	1 471 375 200	6 055 771 580	5 791 976 960	5 922 900 480	5 727 704 400
2.1. Nyugdíj céltartalékok		43 378 600	48 164 400	58 372 560	42 183 680	31 328 640	33 018 480
2.2. Egyéb céltartalékok		0	0	0	0	22 767 360	435 600
2.3. Halasztott adó		495 978 240	417 708 120	380 375 440	354 914 560	307 923 840	210 481 920
2.4. Pénzügyi kötelezettségek		991 371 600	983 403 720	804 339 540	904 583 680	907 213 440	1 226 998 080
2.5. Lízingkötelezettség		31 388 560	22 098 960	4 812 684 040	4 472 554 240	4 636 450 560	4 245 270 480
2.6. Egyéb		0	0	0	17740800	17 216 640	11 499 840
3. Rövid lejáratú kötelezettségek		4 310 468 120	4 517 631 840	5 365 792 660	6 011 864 320	6 428 956 800	5 917 800 240
3.1. Pénzügyi kötelezettségek		892 234 440	652 013 760	753 406 620	42 972 160	106 780 800	261 185 760
3.2. Lízingkötelezettség		0	0	0	0	1 183 056 000	1 059 292 080
3.3. Szállítói kötelezettségek	748 844 850	662 864 000	740 220 720	907 159 180	2 008 849 920	1 984 147 200	1 831 872 240
3.4. Adókötelezettségek		113 369 240	259 898 880	162 909 040	142 024 960	173 389 440	119 964 240
3.5. Egyéb		383 681 280	436 596 120	1 646 068 040	1 660 440 320	568 995 840	638 502 480
3.6. Passzív időbeli elhatárolások		2 258 319 160	2 428 902 360	1 896 249 780	2 157 576 960	2 356 704 000	1 980 498 960
3.7. Egyéb céltartalék		0	0	0	0	55 883 520	26 484 480

5. MELLÉKLET: A H&M vállalat eredménykimutatása

H&M GROUP							
Eredménykimutatás (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nettó árbevétel		20 509 792 000	21 981 382 200	17 839 016 780	19 610 187 520	21 031 866 240	20 563 369 200
Értékesítési költség		9 700 527 240	10 416 920 880	8 916 790 060	9 260 796 160	10 366 016 640	10 030 909 680
Bruttó nyereség		10 809 264 760	11 564 461 320	8 922 226 720	10 349 391 360	10 665 849 600	10 532 459 520
Működési költségek		9 299 007 120	9 926 305 080	8 626 644 100	8 845 858 560	9 966 082 560	9 350 589 600
Társult vállalkozásokban és közös vállalkozásokban lévő befektetések eredménye		0	0	0	0	-25 307 520	84 593 520
Működési eredmény		1 510 257 640	1 638 156 240	295 582 620	1 503 532 800	674 459 520	1 266 463 440
Amortizáció és értékcsökkenés		942 729 080	1 043 656 440	2 475 397 140	2 199 859 200	2 124 232 320	1 999 839 600
Kamatbevétel		28 464 160	35 509 440	24 035 760	20 007 680	15 240 960	53 665 920
Kamatkiadás		14 232 080	31 259 640	123 898 620	114 132 480	104 899 200	186 698 160
Pénzügyi eredmény		14 232 080	4 249 800	-99 862 860	-94 124 800	-89 658 240	-133 032 240
Adózás előtti eredmény		1 524 489 720	1 642 406 040	195 719 760	1 409 408 000	584 801 280	1 133 431 200
Adók		291 172 760	372 849 120	77 162 420	324 262 400	249 312 000	373 483 440
Nettó nyereség		1 233 316 960	1 269 556 920	118 557 340	1 085 145 600	335 489 280	759 947 760
Egy részvényre jutó eredmény (€)		0,7447	0,7669	0,0715	0,6554	0,2032	0,4661
Részvények száma (db)	1 655 072 000	1 655 072 000	1 655 072 000	1 655 072 000	1 655 072 000	1 649 847 000	1 629 097 000
Átlagos alkalmazottak száma (db)		123 283	126 376	110 325	107 375	106 522	101 103
Évi átlagos árfoylam (€)	20,3470	15,2147	18,2175	14,6084	16,5551	10,9246	14,5090
Osztalék (€)		1 573 034 760	1 523 978 280	0	1 060 308 480	1 005 432 960	921 468 240

6. A H&M vállalat cash flow kimutatása

H&M GROUP								
Cash flow kimutatás (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Adózás előtti eredmény		1 524 489 720	1 642 406 040	1 95 719 760	1 409 408 000	584 801 280	1 133 431 200	
Működésből származó pénzeszközök		2 169 027 480	2 337 673 320	2 318 497 040	3 117 748 480	2 477 408 640	2 535 714 720	
A működő tőke változásai		-93 970 720	399 764 520	151 844 960	1 279 900 160	-149 399 040	421 922 160	
Működési tevékenységből származó pénzforgalom		2 075 056 760	2 737 437 840	2 470 342 000	4 397 648 640	2 328 009 600	2 957 636 880	
Befektetési tevékenységből származó pénzforgalom		-1 282 056 960	-994 264 320	-500 172 720	-401 927 680	-666 274 560	-838 007 280	
Finanszírozási tevékenységekre fordított pénzforgalom		-651 653 800	-1 727 496 480	-1 445 865 420	-2 975 033 600	-2 365 735 680	-1 621 738 800	
Pénzeszközök és pénzeszköz-egyenértékesek az év végén		1 129 793 200	1 162 745 280	1 577 585 200	2 707 541 760	2 042 194 560	2 299 793 760	

7. MELLÉKLET: A Gap vállalat mérlege

The GAP Inc								
Mérleg (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
I. ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	7 071 862 800	6 815 088 300	12 219 450 700	12 054 759 500	10 789 425 500	10 813 284 200	10 213 491 200	
1. Befektetett eszközök		3 215 766 600	8 185 307 900	6 794 755 500	6 422 418 000	6 428 519 300	6 148 995 200	
1.1. Immateriális eszközök		170 186 700	5 031 065 600	3 840 818 500	3 327 888 000	3 261 269 800	3 122 124 800	
1.1.1. Használati jog		0	4 825 606 600	3 691 983 500	3 107 212 500	3 013 398 100	2 880 752 000	
1.1.2. Cégtérték és kereskedelmi nevek		170 186 700	205 459 000	148 835 000	220 675 500	247 871 700	241 372 800	
1.2. Tárgyi eszközök		2 465 590 400	2 788 882 600	2 487 295 500	2 567 783 500	2 552 793 600	2 373 036 800	
1.3. Pénzügyi befektetések		286 184 600	15 186 100	21 012 000	21 137 500	24 692 200	25 894 400	
1.4. Egyéb		293 804 900	350 173 600	445 629 500	505 609 000	589 763 700	627 939 200	
2. Forgóeszközök		3 599 321 700	4 034 142 800	5 260 004 000	4 367 007 500	4 384 764 900	4 064 496 000	
2.1. Készletek	1 767 744 400	1 804 317 700	1 925 954 800	2 145 850 500	2 551 719 000	2 268 833 300	1 844 976 000	
2.2. Követelések		303 965 300	282 282 800	317 806 500	337 354 500	322 898 000	267 267 200	
2.2.1. Vevők	249 626 400	303 965 300	282 282 800	317 806 500	337 354 500	322 898 000	267 267 200	
2.3. Rövid lejáratú befektetések		243 849 600	259 057 000	358 955 000	0	0	0	
2.4. Pénzeszközök és pénzeszköz-egyenértékesek		915 282 700	1 218 461 200	1 740 494 000	741 503 500	1 153 885 500	1 732 150 400	
2.5. Egyéb		331 906 400	348 387 000	696 898 000	736 430 500	639 148 100	220 102 400	
II. FORRÁSOK ÖSSZESEN		6 815 088 300	12 219 450 700	12 054 759 500	10 789 425 500	10 813 284 200	10 213 491 200	
1. Saját tőke	2 783 068 800	3 008 325 100	2 962 182 800	2 288 557 000	2 301 451 000	2 120 680 100	2 399 856 000	
1.1. Jegyzett tőke		16 087 300	16 972 700	91 052 000	52 421 000	42 736 500	122 073 600	
1.2. Felhalmozott egyéb átfogó jövedelem		44 875 100	35 732 000	7 879 500	32 129 000	45 585 600	39 766 400	
1.3. Tőketartalék		2 947 362 700	2 909 478 100	2 189 625 500	2 216 901 000	2 032 358 000	2 238 016 000	
2. Hosszú lejáratú kötelezettségek		1 966 037 400	6 390 668 200	6 365 760 500	5 040 871 000	5 600 380 900	4 950 454 400	
2.1. Céltartalék		270 097 300	158 114 100	-382 593 500	56 648 500	59 831 100	86 931 200	
2.2. Pénzügyi kötelezettségek		1 057 528 300	1 115 731 700	1 940 108 000	1 254 722 000	1 411 254 200	1 376 102 400	
2.3. Lízingkötelezettség		0	4 920 296 400	4 042 183 500	3 409 901 500	3 340 094 800	3 100 854 400	
2.4. Egyéb		638 411 800	196 526 000	766 062 500	319 599 000	456 805 700	386 566 400	
2.5. Felújítható hitelkeret		0	0	0	0	332 395 000	0	
3. Rövid lejáratú kötelezettségek		1 840 725 800	2 866 599 700	3 400 442 000	3 447 103 500	3 092 223 200	2 863 180 800	
3.1. Lízingkötelezettség		0	821 836 000	727 540 500	620 597 000	633 449 900	554 880 000	
3.2. Szállítói kötelezettségek	1 045 421 200	953 384 200	1 048 734 200	1 525 996 500	1 649 570 500	1 253 604 000	1 247 555 200	
3.3. Adókötelezettségek		20 320 800	42 878 400	29 767 000	21 137 500	47 485 000	36 067 200	
3.4. Egyéb		867 020 800	953 151 100	1 117 138 000	1 155 798 500	1 157 684 300	1 024 678 400	

8. MELLÉKLET: A Gap vállalat eredménykimutatása

The GAP Inc								
Eredménykimutatás (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Nettó árbevétel		14 038 286 000	14 634 933 900	12 081 900 000	14 094 485 000	14 830 515 200	13 769 347 200	
Értékesítési költség		8 685 448 600	9 156 325 000	7 962 672 500	8 482 901 500	9 741 072 900	8 428 627 200	
Bruttó nyereség		5 352 837 400	5 478 608 900	4 119 227 500	5 611 583 500	5 089 442 300	5 340 720 000	
Működési költségek		4 199 632 000	4 965 854 700	4 873 908 500	4 926 728 500	5 154 971 600	4 822 832 000	
Működési eredmény		1 153 205 400	512 754 200	-754 681 000	684 855 000	-65 529 300	517 888 000	
Egyéb eredmények		0	0	-50 779 000	-274 787 500	0	0	
Amortizáció és értékcsökkenés		489 392 600	497 568 100	443 878 500	426 132 000	512 838 000	482 745 600	
Kamatköltség		61 809 100	67 890 800	168 096 000	141 198 500	83 573 600	83 232 000	
Kamatbevétel		27 941 100	26 799 000	8 755 000	4 227 500	17 094 600	79 532 800	
Adózás előtti eredmény		1 119 337 400	471 662 400	-964 801 000	273 096 500	-132 008 300	514 188 800	
Adók		270 097 300	158 114 100	-382 593 500	56 648 500	59 831 100	49 939 200	
Nettó nyereség		849 240 100	313 548 300	-582 207 500	216 448 000	-191 839 400	464 249 600	
Egy részvényre jutó eredmény (€)		2,2099	0,8308	-1,5584	0,5749	-0,5223	1,2577	
Részvények száma (db)	389 318 839	378 598 205	371 301 527	374 851 573	369 779 960	366 211 735	373 512 503	
Átlagos alkalmazottak száma (db)		135 000	129 000	117 000	97 000	95 000	85 000	
Évi átlagos árfolyam (€)	26,9897	22,4884	15,2576	13,0187	17,1298	11,9567	16,2857	
Osztalék (€)		315 819 100	325 161 200	0	191 083 000	208 934 000	205 305 600	

9. MELLÉKLET: A Gap vállalat cash flow kimutatása

The GAP Inc							
Cash flow kimutatás (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Adózás előtti eredmény		1 119 337 400	471 662 400	-964 801 000	273 096 500	-132 008 300	514 188 800
Működésből származó pénzeszközök		576 602 700	669 975 000	940 287 000	862 410 000	581 216 400	490 144 000
A működő tőke változásai		-256 550 100	276 923 000	-150 586 000	-394 848 500	187 090 900	462 400 000
Működési tevékenységből származó pénzforgalom		1 169 292 700	1 260 446 300	207 493 500	684 009 500	576 467 900	1 416 793 600
Befektetési tevékenységből származó pénzforgalom		-847 546 700	-798 610 200	-446 505 000	-377 093 000	-215 581 900	-308 883 200
Finanszírozási tevékenységekre fordított pénzforgalom		-634 178 300	-500 248 000	783 572 500	-1 243 730 500	5 698 200	-524 361 600
Pénzeszközök és pénzeszköz-egyenértékesek az év végén		1 202 314 000	1 233 647 300	1 765 008 000	762 641 000	1 208 968 100	1 758 044 800

10. MELLÉKLET: A CAPM modellhez szükséges adatok az elemzett vállalatok esetében

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
befektetés bétája (βi)							
EU átlag	Inditex	4,48	4,58	2,92	3,02	4,16	3,98
EU átlag	H&M	4,48	4,58	2,92	3,02	4,16	3,98
US átlag	Gap	4,14	4,67	3,19	2,95	3,71	3,28
piaci kockázati prémium (rm-rf)							
Spanyolország	Inditex	8,18%	6,77%	6,27%	5,82%	8,70%	6,94%
Svédország	H&M	5,96%	5,20%	4,72%	4,24%	5,94%	4,60%
Egyesült Államok	Gap	5,96%	5,20%	4,72%	4,24%	5,94%	4,60%
kockázatmentes hozam (rf)							
Spanyolország	Inditex	1,40%	1,30%	1,50%	0,30%	4,20%	3,80%
Svédország	H&M	0,70%	0,60%	0,90%	0,20%	2,50%	3,10%
Egyesült Államok	Gap	2,90%	2,70%	3,20%	1,60%	4,30%	4,60%

11. MELLÉKLET: A WACC számításához szükséges adatok az Inditex vállalat esetében

INDITEX	2018	2019	2020	2021	2022	2023
rD	0,22%	1,53%	1,01%	0,90%	1,10%	2,01%
rE	38,05%	32,31%	19,81%	17,88%	40,39%	31,42%
D/V	32,29%	47,35%	44,92%	45,56%	43,19%	42,96%
E/V	67,71%	52,65%	55,08%	54,44%	56,81%	57,04%

12. MELLÉKLET: A WACC számításához szükséges adatok a H&M vállalat esetében

H&M	2018	2019	2020	2021	2022	2023
rD	0,27%	0,53%	1,42%	0,98%	0,87%	1,56%
rE	27,40%	24,42%	14,68%	13,00%	27,21%	21,41%
D/V	50,71%	52,63%	68,67%	66,62%	72,12%	73,74%
E/V	49,29%	47,37%	31,33%	33,38%	27,88%	26,26%

13. MELLÉKLET: A WACC számításához szükséges adatok a Gap vállalat esetében

Gap	2018	2019	2020	2021	2022	2023
rD	1,53%	1,04%	1,77%	1,55%	0,97%	1,01%
rE	27,57%	26,98%	18,26%	14,11%	26,34%	19,69%
D/V	55,86%	75,76%	81,02%	78,67%	80,39%	76,50%
E/V	44,14%	24,24%	18,98%	21,33%	19,61%	23,50%

14. MELLÉKLET: EVA mutató számításához szükséges adatok az elemzett vállalatok esetében

INDITEX	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Adózás utáni eredmény	3 448 000 000	3 647 000 000	1 104 000 000	3 250 000 000	4 147 000 000	5 395 000 000
Befektetett tőke	11 064 000 000	16 977 000 000	15 461 000 000	15 343 000 000	15 344 000 000	16 719 000 000
WACC	25,83%	17,73%	11,36%	10,14%	23,42%	18,78%
EVA	589 796 948	636 415 546	-653 000 041	1 693 748 615	553 105 104	2 254 406 046
H&M	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Adózás utáni eredmény	1 233 316 960	1 269 556 920	118 557 340	1 085 145 600	335 489 280	759 947 760
Befektetett tőke	5 577 220 720	5 497 635 720	10 397 659 940	9 934 355 200	9 645 552 000	8 776 817 280
WACC	13,64%	11,84%	5,58%	5,00%	8,21%	6,77%
EVA	472 637 839	618 509 462	-461 297 432	588 801 888	-456 693 351	165 846 239
Gap	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Adózás utáni eredmény	849 240 100	313 548 300	-582 207 500	216 448 000	-191 839 400	464 249 600
Befektetett tőke	3 215 766 600	8 185 307 900	6 794 755 500	6 422 418 000	6 428 519 300	6 148 995 200
WACC	13,02%	7,33%	4,90%	4,23%	5,95%	5,40%
EVA	430 390 667	-286 331 279	-914 996 713	-54 986 493	-574 164 247	132 351 384

15. MELLÉKLET: Az SPSS statisztikai programba bevitt adatok mindhárom vállalat esetében

	Name	Type	Width	Decimals	Label	Values	Missing	Columns	Align	Measure	Role
1	Évek	Numeric	12	0		None	None	12	Right	Scale	Input
2	átlagos éves loghozam	Numeric	12	10		None	None	8	Right	Scale	Input
3	részvényárfolyam	Numeric	12	4		None	None	12	Right	Scale	Input
4	ROS	Numeric	12	4		None	None	12	Right	Scale	Input
5	ROA	Numeric	12	4		None	None	12	Right	Scale	Input
6	ROE	Numeric	12	4		None	None	12	Right	Scale	Input
7	EBITDA	Numeric	12	0		None	None	12	Right	Scale	Input
8	NOPLAT	Numeric	12	0		None	None	12	Right	Scale	Input
9	ATO	Numeric	12	4		None	None	12	Right	Scale	Input
10	Készletek forgási ideje	Numeric	12	2	Készletek forgási ideje	None	None	12	Right	Scale	Input
11	Vevők forgási ideje	Numeric	12	2	Vevők forgási ideje	None	None	12	Right	Scale	Input
12	Szállítók forgási ideje	Numeric	12	2	Szállítók forgási ideje	None	None	12	Right	Scale	Input
13	Egy főre jutó árbevétel	Numeric	12	0	Egy főre jutó árbevétel	None	None	12	Right	Scale	Input
14	Eladósodottságmutató	Numeric	12	4	Eladósodottsági mutató	None	None	12	Right	Scale	Input
15	Saját tőke aránya	Numeric	12	4	Saját tőke aránya	None	None	12	Right	Scale	Input
16	Adósságállományfedezettsége	Numeric	12	4	Adósságállomány fedezettsége	None	None	12	Right	Scale	Input
17	Tőkefeszültség	Numeric	12	4		None	None	12	Right	Scale	Input
18	Kamatfedezettségmutató	Numeric	12	4	Kamatfedzettségi mutató	None	None	12	Right	Scale	Input
19	Általános likviditás	Numeric	12	4	Általános likviditás	None	None	12	Right	Scale	Input
20	Likviditásigyorsráta	Numeric	12	4	Likviditási gyorsráta	None	None	12	Right	Scale	Input
21	Pénzhányad	Numeric	12	4		None	None	12	Right	Scale	Input
22	Hitelfedezettségmutató	Numeric	12	4	Hitelfedezettségi mutató	None	None	12	Right	Scale	Input
23	OCFköltségek	Numeric	12	4	OCF/költségek	None	None	12	Right	Scale	Input
24	Adósságfedezeti mutató	Numeric	12	4	Adósságfedezeti mutató	None	None	12	Right	Scale	Input
25	Operatív cash flow marzs	Numeric	12	4	Operatív cash flow marzs	None	None	12	Right	Scale	Input
26	Tőkearányos jövedelmezőség	Numeric	12	4	Tőkearányos jövedelmezőség	None	None	12	Right	Scale	Input

16. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és a ROS között

Correlations		részvényárfolyam	ROS
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,849 [*]
	Sig. (2-tailed)		,033
	N	6	6
ROS	Pearson Correlation	,849 [*]	1
	Sig. (2-tailed)	,033	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

17. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és a ROE között

Correlations		részvényárfolyam	ROE
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,849 [*]
	Sig. (2-tailed)		,033
	N	6	6
ROE	Pearson Correlation	,849 [*]	1
	Sig. (2-tailed)	,033	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

18. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és az EBITDA között

Correlations		részvényárfolyam	EBITDA
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,817 [*]
	Sig. (2-tailed)		,047
	N	6	6
EBITDA	Pearson Correlation	,817 [*]	1
	Sig. (2-tailed)	,047	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

19. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és az Eladósodottsági mutató között

Correlations		részvényárfolyam	Eladósodottsági mutató
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	-,908 [*]
	Sig. (2-tailed)		,012
	N	6	6
Eladósodottsági mutató	Pearson Correlation	-,908 [*]	1
	Sig. (2-tailed)	,012	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

20. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és az Adósságállomány fedezettsége között

Correlations			
		részvényárfolyam	Adósságállomány fedezettsége
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,896*
	Sig. (2-tailed)		,016
	N	6	6
Adósságállomány fedezettsége	Pearson Correlation	,896*	1
	Sig. (2-tailed)	,016	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

21. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és a Tőkefeszültség között

Correlations			
		részvényárfolyam	Tőkefeszültség
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	-,928**
	Sig. (2-tailed)		,007
	N	6	6
Tőkefeszültség	Pearson Correlation	-,928**	1
	Sig. (2-tailed)	,007	
	N	6	6

**_. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

22. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és a Kamatfedezettségi mutató között

Correlations			
		részvényárfolyam	Kamatfedezettségi mutató
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,838*
	Sig. (2-tailed)		,037
	N	6	6
Kamatfedezettségi mutató	Pearson Correlation	,838*	1
	Sig. (2-tailed)	,037	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

23. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és az OCF/kötelezettségek aránya között

Correlations		részvényárfolyam	OCF/kötelezettségek
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,885*
	Sig. (2-tailed)		,019
	N	6	6
OCF/kötelezettségek	Pearson Correlation	,885*	1
	Sig. (2-tailed)	,019	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

24. MELLÉKLET: Gap - korreláció a részvényárfolyam és az Adósságfedezeti mutató között

Correlations		részvényárfolyam	Adósságfedezeti mutató
részvényárfolyam	Pearson Correlation	1	,912*
	Sig. (2-tailed)		,011
	N	6	6
Adósságfedezeti mutató	Pearson Correlation	,912*	1
	Sig. (2-tailed)	,011	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

25. MELLÉKLET: Jövedelmezőség - Iparági átlagok az elemzett vállalatok esetében

ROA	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	6,03%	9,93%	1,91%	9,27%	11,42%	10,51%
Inditex	16,45%	14,57%	4,03%	11,74%	14,07%	17,20%
H&M	10,90%	11,06%	0,85%	6,32%	1,93%	4,62%
Gap	12,23%	3,29%	-4,80%	1,89%	-1,78%	4,42%
ROE	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	13,16%	24,01%	5,13%	26,84%	29,21%	27,26%
Inditex	24,42%	24,62%	7,48%	21,45%	25,29%	30,22%
H&M	20,72%	22,88%	2,24%	19,51%	6,28%	17,03%
Gap	29,33%	10,50%	-22,18%	9,43%	-8,68%	20,54%

26. MELLÉKLET: Hatékonyság - Iparági átlagok az elemzett vállalatok esetében

ATO	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	1,3025	1,225	0,965	0,975	1,0675	1,1525
Inditex	1,2475	1,1297	0,7445	1,0012	1,1054	1,1463
H&M	1,8118	1,9149	1,2738	1,1418	1,2071	1,2493
Gap	2,0218	1,5377	0,9955	1,2340	1,3730	1,3097
Vevők forgási ideje	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	9,95	9,26	9,31	10,59	10,24	10,48
Inditex	7,64	7,07	9,16	7,02	6,50	6,57
H&M	7,11	6,67	5,95	3,80	3,48	3,47
Gap	4,93	5,01	6,21	5,81	5,56	5,36
Egy főre eső árbevétel	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	347 929	368 504	347 547	386 459	381 086	418 030
Inditex	151 029	161 175	127 223	179 300	197 365	220 346
H&M	166 364	173 936	161 695	182 633	197 442	203 390
Gap	103 987	113 449	103 264	145 304	156 111	161 992

27. MELLÉKLET: Eladósodottság - Iparági átlagok az elemzett vállalatok esetében

Tőkefeszültség	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	0,8600	1,2800	1,1300	1,0700	0,3975	0,6175
Inditex	0,4768	0,8992	0,8157	0,8368	0,7603	0,7532
H&M	1,0290	1,1112	2,1923	1,9955	2,5867	2,8082
Gap	1,2654	3,1252	4,2674	3,6881	4,0990	3,2559
Kamatfedezettségi mutató	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	19,06	20,17	8,26	17,49	30,00	50,59
Inditex	369,53	49,12	35,73	63,99	57,49	37,04
H&M	174,36	86,93	22,56	32,62	26,83	17,78
Gap	27,03	15,28	-2,10	5,95	5,56	12,98

28. MELLÉKLET: Likviditás - Iparági átlagok az elemzett vállalatok esetében

Általános likviditás	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	2,3275	2,0625	2,0425	2,1450	2,1225	2,2525
Inditex	1,9729	1,5623	1,7288	1,6939	1,7991	1,7921
H&M	1,3925	1,3018	1,1618	1,2949	1,1637	1,1855
Gap	1,9554	1,4073	1,5469	1,2669	1,4180	1,4196
Likviditási gyorsráta	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	0,6750	0,5200	0,6600	0,8975	0,6850	0,5075
Inditex	1,4683	1,2517	1,3626	1,3151	1,4069	1,4602
H&M	0,5395	0,5111	0,4826	0,6833	0,5419	0,6355
Gap	0,9752	0,7354	0,9158	0,5266	0,6843	0,7752

29. MELLÉKLET: P/E ráta - Iparági átlagok az elemzett vállalatok esetében

P/E ráta	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Iparági átlag	30,04	39,65	61,4	77,89	31,41	38,37
Inditex	22,81	24,77	70,24	28,69	18,35	21,01
H&M	20,42	23,75	203,93	25,25	53,81	31,30
Gap	10,17	18,25	-8,34	29,47	-22,94	12,97