

## **OTDK - DOLGOZAT**

**Tálas Dorisz**

**2013**

**A VERSENYKÉPESSÉG ÉS A PÉNZÜGYI POZÍCIÓ VÁLTOZÁS  
ELEMZÉSE A TEJIPARBAN**

**ANALYSIS OF THE CHANGE OF COMPETITIVENESS AND  
FINANCIAL POSITION IN THE DAIRY INDUSTRY**

**Tálas Dorisz**

Kézirat lezárva: 2012.október 23.

## Tartalomjegyzék

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| BEVEZETÉS.....                                                        | 1  |
| 1. TÉMAFELVETÉS.....                                                  | 3  |
| 2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS.....                                       | 4  |
| 3. ANYAG ÉS MÓDSZER.....                                              | 14 |
| 3.1. A vizsgálatban részt vevő vállalatok.....                        | 14 |
| 3.2. Az elemzés módszertana .....                                     | 15 |
| 4. EREDMÉNYEK ÉS AZOK ÉRTÉKELÉSE.....                                 | 22 |
| 4.1. A vállalatok pénzügyi mutatószámokon alapuló értékelése.....     | 22 |
| 4.2. A vállalatok versenyképességi definíción alapuló értékelése..... | 37 |
| 5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK.....                                 | 45 |
| ÖSSZEFOGLALÁS.....                                                    | 48 |
| SZAKIRODALMI JEGYZÉK .....                                            | 50 |
| MELLÉKLETEK.....                                                      | I  |

## **Táblázatok jegyzéke**

|                                                                                               |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. táblázat: A pénzügyi mutatók iparági átlagainak alakulása 2008 és 2011 között .....        | 23 |
| 2. táblázat: A vállalatok értékelése (1) .....                                                | 24 |
| 3. táblázat: A vállalatok értékelése (2).....                                                 | 25 |
| 4. táblázat: A versenyképességi definíción alapuló elemzés adatainak<br>iparági átlagai ..... | 38 |
| 5. táblázat: A versenyképességi definíció elemeinek értékelése .....                          | 39 |

## Ábrajegyzék

|                                                                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. ábra: A Sole–Mizo követeléseinek megoszlása 2008-2011-ben .....                                                 | 26 |
| 2. ábra: A Friesland forgóeszközeinek megoszlása a vizsgált négy évben .....                                       | 28 |
| 3. ábra: A Nádudvari egy éven belül esedékes kötelezettségeinek alakulása .....                                    | 30 |
| 4. ábra: A Friesland saját tőkéjének alakulása 2008 és 2011 között .....                                           | 34 |
| 5. ábra: A 2008 és 2011 közötti átlagos működési cash flowk .....                                                  | 35 |
| 6. ábra: A vizsgált vállalatok 2008 és 2011 közötti átlagos árbevétele ezer Ft-ban .....                           | 40 |
| 7. ábra: A vizsgálatba bevont hét tejipari vállalat átlagos beruházási célú<br>hitelállománya ezer forintban ..... | 42 |

## BEVEZETÉS

Dolgozatomban a magyarországi vezető tejipari vállalatok pénzügyi mutatókon és a versenyképességi definíción alapuló elemzését végeztem el. Azért a tejipart választottam elemzésem tárgyául, mert ebben az ágazatban erős a piaci verseny, ami miatt különösen érdekes eredmények születhetnek annak vonatkozásában, vajon mennyire versenyképesek az iparág élvonalában lévő vállalatok, és hogyan változik egymáshoz képesti pénzügyi piaci pozíciójuk több év adatainak elemzése alapján. Másrészt a tejiparnak nagy nemzetgazdasági jelentősége van, ami szintén indokolja az ágazat vezető vállalatainak vizsgálatát.

A tejipar az élelmiszeripar egyik ágazata, az élelmiszeripar a feldolgozóipar egyik alegysége, a feldolgozóipar pedig tágabb értelemben az agrobiznisz egyik jelentős része. Az agrobiznisz meghatározó jelentőségű egyrészt a kibocsátás és a hozzáadott érték, másrészt pedig a foglalkoztatás tekintetében. A feldolgozó–forgalmazó–vendéglátó ágazatok a foglalkoztatás és a hozzáadott érték tekintetében több mint 50%-os részarányt képviselnek. Az élelmiszeripar a lakossági kiadások alapján is jelentős ágazat, mivel az utóbbi években átlagosan az összes lakossági kiadás 20–25%-át tette ki az az összeg, amit a fogyasztók élelmiszerre és alkoholmentes italokra költöttek. Ezen túl a mezőgazdasági és élelmiszeripari termékek export részaránya is jelentősnek mondható a maga 6,0–6,5% - ával (Kovács 2010: 466–478. In: Rózsa–Tálas, 2012: 760.).

Az élelmiszeriparon belül lehet vizsgálni a tejfeldolgozás jelentőségét, valamint a tejfeldolgozó vállalatok gazdálkodásának sajátosságait. A tejtermékeket gyártó vállalatok magas koncentrációja figyelhető meg Magyarországon, ami azért is érdekes, mert a tejipari vállalatok száma igen magas. A tejfeldolgozó vállalatok alkupozíciója különösen jelentős a termelőkkel szemben, és a vállalatok közül majdnem mindegyik árbevételének növelésére törekszik. Ennek lehetőségét a kapacitások hatékonyabb kihasználásában látják, és nem gondolkoznak felvásárlások vagy egyesülések általi bevételnövelésen. Céljaik között szerepel még a költségeik csökkentése, illetve azon termékek gyártásának a növelése, melyek magasabb feldolgozottsági fokúak. A magyar feldolgozó vállalatok sajnálatos módon elmaradnak külföldi versenytársaiktól az innovációs valamint a beruházási hajlandóság tekintetében. Az okok között szerepel többek között az, hogy ha egy nagyobb vállalat hazai leányvállalatáról van szó, akkor általában az anyavállalat nem a magyar leányvállalatra bízta az újdonságok kifejlesztését. A másik ok, ami a kisebb vállalatoknál figyelhető meg, hogy nem elég tökeerősek innovációk végrehajtásához. További ok az is, hogy az innovatív új termékek általában magasabb árúak, amelyre a

hazai piacon nem mutatkozik elegendő kereslet a magyarok magas árérzékenysége miatt (Popp et al., 2010: 81-91. In: Rózsa–Tálas, 2012: 760.).

## 1. TÉMAFELVETÉS

A magas tejipari koncentráció, az iparágban tevékenykedő vállalatok gazdálkodásának komplexitása, valamint az ágazat nemzetgazdasági jelentősége miatt választottam tejipari vállalatokat az elemzésem tárgyául. Azért a versenyképesség vizsgálata mellett döntöttem, mert úgy gondolom, ez a gazdasági fennmaradás és sikeresség alapfeltétele, ezért alapjaiban meghatározza a profitorientált gazdasági szereplőket. Véleményem szerint minden gazdasági döntés szorosan összefügg a versenyképesség témakörével, a versenyképességre törekvéssel, annak fenntartásával, vagy növelésével. A vállalati versenyképesség vizsgálata azért érdekes téma, mert eddig kevés hazai és nemzetközi szerző foglalkozott ezzel a témakörrel, a versenyképességi vizsgálatok nagy része nemzetgazdaságokra vonatkozik.

Dolgozatomban célul tűztem ki, hogy összehasonlítom a pénzügyi mutatók alapján feltárt versenyképességi pozíciókat az általános vállalati versenyképességi definíció alapján meghatározott versenyképességi faktorokra vonatkozó kutatási eredményeimmel. Ehhez az összehasonlításhoz először a szakirodalmi források áttekintése szükséges annak vizsgálatához, hogy mely szerzők hogyan értelmezik ezt a fogalmat, és annak az igazolásához, hogy pénzügyi mutatószámokkal hatékonyan és eredményesen lehet elemezni a különböző vállalatok versenyképességét. A vizsgálatba bevont vállalatokat is ki kell választani, melyet én saját szempontrendszer alapján végeztem el, illetve létre kell hozni a kutatási adatbázist. Ezek után ki kell jelölni azokat a mutatószámokat, amelyek jól használhatóak ehhez a vizsgálathoz, vagyis fel kell állítani egy elemzési keretet. A következő feladat az éves beszámolókból a mutatókhoz szükséges adatok összegyűjtése, valamint a mutatószámok kiszámítása. A következő lépésben kiszámítom az iparági technikai átlagokat, és ezekhez viszonyítom a minta vállalatainak adatait. A vizsgálat másik részében kiválasztom azt/azokat a versenyképességi definíciókat, amelyek relevánsak jelen elemzés szempontjából. Ezután meghatározom a kiválasztott definíció egyes elemeit milyen pénzügyi mutatókkal és/vagy alapadatokkal lehet jól jellemezni, és össze kell gyűjteni a megfelelő adatokat, majd értékelni a kiszámított iparági átlagokhoz mérten az egyes vállalatokat. Végül pedig kiemelem a pénzügyi mutatókon és a versenyképességi definíción alapuló eredmények közötti eltéréseket, levonom a következtetéseket, és további kutatási irányokat fogalmazok meg.

## 2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

A versenyképesség elemzésének, kutatásának gyökerei több évtizedre is visszanyúlhatnak, ugyanakkor igazi áttörés csak a nyolcvanas években volt megfigyelhető, amikor a nemzetgazdaságok és iparágak összehasonlításán túl megjelent a termékek versenyképességének a vizsgálata is. 2004-ben különösen kiemelt téma lett a versenyképesség hazánkban, hiszen az Európai Unió egyik legfontosabb céljává tűzte ki a versenyképesség közösségi szintű erősítését, amelyhez hozzájárulva elengedhetetlen, hogy Magyarország zökkenőmentesen illessze be az integrációs vívmányokat. Pitti Zoltán 2002-es cikkében kitér arra, hogyan lehet és hogyan szokták összehasonlítani a különböző nemzetgazdaságokat, iparágakat, illetve termékeket, jelen kutatás szempontjából azonban a vállalatok összehasonlításának elmélete és módszerei játszanak fontos szerepet. Pitti 2002-es cikkében azokat a vállalatokat tekinti versenyképesnek, melyek képesek hozzájárulni a nemzetgazdasági szintű teljesítmények növekedéséhez, ezen túlmenően pedig képesek nyereségesen működni, és nyereségüket folyamatosan növelni amellet, hogy tevékenységük illeszkedik a társadalom normáihoz. A versenyképes vállalatok jellemzője még, hogy képesek a változásokat érzékelni, ezekhez alkalmazkodni, így tartósan működőképesek maradnak. A versenyképes vállalatok utolsó ismértve Pitti Zoltán szerint, hogy ezek a vállalatok igazodnak a fogyasztói igényekhez, miközben képesek azokat alakítani is. Bár világszerte különböző szinteken vizsgálják a versenyképességet, egy alapösszefüggést nem lehet tagadni, még pedig, hogy versenyképes vállalatok nélkül egy nemzetgazdaság sem lehet versenyképes, a vállalatok pedig nem tudnak helytállni a versenyben versenyképes termékek nélkül. Így jól látható, hogy a különböző elemzési szinteken vizsgált versenyképességi kategóriák szorosan összefüggnek egymással (Pitti, 2002: 14-22.).

A versenyképesség fogalmát sokan próbálták eddig megalkotni, Somogyi Márta 2009-es cikkében összefoglalta, kik milyen definíciókat alkottak. Cikkéből kiderül, hogy vannak olyanok, akik kizárólag nemzetgazdasági szinten értelmezik és tartják értelmezhetőnek a versenyképességet, vannak, akik vállalati szintű versenyképesség fogalmakat alkottak, illetve vannak olyanok is, akik több megközelítést is elképzelhetőnek tartanak. Adam Smith, Ricardo, illetve Heckscher és Ohlin nemzetgazdaságokra értelmezték a versenyképességet. Laura D'Andrea Tyson, aki az Egyesült Államok Elnöke Gazdasági Tanácsadó Testületének elnöke, valamint Aiginger szintén makroszinten

határozta meg a versenyképességet, továbbá a World Economic Forum definíciója is a nemzetgazdaságok versenyképességét definiálja (Somogyi, 2009a: 54-63.).

A nemzetgazdasági versenyképességet tekinti értelmes és megragadható kategóriának Szabó László, Oblath Gábor és Pénzes Petra, Szalavetz Andrea és Kovács Árpád is (Somogyi, 2009b: 43-50.).

Horváth Gyula és Palkovits István a regionális versenyképességet vizsgálja, míg Bató Márk hét szinten is értelmezhetőnek tartja a versenyképességet, ezek a részpiaci, vállalati, ágazati, regionális, nemzetgazdasági szint, a világgazdaság makrorégióinak a szintje, valamint a világpiac szintje (Somogyi, 2009b: 43-50.).

Török Ádám mind a vállalati, mind a nemzetgazdasági versenyképességre fogalmaz meg definíciót. Ezzel szemben Éltető Andrea, Artner Annamária és Vörös Zsuzsanna kizárólag a vállalati szintű versenyképesség megragadására tesz kísérletet. (Somogyi, 2009b: 43-50.).

Krugman és Porter szintén vállalati szinten határozta meg a versenyképesség kritériumait. Chikán Attila a Versenyképességi Kutató Központban végzett munkája során makro– és mikroszinten is értelmezi a fogalmat. Kozma Ferenc a versenyképességet vállalati és termékszinten is azonosítja (Somogyi, 2009a: 54-63.).

Somogyi Márta a cikkeiben bemutatott fogalmak és saját meggyőződése alapján a versenyképességet a termékek illetve a vállalatok szintjén tartja megragadhatónak, és erre a két szintre meg is fogalmaz egy-egy definíciót, amelyek közül a vállalati versenyképesség fogalmát tartom relevánsnak részleteiben megemlíteni. Somogyi Márta szerint akkor versenyképes egy vállalat, ha versenyképes terméket állít elő vagy értékesít, tartósan nyereséget tud elérni, meg tudja tartani vagy növelni tudja piaci részesedését, mind a külső, mind a belső változásokra képes reagálni, megfelelő erőforrásokkal rendelkezik piaci pozíciója megtartásához vagy erősítéséhez, alkalmas a nemzetköziesedésre, valamint képes a jövőben is reagálni a változásokra, illetve piaci pozíciójának megtartására (Somogyi, 2009b: 41-52.).

Somogyi Márta cikkéből világosan kitűnik, hogy nagy a bizonytalanság a szakirodalomban a versenyképesség fogalmának megragadása tekintetében. Dolgozatom témája a tejipari ágazatban jelenlévő vállalatok elemzése, éppen ezért a vállalati versenyképességgel foglalkozok mélyebben.

Krugman azzal indokolja, hogy kizárólag vállalati szinten tartja értelmezhetőnek a versenyképességet, hogy a versenyképtelen vállalatok csődbe mennek, megszűnnek, míg ilyen folyamatokról országok esetében nem beszélhetünk (Bakács, 2004: 9.).

A vállalati versenyképességet lehet menedzsment és pénzügyi szempontból is vizsgálni. A menedzsment szemléletű versenyképességet vizsgálta többek között Porter is. Porter gyémántmodelljében összefoglalja, hogy egy iparágon belül milyen tényezők határozzák meg a termelékenységét. Öt tényezőt azonosít, melyek az új belépők, a helyettesítés fenyegetettsége, a vevők alkupozíciója, a szállítók alkupozíciója, valamint a versenytársak közötti iparági verseny. Ez az öt tényező alkotja a porteri gyémántot (Porter, 1993: 27., Bakács, 2003 : 7. In: Somogyi, 2009a: 57.).

Porter később módosította véleményét, az 1990-es évek második felében a versenyképességet már nemzetek és régiók szintjén is értelmezhetőnek tartotta, ugyanakkor ez korábbi álláspontjának lényegét nem változtatja meg, hiszen a versenyképességet továbbra is iparágakra vezeti vissza (Porter–Linde, 1995, Porter, 1998, Porter, 1999, Lengyel, 2000b: 973. In: Somogyi, 2009a: 57.).

Chikán Attila a vállalati versenyképességet meghatározó négy tényezőt fogalmazott meg, az ő véleménye szerint a versenyképesség meghatározásakor ezen tényezőket kell számba venni. E négy dimenzió a környezeti tényezők, a vállalati stratégiai magatartás, a menedzsment és a vállalati kompetenciák (Duczón et al., 2007: 45-46.).

A négy dimenzió elnevezéséből egyértelműen kitűnik, hogy Chikán, hasonlóan sok versenyképességgel foglalkozó szakemberhez, nem tekinti a pénzügyi mutatókat a versenyképességet direkt módon meghatározó tényezőinek, ugyanakkor a vállalati kompetenciákon belül nem szabad elfelejteni a vállalat jövedelemtermelő képességét. Így bár nem direkt módon, de mégis csak szerepel a chikáni definícióban is a pénzügyi szemléletmód.

A Versenyben a világgal elnevezésű kutatás eredményeként megállapítást nyert, hogy a magyar vállalatok versenyképessége nagyrészt azért nem tud kibontakozni, mert nem megfelelő az innovációs tevékenység, és mert problémák vannak az oktatási és a képzési rendszerben (Duczón et al., 2007: 64.).

Az innovációs tevékenységet nyomon lehet követni a befektetési cash flow alakulásán keresztül, a képzési kiadásokat pedig a személyi jellegű költségek elemzésével lehet megragadni.

Chikán és Czakó 1995-ben alkotta meg a vállalati versenyképesség definícióját, amely kiemeli, hogy a normák betartása mellett lehet egy vállalatot versenyképesnek tekinteni, valamint akkor, ha erőforrásaival a lehető legnagyobb nyereséget képes elérni. Emellett szükséges még az is, hogy a tartós működőképesség megőrzése érdekében felismerjék a cégek mind a külső, mind a belső változásokat, és ezekhez igazodni is tudjanak (Chikán et al., 2002:31. In: Somogyi, 2009a: 59-60.).

2004-ben ezt a definíciót jelentősen módosították, és bár bizonyos elemek megmaradtak a korábbi fogalomból, mint például az, hogy elengedhetetlen a környezeti változások észlelése és az azokhoz való alkalmazkodás, illetve a normák betartása, de a versenyképesség lényegét 2004-ben már abban látták, hogy az adott vállalat képes legyen tartósan olyan termékeket, szolgáltatásokat előállítani, melyet a fogyasztók szívesebben vásárolnak, mint a versenytársak termékeit, szolgáltatásait, és mindezt úgy tegye az adott vállalat, hogy ez nyereséget is jelentsen a számára (Chikán–Czakó, 2005:13., Chikán et al., 2006b: 9. In : Somogyi, 2009a: 60.).

Czakó 2005-ben a vállalati szintű versenyképesség összetevői között azonosította a nyereséges működést és a változásra való képességet, továbbá azt, hogy a legfontosabb érintett csoportok a felsővezetők és az alkalmazottak legyenek, hiszen a felsővezetők a tulajdonosi érdekeltséget és a cash flowt tartják a legfontosabbnak, míg az alkalmazottak a jövedelmet, a munkapozíciót és a munkahelyi légkört. Az összetevők között szerepel még, hogy a legnagyobb kockázatot a tulajdonosok és a felsővezetők vállalják, mert míg a tulajdonosok a befektetett tőke megtérülésében érdekeltek, illetve a cash flow alakulásában, addig a felsővezetők számára a presztízs és a jövedelem az, ami veszélybe kerülhet, ha a vállalat nem versenyképes. A vállalati versenyképesség vonatkozásában Czakó szerint a vállalatok hazai és nemzetközi vállalatokhoz, illetve azok érdekeltségeihez hasonlítják saját teljesítményüket (Czakó, 2005: 13. In: Somogyi, 2009a: 61.).

A Versenyben a világgal 2004–2006 elnevezésű kutatás eredményeit számos műhelytanulmány foglalja össze, ezek közül az egyik az A versenyképesség kihívása a pénzügyi menedzsmenttel szemben címet viseli. Ebből a tanulmányból az általuk alkalmazott pénzügyi mutatószámokat emelném ki. A műhelytanulmány szerzői úgy gondolták, a versenyképességet pénzügyi oldalról a következő néhány mutató segítségével lehet megközelíteni: szokásos eredmény, FCFF (vállalati cash-flow), FCFE (tulajdonosi cash-flow), befektetett tőke, bevétel arányos üzemi eredmény, befektetett tőke arányos üzemi eredmény, befektetett tőke arányos szokásos eredmény, pótlási hányad, vevőforgás,

szállítóforgás, egy főre jutó árbevétel, egy főre jutó üzemi eredmény, egy főre jutó személyi költség, árbevétel arányos beruházás, bevétel arányos személyi költség, bevétel arányos marketingköltség, árbevétel arányos K+F költség, export arány, osztalékfizetési hányad, árbevétel arányos eredmény, egy főre jutó eredmény, saját tőke arányos eredmény, befektetett tőke hozama, saját tőke hozama (András–Juhász, 2005: 7.).

Jól látható, hogy azon definíciók is, melyek menedzsment oldalról közelítik meg a versenyképességet, olyan kritériumokat tartalmaznak, melyek részben közvetlenül, részben hallgatólagosan lefordíthatóak pénzügyi szempontokra. A Chikán–Czakó által említett változásokra való képesség például tetten érhető a negatív befektetési cash flow-ban, mivel ez nagy beruházási tevékenységet, vagyis K+F tevékenységet jelez. A szintén általuk megfogalmazott tartós működőképességi kritériumot az operatív cash flow nagyságával és változási tendenciáival lehet megragadni. Ugyanakkor az András–Juhász által felsorolt mutatókat már kicsit túl részletesnek tartom, a mutatók magas számát indokolatlannak tekintem, különösen mivel jelentős átfedések vannak a mutatószámok tartalmában. Éppen ezért a Chikán–Czakó által megfogalmazott kritériumokra alapozva az üzemi/ üzleti tevékenység eredményét, az adózott eredményt, a befektetési cash flow-t és az operatív cash flow-t tartom a versenyképességet leginkább kifejező pénzügyi alapadatoknak. Ezt ki lehet egészíteni a piaci részesedés vizsgálatával is, amit az árbevétel alakulásának elemzésén keresztül lehet a legjobban megragadni.

Molnár Attila definíciója szerint egy vállalat akkor tekinthető versenyképesnek, amennyiben képes hosszú távon jövedelmező értékteremtésre saját versenykörnyezetében (Molnár, 2006: 21.).

Molnár definíciója alapján a vállalati szabad cash flow-t is vizsgálunk kell, ha a versenyképességet akarjuk megragadni, hiszen a jövedelemtermelő értékteremtést egyértelműen a magas FCFF (vállalati szabad cash flow) jelzi. A vállalati szabad cash flow-t András és Juhász (2005: 7.) is a mutatói között szerepelteti, illetve Demeter és Matyusz (2006: 20.) is fontosnak tartja a pénzügyi teljesítmény vizsgálatát a versenyképesség kapcsán.

A Versenyben a világgal 2004–2006 elnevezésű kutatás eredményeit foglalja össze Demeter Krisztina és Matyusz Zsolt tanulmánya, amely az értékteremtést vizsgálja, ezen belül pedig hat funkcionális területet érint (marketing, innováció, termelés/szolgáltatás, logisztika, információmenedzsment, pénzügy). E hat terület közül dolgozatom szempontjából a magyar vállalatok pénzügyi helyzetének a vizsgálata releváns. A

kutatásban 301 vállalat vett részt 2004-ben, e kutatás eredményeit a Versenyképesség Kutató Központ munkatársainak szakértelmére való tekintettel a kutatás időpontjában fennálló helyzetre nézve relevánsnak tekintem. Mindenképpen meghatározó momentum, hogy a kutatók úgy ítélték meg, a versenyképesség meghatározásához szükséges a pénzügyi teljesítményt is vizsgálni, hiszen többek között az is az egyik meghatározója egy vállalat versenyképességének. A kutatás kimutatta, hogy a vállalatok pénzügyi céljaik között elsőként jelölték meg a likviditás megőrzését, ezután következett a költségek csökkentése, a jó fizetőképesség, valamint az árbevétel növelése. A kutatás eredményeként kiderült, hogy pénzügyileg azok a cégek sikeresebbek, amelyek a tulajdonosi megtérülésre koncentrálnak, és magasabb az osztalékfizetési hányaduk, a pénzügyileg rosszabbul teljesítő cégek pedig inkább az eszköz arányos vagy az árbevétel arányos megtérülést tekintik elsődlegesnek (Demeter–Matyusz, 2006: 20.).

A versenyképességet jellemzően piaci oldalról közelítik meg a szakértők, így az úgymond támogató funkcionális területek oldaláról, amilyenek a pénzügyet is tekinthetjük, ritkán vizsgálják a fogalmat. A versenyképességet befolyásoló rejtett dimenziókként azonosítja Pollákné dr. Császár Edit a vállalati költségszerkezet és a versenyképes ár közötti összefüggéseket, a fizetési feltételek összehangolását a rendelkezésre álló forgótőke és a bevonható lehetséges egyéb finanszírozási forrásokkal, a helyes vevő– és szállítópolitika kialakításának lehetőségeit, és nem utolsósorban a vállalati treasury hatékonyabbá tételét. Utóbbin belül öt fontos tényezőt azonosít Pollákné, ezek az eszközök valamint a források menedzselése, a kockázatok kezelése, a likviditásmenedzsment, a banki kapcsolatok, illetve a vállalat pénzfolyamatainak összehangolása (Pollákné, 2003).

Pollákné tanulmánya tehát tovább erősíti azt a megállapítást és következtetést, hogy a versenyképesség vizsgálata kapcsán a pénzügyi teljesítményt is feltétlenül számításba kell venni, és elemezni kell. Pollákné a forgótőke menedzsment és a likviditás vizsgálatát emeli ki, amelyeket az arra alkalmas pénzügyi mutatószámokkal lehet a leghatékonyabban elemezni.

Dr. Katona Klára konferencia anyaga is a versenyképesség pénzügyi teljesítményen keresztül történő megragadása mellett érvel, hiszen a szerző a Magyarországon működő hazai és külföldi cégeket elemzi pénzügyi mutatók segítségével annak feltárására, hogy ezen cégek jelenléte a gazdasági versenyképességet miként befolyásolja. A vállalati teljesítményt két területen vizsgálja, melyek az Eredménystruktúra és a Jövedelmezőség.

Az Eredménystruktúrán belül hat mutatót határozott meg az elemzés során, az üzemi eredményt, a pénzügyi eredményt, valamint az adózott eredményt hasonlítja az adózás előtti eredményhez, a mérleg szerinti eredményt az adózott eredményhez, továbbá az exportból származó árbevételveti össze az értékesítésből származó teljes árbevétellel, valamint a személyi jellegű ráfordításokat az üzemi-üzleti eredmény ráfordításaival. A Jövedelmezőségen belül további öt pénzügyi mutatószámot vizsgált a szerző, a ROE és ROA mutatókon kívül az adózás előtti eredmény és a saját tőke, a bruttó hozzáadott érték és a személyi jellegű ráfordítások, valamint az adózás előtti eredmény és az értékesítés nettó árbevételének hányadosát számította ki Katona Klára (Katona, 2007: 115-132. In: Botos–Katona, 2007: 121-127.).

A Somogyi Márta által javasolt vállalati versenyképesség definícióból szintén az következik, hogy pénzügyi szempontból az árbevétel, az adózott eredmény, az üzemi/üzleti tevékenység eredménye, az operatív cash flow valamint a befektetési cash flow alakulásának vizsgálatával lehet egy vállalat versenyképességét elemezni. Somogyi Márta szerint ugyanis egy versenyképes vállalat ismérvei a következők: versenyképes terméket állít elő vagy értékesít, tartósan nyereséget tud elérni, meg tudja tartani vagy növelni tudja piaci részesedését, mind a külső, mind a belső változásokra képes reagálni, megfelelő erőforrásokkal rendelkezik piaci pozíciója megtartásához vagy erősítéséhez, alkalmas a nemzetköziesedésre, valamint képes a jövőben is reagálni a változásokra, illetve megtartani piaci pozícióját (Somogyi, 2009b: 50.).

Somogyi Márta a versenyképességi definíciók megalkotása mellett szükségét érezte egy olyan modell kifejlesztésének is, mellyel a vállalati versenyképesség mérhető. Ezt a modellt 2009-es PhD értekezésében mutatta be részletesen. A modell kidolgozását többek között azzal indokolta a szerző, hogy a korábban megalkotott modellek csak vizsgálják a versenyképességet, ugyanakkor nem alkalmasak annak számszerűsítésére, amelyre Somogyi szerint nagy szükség lenne. Emellett napjainkban nagyon felgyorsultak a változások, megváltoztak a gazdaság feltételei, felgyorsultak a gazdasági folyamatok, a gazdasági szereplők összefonódása pedig sokkal erősebbé vált (Somogyi, 2009c: 68.).

Somogyi Márta az általa megalkotott versenyképes vállalat definícióban fellelhető kulcstényezőket az index modellben elemekre bontotta, melyek közül az egyik kiemelten fontos, hogy a vállalat nyereséges legyen, melyeket pénzügyi alapadatokkal, és az ezekből képzett jövedelmezőségi, eredményességi, hatékonysági mutatószámokkal lehet mérni a szerző szerint. A piaci részesedés is a versenyképesség egyik fokmérője az index modell

alapján csak úgy, mint a változásokra való reagálás, melyet a K+F tevékenységgel lehet többek között számszerűsíteni (Somogyi, 2009c: 81-82.).

Somogyi Márton kívül számos külföldi szerző is foglalkozott a vállalati versenyképesség mérésével.

Hatzichronoglou például a vállalati versenyképesség mérésének gyakorlatában bevettnek tekinti a piaci részesedés meghatározását, illetve alakulásának vizsgálatát. Úgy gondolja, nemcsak a kutatók, szakértők tekintik ezt az adatot a versenyképesség fokmérőjének, hanem maguk a vállalatok is közvetlen kapcsolatot véltek felfedezni versenyképességük és piaci részesedésük alakulása között (Hatzichronoglou, 1996: 25.).

Depperu és Cerrato a vállalatok nemzetközi versenyképességének mérésére kidolgozott eljárás során a nemzetközi piaci részesedést, a teljes értékesítési árbevétel export részét, valamint a külföldi befektetésekre kalkulált ROI és ROA mutatókat tekintik fontosnak (Depperu–Cerrato, 2005: 21.).

Danbo Guo cikke alapján egy vállalat versenyképességéhez elengedhetetlen a termelékenység magas foka, valamint a magas nyereség vagy a nagy piaci részesedés. Ugyanakkor úgy gondolja, Kínában a legjelentősebb mutató, ami egy vállalat versenyképességét meghatározza, az a gazdaság jelenlegi állapotának megfelelően az innovációs tevékenység (Guo, 2008).

Bhatnagar, Garg és Rana az indiai gyógyszeripari vállalatok versenyképességét kilenc mutatószám segítségével számszerűsítette. Ezeket a mutatókat három kategóriába sorolták, melyek az Eszközök, a Folyamatok és a Teljesítmény voltak. Az Eszközök között vizsgálták az alkalmazottak számát, a K+F beruházásokat, és az összes eszköz nagyságrendjét. A Folyamatok kategórián belül az értékesítés százalékában meghatározott K+F tevékenység, a termelékenység és a növekedési ráta voltak a kiválasztott mutatószámok. Míg a Teljesítményen belül számszerűsítették a nettó árbevételt, a P/E rátát, valamint az eszközarányos megtérülést (ROA) (Bhatnagar et al., 2009).

Andrea M. Herrmann a versenystratégiák eredményességét és az intézményi háttér kapcsolatát vizsgálta, mely során hetvenhárom gyógyszeripari vállalatról gyűjtött adatokat, melyek az Egyesült Királyságban, Olaszországban és Németországban tevékenykednek. Azt, hogy a vállalatok a kiválasztott stratégiájukkal mennyire voltak képesek helyt állni a versenyben, pénzügyi mutatókkal azonosította a szerző, ugyanis összehasonlította a vállalatok következő adatait: a tőkeberuházások megtérülését, a saját

tőke arányos nyereséget, az árbevétel arányos nyereséget, a likviditási gyorsrátát, valamint az adósság/összes eszköz mutatót (Herrmann, 2008: 135-139.).

András és Juhász (2005: 7.) alapján a teljesítményértékelés is elengedhetetlen a versenyképesség vizsgálatához, amelyet a likviditási, eladósodottsági mutatókkal érdemes megtenni, valamint a forgótőke menedzsment hatékonyságának elemzésével a pénzcikluson keresztül. A jövedelemtermelő képesség elemzésére pedig a már fentebb említett Molnár (2006: 21.) valamint András és Juhász (2005: 7.) alapján a vállalati szabad cash flow (FCFF) vizsgálatán keresztül van lehetőség.

A pénzügyi mutatók alkalmazását a versenyképességi elemzésekben az előbb említett hazai és nemzetközi forrásokon kívül a pénzügyi mutatók általános jellemzése is alátámasztja. Fazakas et al. (2003) alapján ugyanis a vállalatok gazdálkodásának, pénzügyi helyzetének fő jellemzőit a vállalat múltbeli tevékenységének elemzésével lehet azonosítani. A tevékenység értékelése különféle módszerekkel történhet, ugyanakkor minden eljárás eleget kell hogy tegyen bizonyos követelményeknek. Nagyon fontos, hogy azon adatok tartalma, amelyekre az elemzés épül, minden vizsgálatba bevont vállalatnál és minden elemzést végző szakembernél ha nem is megegyezzen, de legalább azonos elvek alapján kerüljön összeállításra. Elengedhetetlen, hogy az elemzések módszertana legalább nagyon hasonló legyen, de természetesen ideális esetben a módszertanok megegyezzenek. Az utolsó követelmény pedig, hogy a különböző elemzők a különböző vállalatoknál ugyanolyan módon értelmezzék a kapott eredményeket. A vállalatok pénzügyi teljesítményének az elemzésére mind a hazai, mind a nemzetközi gyakorlatban leggyakrabban a különféle pénzügyi mutatószámokat használják. Éppen ezért jelen kutatásban is ezeket alkalmaztam a tejipari vállalatok pénzügyi teljesítményének feltárására.

Bár van a mutatószámokon alapuló elemzésnek több korlátja, illetve hibája is, előnyei miatt mégis ezt a módszert preferálják a szakértők. A korlátok között kell megemlíteni a számviteli politika, illetve az alkalmazott eljárások eltéréseit, azt, hogy kérdéses a számviteli adatok rövid távú megbízhatósága, a mutatók kiszámításában rejlő módszertani különbségeket, valamint az egyes mutatók kiragadott értékeinek az elemzését. Érdemes az előnyeit is kiemelni, például hogy a mutatószámokon alapuló elemzés nagyon jól használható a versenytársak teljesítményének az összehasonlítására, alkalmas egyúttal a gazdálkodás dinamikus vizsgálatára is, képes viszonylag korán előrejelezni a lehetséges problémák felmerülését, valamint segítségével tömör formában

lehet nagy mennyiségű információt közölni. A mutatószámokat az elemzés szempontja szerint szokás csoportosítani, e szerint pedig vannak jövedelmezőségi, hatékonysági, likviditási, eladósodottsági és piaci mutatószámok (Fazakas et al., 2003: 523-527.). A mutatók tartalmára és kiszámítási módjukra az Anyag és módszer részben térek ki részletesebben.

### 3. ANYAG ÉS MÓDSZER

#### 3.1. A VIZSGÁLATBAN RÉSZT VEVŐ VÁLLALATOK

A tejipari vállalatok magas koncentrációja, valamint a piaci verseny erőssége, amelyek indokul szolgáltak az elemzés elvégzéséhez, a dolgozatban használt vállalati minta alapján jól szemléltethető. Az Opten céginformációs adatbázist alapul véve megállapítható, hogy jelenleg Magyarországon 116 „tejtermék gyártása” főtevékenységgel rendelkező vállalat van. A 116 vállalatból 12 nemrég kezdte tevékenységét, ezért még nem készítettek és töltöttek fel éves beszámolót. A fennmaradó 104 vállalat közül mindössze 20 rendelkezik 100 millió forint feletti jegyzett tőkével, és csupán 15 vállalatnak (tehát a teljes minta 14%-ának!) van 250 millió forint feletti jegyzett tőkéje. Ez már önmagában véve is mutatja a koncentrátságot, de érdemes az árbevétel szintet is megvizsgálni. A tejipari vállalatok teljes 2011-es árbevétele összesen 218 milliárd forint. Az alaptőkét és a 2011-es árbevétel szintet együttesen vizsgálva megfigyelhető az is, hogy az előbbi 15 vállalat teljes árbevétel szintje 178 milliárd forint, ami a tejipari összes árbevétel 81%-a. Az elemzés tárgyául nemcsak a jegyzett tőke és az árbevétel együttes figyelembevételével választottam ki a vállalatokat, hanem arra is törekedtem, hogy az összes elemzésbe bevont vállalat termékpalettája széleskörű legyen, tehát megtalálhatóak legyenek benne mind sajtók, joghurt-féleségek, túró, tej, stb. Ez alapján a három szempont alapján választottam ki a következő hét tejipari vállalatot: Friesland Campina Hungária Kereskedelmi és Termelő Zrt., Sole-Mizo Tejterméket Gyártó, Forgalmazó és Szolgáltató Zrt., Nádudvari Élelmiszer Feldolgozó És Kereskedelmi Kft., Pannontej Tejtermékgyártó és Kereskedelmi Zrt., Tolnatej Tolna Megyei Tejipari Zrt., Minna Tejipari Zrt., Naszálytej Tejfeldolgozó és Kereskedelmi Zrt. Ezeknek a vállalatoknak az összes árbevétele 2011-ben 120 milliárd forint volt. A kiválasztott vállalatok árbevétele a 250 millió forint jegyzett tőkéjű tejipari vállalatok együttes árbevételének 67% -át, a teljes tejipar árbevételének pedig 55%-át teszi ki. Ebből következően igazolást nyert a piaci koncentráció magas foka, ami erős piaci versenyt okoz, vagyis valóban indokolt ezen vállalatok pénzügyi mutatókon alapuló és általános versenyképességi elemzése is. Vannak még magas árbevételű, 250 millió forint feletti jegyzett tőkéjű vállalatok (mint például a Danone Tejtermék Gyártó és Forgalmazó Kft.), de a többi ilyen paraméterrel rendelkező vállalat termékpalettája nem olyan széles, mint a kutatásba bevont vállalatoké. A példaként említett Danone a joghurtok piacára koncentrál, ugyanakkor nem gyárt tejet, illetve sajtokat sem. Éppen ezért ezeket a

vállalatokat (bár jelentősen hozzájárulnak a tejipari ágazat árbevételéhez) nem lehet egymással, és az elemzésbe bevont vállalatokkal sem összehasonlítani, hiszen eltérő részpiacokon tevékenykednek. Kutatásom vállalati mintája tehát a 2011-es árbevétel szint alapján vezető, és nagyjából teljesen diverzifikált termékpalettával rendelkező hét tejipari vállalat.

### **3.2. AZ ELEMZÉS MÓDSZERTANA**

A versenyképességi piaci pozíció vizsgálatát pénzügyi mutatószámokkal végeztem el, majd a versenyképességi definíció kritériumait is pénzügyi szemléletben elemeztem a megfelelő alapadatok segítségével. A versenyképesség és a pénzügyi mutatószámok kapcsolatát és összefüggéseit alátámasztják a szakirodalmi áttekintésben ismertetett források is. A mutatószámok meghatározása után iparági átlagokat képeztem egyszerű számtani átlagok számításával, hogy legyen viszonyítási alapom az értékeléshez. Ezután kialakítottam a saját elemzési keretemet, melynek megalkotása során támaszkodtam a Rózsa (2011. In: Rózsa et al., 2011) vizsgálat eredményeire, és ez alapján határoztam meg az elemzés során használt pénzügyi mutatószámokat. Majd kiválasztottam azokat a mutatókat, amelyeket a végső értékeléshez használtam. Az eredmény ezután úgy született meg, hogy a technikai iparági számtani átlaghoz képest jobbnak vagy rosszabbnak minősítettem a vállalatokat, és ezeket az értékeléseket összegeztem. A versenyképességi definíció alapján ugyanígy jártam el, a szakirodalmi források alapján határoztam meg azokat a pénzügyi alapadatokat, melyek a legjobban kifejezik a definíció kritériumait.

A likviditási mutatók arra adnak választ, mennyire képes a vállalat eleget tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek. Ennek vizsgálata különösen fontos, hiszen a fizetőképesség minden vállalat esetében alapvető feltétele a túlélésnek. A fizetőképesség függ egyrészt a vállalat fizetési kötelezettségeinek nagyságától, másrészt a vállalat rövid idő alatt készpénzzé konvertálható eszközeinek nagyságától. A likviditást időpontra vonatkoztatva vizsgáljuk, mivel a mérlegben szereplő rövid lejáratú kötelezettségek és forgóeszközök felhasználásával számítjuk ki a fizetőképességet jellemző mutatószámokat (Katits, 2002: 76.).

Az általános likviditási mutatót a tárgyévi forgóeszközök együttes értékének és a rövid lejáratú kötelezettségeknek a hányadosaként határozzuk meg (Béhm, 1997: 25.).

Általában akkor szokták jónak tekinteni a mutató értékét, ha a forgóeszközök értéke kétszer-háromszor akkora, mint a rövid lejáratú kötelezettségeké (Fazakas, 2001: 97.).

Az általános likviditási mutató értéke 1 alatt semmiképpen sem lehet, mert az komoly gondokat jelez, hiszen azt jelenti, hogy az egy éven belül esedékessé váló kötelezettségek meghaladják az egy éven belül készpénzzé konvertálható eszközök értékét. A túl magas érték sem kedvező, hiszen ha egy vállalatnak a szükségesnél jóval magasabb forgóeszköz állománya van, az csökkenti ezen eszközök hozamát. Ami azért is kritikus, mert a forgóeszközök hozama általában véve is a befektetett eszközök hozama alatt marad. Ugyanakkor az alacsony rövid lejáratú kötelezettség állomány is okozhatja az általános likviditási mutató magas értékét, ami viszont a behajtási politika hatékonyságát jelzi. A megengedettnél alacsonyabb érték sem jelent feltétlenül likviditási gondokat, hiszen megtörténhet, hogy a vállalat piaci pozíciója lehetővé teszi, hogy magas szállító- és alacsony vevőállománnyal rendelkezzen. Minden mutató esetében igaz az, hogy a számszerű értékek mellett mindig figyelembe kell venni az adott vállalatra vonatkozó sajátosságokat is (Fazakas et al., 2003: 559–560.).

A gyors likviditási mutató kiszámításához a forgóeszközök értékéből ki kell vonni a legkevesbé likvid eszközök, vagyis a készletek értékét, majd ezt a különbséget kell elosztani a rövid lejáratú kötelezettségek értékével (Béhm, 1997: 25.).

Abban az esetben nem kell a mutató értékének meghaladnia az 1-es értéket, ha az adott vállalkozás üzletmenete jónak mondható, vagyis nincsenek problémái készletei értékesítésével. (Fazakas et al., 2003: 560)

Az azonnali likviditás, amelyet pénzhányadnak/készpénzhányadnak is neveznek, a leglikvidebb eszközök értékének és a rövid lejáratú kötelezettségeknek a hányadosa. Ebben a mutatóban az értékpapírok és a pénzeszközök összege szerepel a számlálóban, hiszen a vállalatok életében ezek azok, amelyeket a legegyszerűbb készpénzzé konvertálni. Azt szokták mondani, hogy az egy körüli érték már nagy biztonságot jelent, ugyanakkor az eszközök nagy likviditására tekintettel, gyakran kell ellenőrizni a mutató értékét, hiszen az értékpapírok és a pénzeszközök is gyorsan kivonhatók a vállalatból (Fazakas, 2001: 97-98.).

Ugyanakkor felesleges a mutató értékét egy körül tartani, amennyiben a követelések könnyen beszédhetőek, és/vagy a készleteknek jó a megtérülése. A túlságosan magas érték veszélyt jelez, hiszen azt jelenti, hogy túlzottan nagy azon eszközök aránya, amelyeket a vállalat nem fektet be, így azok nem hoznak megfelelő hozamot (Fazakas et al., 2003: 560.).

A hosszú távú fizetőképesség vizsgálatára két mutatót alkalmaztam dolgozatomban, melyek közül az adósság/összes eszköz hányados az egyik. A mutató kiszámításakor az összes idegen forrást (beleértve a rövid és hosszú lejáratúakat is) kell elosztani az összes eszközzel. Ez a mutató azt fejezi ki, hogy a vállalati vagyon hány százalékát fedezik idegen források felhasználásával. A vállalat tulajdonosai időnként preferálják a magasabb értékeket, mivel ez javítja az elérhető hozamot a tőkeáttétel révén. Ez a pozitív hatás viszont csak prosperáló gazdasági körülmények között érvényesül, stagnáló vagy hanyatló gazdasági helyzetben a tulajdonosok a kisebb hitelállományt szorgalmazzák (Bélyácz, 2007: 79.).

Az adósság/saját tőke arány kifejezéséhez az összes kötelezettség és a saját tőke értékének hányadosát kell kiszámítani. A mutató azt fejezi ki, az idegen tőke hányszorosa a saját tőkének. Azoknál a vállalatoknál, ahol a működésben ciklikusság figyelhető meg, vagyis egyes periódusokban magasabb az árbevétel, míg egyes periódusokban alacsonyabb, vagy alig van pénzbeáramlás. Ezeknél a vállalatoknál az adósság/saját tőke értékét alacsonyabban kell tartani, mint a kiegyensúlyozott működésű vállalatok esetében (Tarnóczi – Soenen, 1995: 116–117.).

A dinamikus likviditási fok a cash flow alapú mutatók közé tartozik, és a vállalat által elért működési pénzeszköz állományt (vagyis a működési cash flow-t) hasonlítja a rövid lejáratú kötelezettségekhez. Ebből a mutatóból megtudhatjuk, az egy éven belül esedékes kötelezettségek hány százalékát fedezi a vállalat által egy év alatt elért működési pénzeszköz állomány. Az operatív cash flow-t a vállalat alaptevékenységével éri el, ezért érdemes ezt a kategóriát felhasználni a mutató értékének kiszámításához (Katits, 2002: 91.).

A dinamikus eladósodottsági mutató értékéhez szintén az operatív cash flow-t kell felhasználni, ennek értékét kell elosztani az összes kötelezettségállomány nagyságával. Ebből a mutatóból az derül ki, hogy a vállalat által a főtevékenység segítségével egy év alatt generált pénzáram az összes adott évben fennálló (rövid és hosszú lejáratú) kötelezettség hány százalékát fedezi (Katits, 2002: 90.).

Az adósságtörlesztési erő tulajdonképpen a dinamikus eladósodottság reciproka, hiszen ennél a mutatónál az összes kötelezettségállomány értékét osztjuk az operatív cash flow-val. Ez a mutató kifejezi, hogy az operatív cash flow értékének változatlansága mellett hány év alatt lenne képes az adott vállalat a tárgyévben fennálló kötelezettségeit kiegyenlíteni (Katits, 2002: 90.).

Az előzőekben bemutatott működési cash flow alapú mutatók többlet tartalommal bírnak a mérleg alapú likviditási és eladósodottsági mutatókhoz képest, mert nem időpontra vonatkozó adatokból számítjuk őket, hanem a MCF által egy adott időszakban képződő effektív pénzállomány értékét viszonyítjuk fizetési kötelezettségeinkhez. Éppen ezért ennél a mutató csoportnál mindig fontos szempont az, hogy megerősítik-e vagy felülírják-e a mérleg alapú elemzés eredményeit.

A következő szempont a forgótőke menedzsment hatékonyságának elemzése, mely a működési ciklus és a pénzciklus vizsgálatán alapul. Ezen mutatók elemzése szintén többlet tartalommal bír a mérleg alapú elemzéshez képest.

Egy termelő vállalat leegyszerűsítve úgy működik, hogy a rendelkezésére álló pénzért alapanyagot vásárol, amelynek segítségével előállítja a készterméket, aminek az értékesítéséből ismét pénzt szerez. A működési ciklus ezt a három folyamatot foglalja magában, és két fő részre szokták bontani: a készletezési időszakra és a követelések behajtási idejére. A készletezési időszak az anyagvásárlástól a késztermék előállításáig tart, vagyis az az időszak, amely alatt a nyersanyag késztermékké alakul át. A követelések behajtási ideje, vagyis a beszédési időszak a késztermék értékesítésétől az áru ellenértékének beérkezéséig tart. Ebből következően a működési ciklus az anyagvásárlástól addig tart, ameddig a késztermék ellenértéke a vállalat számláján vagy pénztárában meg nem jelenik. A működési ciklus alatt a forgóeszközök alakja meglehetősen változatos, hiszen a ciklus elején ezek az eszközök pénzforgásban vannak jelen, majd anyagokká alakulnak, melyekből később késztermék lesz, értékesítés után pedig már követelés formában lesznek jelen, amelyek behajtása után ismét pénzhez jut a vállalat. A folyamatos működés fenntartásához arra van szükség, hogy ez a körforgás bizonyos időközönként ismétlődjön (Illés, 1998: 272-275.).

A folyamatos működés elengedhetetlen feltétele, hogy a működési ciklusban megjelenő forgóeszközök egymás mellett egyidejűleg létezzenek a gazdasági döntések és a termelés jellegének függvényében, vagyis ezek a forgóeszközök folyamatosan legyenek kötve (Pupos et al., 2010 : 496.).

A pénzciklus azon napok száma, amelyek eltelnek a készleteinkért történő fizetés és az általunk értékesített áru ellenértékének beérkezése között. Tehát tulajdonképpen úgy számíthatjuk ki, ha a működési ciklus időtartamából kivonjuk a tartozási időszak hosszát, vagyis azon napok számát, ameddig nem fizettünk a megvásárolt készleteinkért. A számítási módból is kitűnik, hogy a pénzciklus akkor növekszik például, amikor a

készletezési és/vagy beszedési időszak hosszabb lesz, és akkor csökken, amikor mondjuk a vállalat képes meghosszabbítani a tartozási időszakot (Ross et al., 1993: 595., 600.).

A működési ciklus és a pénzciklus esetében is az a vállalatok célja, hogy az adott iparági jellegzetességekhez igazodva a lehető legkisebb szinten tartsák úgy, hogy ezzel ne veszítsenek piaci részesedésükből. A működési ciklus tartalmából adódóan a készletforgási és a követelésforgási sebesség vizsgálata szükséges az MC meghatározásához, vagyis a termelés és a vevőkapcsolatok hatékonyságát szükséges megvizsgálni. A pénzciklus esetében ezt még ki kell egészíteni a szállítói kötelezettségek fizetési rendjéhez kapcsolódó tartozás forgási sebesség elemzésével is. Ez a mutató a likviditási elemzésekhez szolgáltat többlet információt.

A forgási sebesség mutatók kiszámítási módja megegyezik, mindegyik esetében az éves nettó árbevétel kell osztani a mutató nevében szereplő eszközkategória átlagos értékével Bélyácz (1999: 42.) alapján. Pálinkó–Szabó (2006: 366.) szerint a mutató számításakor az értékesítési árbevétel helyett használhatjuk az anyagjellegű ráfordítások adott évi értékét is, amely az összköltségeljárással készülő eredménykimutatásban jelenik meg.

Ez a mutató megmutatja, a vállalat adott üzleti évben hányszor tudta készpénzre váltani, azaz értékesíteni a készleteit. Ebből adódóan a mutató értéke akkor kedvező, ha magasabb. Ugyanakkor a túlságosan magas érték is problémákat jelez, hiszen adódhat ez az érték akár a túl alacsony készletállományból is, amely idővel piacvesztést vonhat maga után. A túl alacsony érték általában eladatlan tételeket jelez, amelyek szintén rontják a hatékonyságot. Ezért itt is érdemes a hasonló jellemzőkkel bíró versenytársak értékeivel összevetni a kapott értékeket, illetve az adott vállalaton belüli fejlődési tendenciákat figyelemmel kísérni (Fazakas et al., 2003: 541-542.).

Pálinkó–Szabó (2006: 367.) szerint a követelések forgási sebessége azt fejezi ki, egy éven belül hányszor válik pénzeszközzé a keletkezett követelés, vagyis a magasabb érték a kedvezőbb. Az alacsony érték jelentheti a vállalat vevőinek rossz fizetési hajlandóságát, a vállalat túl engedékeny hitelpolitikáját, vagy a nem eléggé hatékony behajtási politikát. (Pálinkó–Szabó, 2006: 367.) Fazakas et al. (2003: 544.) szerint azonban a magas érték sem feltétlenül jó, hiszen adódhat abból is, hogy a vállalat túlságosan szoros fizetési feltételeket érvényesít, amely a későbbiekben akár piacvesztéssel is járhat (Fazakas et al., 2003 : 544.).

A tartozások/szállítók forgási ideje esetében előző két forgási sebességtől eltérően az alacsonyabb érték a kedvező. A magas forgási sebesség azt jelzi, hogy a vállalatot feszes fizetési fegyelemre kényszerítik a szállítók, míg alacsony érték esetén a vállalatnak nagyobb beleszólása van a fizetési határidőkbe. Érdemes összevetni egy vállalat tartozás- és a követelésforgási sebességét, ha ugyanis az előbbi magasabb, akkor a vállalat nem tudja követeléseit tartozásainak segítségével finanszírozni, és ez negatív helyzetet, problémákat jelez, illetve eredményez hosszú távon (Fazakas et al., 2003: 545–547.).

Az átlagos állományoknál az összes mutató esetében az előző és a tárgyévi adatok egyszerű számtani átlagát vettem, a szokásos gyakorlatnak megfelelően.

A jövedelmezőségi mutatókhoz tartozik az árbevétel arányos nyereség (ROS), az eszköz arányos nyereség (ROA) és a saját tőke arányos nyereség (ROE) (Katits, 2002: 81.).

Az árbevétel arányos nyereség (ROS), vagy marginális nyereség mutató az adott évi adózott eredmény és a tárgyévi nettó árbevétel hányadosa (Fazakas–Kovács, 2006: 9.).

Az árbevétel arányos nyereség azt mutatja meg, hogy egy forintnyi értékesítés mekkora működési eredményt generál. Hasonlóan a többi mutatóhoz, itt is a versenytársak értékeivel való összevetés a célszerű, illetve annak a vizsgálata, hogyan alakul a mutató a vállalatnál évről évre (Bodie et al., 2005: 713.).

Az eszköz arányos nyereség (ROA) kiszámításához el kell osztanunk az adózott eredményt az összes eszköz mérlegben szereplő értékével. A ROA értéke mutatja meg, hogy az összes eszközállomány hány százalékát érte el tárgyévben az adott vállalat profitként adózás után (Katits, 2002: 81.).

A magas érték nem garantálja a stabil működést, és az alacsony érték sem jelenti feltétlenül azt, hogy érdekesebb lenne az eszközöket máshol hasznosítani. Ezen mutató esetében is érdemes a tendenciára összpontosítani, hogy a vállalat folyamatosan képes legyen fenntartani/javítani teljesítményét. (Brealey–Myers, 2005: 883)

A saját tőke arányos nyereség (ROE) kiszámításához a tárgyévi adózott eredmény és a saját tőke értékének hányadosát kell meghatározni. A ROA értelmezéséhez hasonlóan ez a mutató arról tájékoztat, hogy a saját tőke hány százaléka képződött adott évben nyereségként a vállalatnál az adófizetés után (Katits, 2002: 83.).

A CROS (árbevétel arányos pénzjövedelem), CROA (eszközarányos készpénzalapú jövedelmezőség) és CROE (saját tőke arányos készpénzalapú jövedelmezőség) mutatók hasonlóak a jövedelmezőségi mutatókhoz, ellenben itt nem az adózott eredményt

használjuk a számlálóban, hanem az operatív cash flow-t, éppen ezért tartoznak ezek a mutatók a készpénzalapú jövedelmezőségi mutatók közé. A nevezőben pedig minden esetben a mutató nevében szereplő mérlegtételt szerepeltetjük. A CROA ennek értelmében azt jelzi, hogy az összes eszközérték hány százaléka generál pénzáramot a vizsgált évben/években, míg a CROE azt, hogy a saját tőke hány százaléka képződött pénzáramként tárgyévben az adott vállalatnál (Katits, 2002: 91.).

A CROS megmutatja, hogy az adott évi árbevétel mekkora része okozott a vállalatnál pénzüsszegnövekedést (Béhm, 1997: 92.).

Összességében véve elmondható, hogy a fentiekben hivatkozott tankönyveken kívül hasonló vizsgálati, pénzügyi mutatószámokon alapuló elemzési rendszereket mutatnak be a következő szakirodalmak is: Preve–Sarria–Allende (2010), Gallinger–Healey (1991).

## 4. EREDMÉNYEK ÉS AZOK ÉRTÉKELÉSE

### 4.1. A VÁLLALATOK PÉNZÜGYI MUTATÓSZÁMOKON ALAPULÓ ÉRTÉKELÉSE

A hét tejipari vállalat, vagyis a Friesland, a Sole–Mizo, a Tolnatej, a Nádudvari, a Pannontej, a Minna, és a Naszálytej beszámolóiból összegyűjtött adatok alapján értékeltem a vállalatok teljesítményét pénzügyi mutatók segítségével. Az Anyag és módszer részben ismertetett mutatószámokat használtam az elemzéshez, és a kiszámított adatok alapján „+” , „-” és „/” jelzésekkel értékeltem a vállalatokat. „+” jelzést az a vállalat kapott az adott évben az adott mutató kapcsán, amelyik az átlag felett teljesített, „-” jelzést az, amelyik az átlag alatt teljesített, „/” jelzéssel pedig azokat a vállalatokat értékeltem, amelyek az átlagnak megfelelő értékkel rendelkeztek. Az átlag egy technikai iparági átlagot jelent, melyet viszonyítási alapként használtam az értékeléshez. Az átlagot a vállalatok adatainak/mutatóinak egyszerű számtani átlaga segítségével határoztam meg őket, illetve bizonyos mutatók esetében a nagyon kirívó értékeket kihagytam az átlagszámításból. Az egyszerű számtani átlag jól használható ilyen technikai átlagként, amelynek nincs gazdasági tartalma, csak egyfajta viszonyítási alapként szolgál.

Az összes kiszámított mutató értékét a Mellékletben található táblázatokban tüntettem fel, mivel a szövegben a terjedelem miatt zavaró lett volna, így ebbe a részbe csak a leglényegesebb adatokat illesztettem be.

Az *1. táblázatban* a kiszámított iparági átlagokat soroltam fel minden mutató esetében, hogy szemléletesebb legyen, mihez képest kapott „+” vagy „-” értékelést az adott vállalat.

**6. táblázat: A pénzügyi mutatók iparági átlagainak alakulása 2008 és 2011 között**

| MUTATÓK                             | IPARÁGI ÁTLAGOK |           |          |            |
|-------------------------------------|-----------------|-----------|----------|------------|
|                                     | 2008            | 2009      | 2010     | 2011       |
| <i>Rövid távú fizetőképesség</i>    |                 |           |          |            |
| 1. Általános likviditás             | 3,54            | 2,58      | 2,20     | 2,17       |
| 2. Gyors likviditás                 | 2,76            | 2,12      | 1,67     | 1,59       |
| 3. Azonnali likviditás              | 1,07            | 1,11      | 0,84     | 0,77       |
| <i>Hosszú távú fizetőképesség</i>   |                 |           |          |            |
| 1. Adósság / összes eszköz          | 0,44            | 0,49      | 0,59     | 0,67       |
| <i>Finanszírozási erő</i>           |                 |           |          |            |
| 1. Dinamikus likviditási fok        | 0,47            | 0,44      | 0,17     | 0,18       |
| 2. Dinamikus eladósodottsági fok    | 0,33            | 0,34      | 0,14     | 0,16       |
| <i>Pénzciklus</i>                   |                 |           |          |            |
| 1. Pénzciklus (nap)                 |                 | 28,64     | 24,40    | 20,40      |
| <i>Jövedelmezőségi mutatók</i>      |                 |           |          |            |
| 1. Adózott eredmény (e Ft)          | -780 034        | -776 855  | -992 037 | -1 025 844 |
| 2. ROE                              | -4,52%          | -12,01%   | -108,47% | 8,59%      |
| <i>Készpénzalapú jövedelmezőség</i> |                 |           |          |            |
| 1. OCF (e Ft)                       | 1 018 173       | 1 017 671 | 108 895  | 49 479     |
| 2. CROE                             | 34,03%          | 21,98%    | 17,71%   | -2,76%     |

Forrás: saját szerkesztés

A következő két táblázatban pedig a vállalatok értékelését tüntettem fel külön- külön mutatónként és mutatócsoportonként az egyes vizsgált években, a táblázat utolsó két sorában pedig az összegző értékelés jelenik meg.

7. táblázat: A vállalatok értékelése (1)

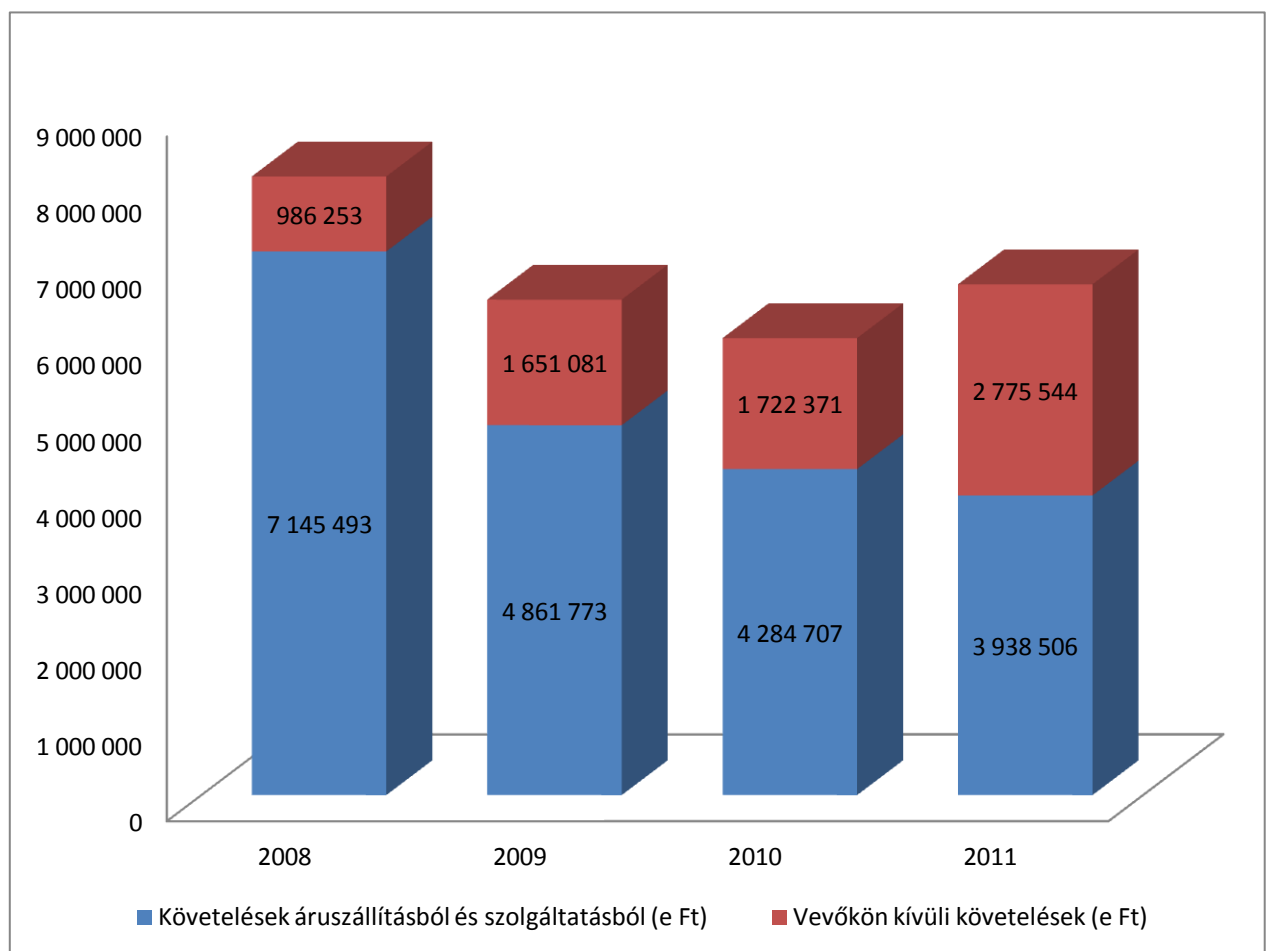
| MUTATÓK                                 | SOLE MIZO |      |      |      | FRIESLAND |      |      |      | TOLNATEJ |      |      |      | NÁDUDVARI |      |      |      |
|-----------------------------------------|-----------|------|------|------|-----------|------|------|------|----------|------|------|------|-----------|------|------|------|
|                                         | 2008      | 2009 | 2010 | 2011 | 2008      | 2009 | 2010 | 2011 | 2008     | 2009 | 2010 | 2011 | 2008      | 2009 | 2010 | 2011 |
| <i>Rövid távú fizetőképesség</i>        | -         | -    | -    | -    | +         | +    | +    | +    | +        | +    | +    | +    | -         | -    | -    | -    |
| <i>1. Általános likviditás</i>          | -         | -    | -    | -    | /         | +    | +    | +    | +        | +    | +    | +    | -         | -    | -    | -    |
| <i>2. Gyors likviditás</i>              | -         | -    | -    | -    | +         | +    | +    | +    | +        | +    | +    | +    | -         | -    | -    | -    |
| <i>3. Azonnali likviditás</i>           | -         | -    | -    | -    | -         | -    | -    | -    | +        | +    | +    | +    | -         | -    | -    | -    |
| <i>Hosszú távú fizetőképesség</i>       | -         | -    | -    | -    | -         | -    | -    | -    | +        | +    | +    | +    | +         | /    | /    | -    |
| <i>1. Adósság / összes eszköz</i>       | -         | -    | -    | -    | -         | -    | -    | -    | +        | +    | +    | +    | +         | /    | /    | -    |
| <i>Finanszírozási erő</i>               | -         | -    | -    | -    | /         | -    | -    | -    | -        | +    | +    | -    | -         | -    | -    | -    |
| <i>1. Dinamikus likviditási fok</i>     | -         | -    | -    | -    | +         | -    | -    | -    | -        | +    | +    | -    | -         | -    | -    | -    |
| <i>2. Dinamikus eladósodottsági fok</i> | -         | -    | -    | -    | -         | -    | -    | -    | /        | +    | +    | -    | -         | -    | -    | -    |
| <i>Pénzciklus</i>                       |           | -    | -    | -    |           | -    | -    | -    |          | -    | -    | -    |           | -    | -    | -    |
| <i>1. Pénzciklus</i>                    |           | -    | -    | -    |           | -    | -    | -    |          | -    | -    | -    |           | -    | -    | -    |
| <i>Jövedelmezőségi mutatók</i>          | +         | -    | -    | /    | -         | -    | -    | /    | +        | +    | +    | +    | /         | /    | +    | /    |
| <i>1. Adózott eredmény</i>              | +         | -    | -    | +    | -         | -    | -    | -    | +        | +    | +    | +    | +         | +    | +    | +    |
| <i>2. ROE</i>                           | +         | -    | -    | -    | -         | -    | -    | +    | +        | +    | +    | +    | -         | -    | +    | -    |
| <i>Készpénzalapú jövedelmezőség</i>     | +         | +    | +    | -    | /         | -    | +    | /    | -        | +    | /    | +    | -         | -    | -    | +    |
| <i>1. OCF</i>                           | +         | +    | +    | -    | +         | /    | +    | +    | -        | +    | +    | +    | -         | -    | -    | +    |
| <i>2. CROE</i>                          | +         | +    | +    | -    | -         | -    | +    | -    | -        | /    | -    | +    | -         | -    | -    | +    |
| <i>Összegzés</i>                        | -         | -    | -    | -    | -         | -    | -    | -    | +        | +    | +    | +    | -         | -    | -    | -    |
| <i>Végső</i>                            | -         |      |      |      | -         |      |      |      | +        |      |      |      | -         |      |      |      |

**8. táblázat: A vállalatok értékelése (2)**

| MUTATÓK                                 | PANNONTEJ |      |      |      | MINNA |      |      |      | NASZÁLYTEJ |      |      |      |
|-----------------------------------------|-----------|------|------|------|-------|------|------|------|------------|------|------|------|
|                                         | 2008      | 2009 | 2010 | 2011 | 2008  | 2009 | 2010 | 2011 | 2008       | 2009 | 2010 | 2011 |
| <i>Rövid távú fizetőképesség</i>        | +         | +    | /    | /    | -     | -    | -    | -    | -          | -    | -    | -    |
| <i>1. Általános likviditás</i>          | +         | +    | +    | +    | -     | -    | -    | -    | -          | -    | -    | -    |
| <i>2. Gyors likviditás</i>              | +         | +    | /    | /    | -     | -    | -    | -    | -          | -    | -    | -    |
| <i>3. Azonnali likviditás</i>           | -         | -    | -    | -    | -     | -    | -    | -    | -          | -    | -    | -    |
| <i>Hosszú távú fizetőképesség</i>       | +         | +    | +    | +    | -     | -    | -    | -    | +          | +    | +    | +    |
| <i>1. Adósság / összes eszköz</i>       | +         | +    | +    | +    | -     | -    | -    | -    | +          | +    | +    | +    |
| <i>Finanszírozási erő</i>               | +         | +    | -    | +    | -     | -    | /    | -    | -          | -    | /    | -    |
| <i>1. Dinamikus likviditási fok</i>     | +         | +    | -    | +    | -     | -    | +    | -    | -          | -    | -    | -    |
| <i>2. Dinamikus eladósodottsági fok</i> | +         | +    | -    | +    | -     | -    | -    | -    | -          | -    | +    | -    |
| <i>Pénzciklus</i>                       |           | -    | -    | -    |       | +    | +    | +    |            | +    | +    | -    |
| <i>1. Pénzciklus</i>                    |           | -    | -    | -    |       | +    | +    | +    |            | +    | +    | -    |
| <i>Jövedelmezőségi mutatók</i>          | +         | +    | +    | /    | +     | +    | +    | /    | +          | +    | +    | /    |
| <i>1. Adózott eredmény</i>              | +         | +    | +    | +    | +     | +    | +    | +    | +          | +    | +    | +    |
| <i>2. ROE</i>                           | +         | +    | +    | -    | +     | +    | +    | -    | +          | +    | +    | -    |
| <i>Készpénzalapú jövedelmezőség</i>     | -         | +    | -    | +    | +     | -    | +    | +    | -          | -    | +    | -    |
| <i>1. OCF</i>                           | /         | +    | -    | +    | +     | -    | +    | +    | -          | -    | +    | -    |
| <i>2. CROE</i>                          | -         | /    | -    | +    | +     | -    | +    | +    | -          | -    | +    | -    |
| <i>Összegzés</i>                        | +         | +    | -    | +    | -     | -    | +    | -    | -          | /    | +    | -    |
| <i>Végső</i>                            | +         |      |      |      | -     |      |      |      | -          |      |      |      |

Forrás: saját szerkesztés

A Rövid távú fizetőképesség mutatóit vizsgáltam először, melyek közül a gyors likviditás fejezi ki leginkább a fizetőképességet, így kétes helyzetben az alapján döntöttem a végső értékelésről. Az iparági átlagok kiszámításánál a rendkívül kirívó értékeket nem vettem figyelembe, vagyis a Nádudvari és a Minna adatait valamennyi mutató esetében kihagytam, a Sole–Mizo és a Naszálytej pedig csak az azonnali likviditás iparági átlagánál maradt ki a számításból. Ahogy az a 2. és 3. táblázatban látható, a vállalatok közül vannak, amelyek mind a négy évben átlag alatt teljesítettek, vagyis a legrosszabb eredményt érték el (Sole–Mizo, Nádudvari, Minna, Naszálytej), és vannak, amelyek végig átlag feletti eredményt értek el (Friesland, Tolnatej). A Pannontej vegyesebb képet mutat, 2008-2009-ben átlag feletti, 2010-2011-ben átlagnak megfelelő értékelést kapott.



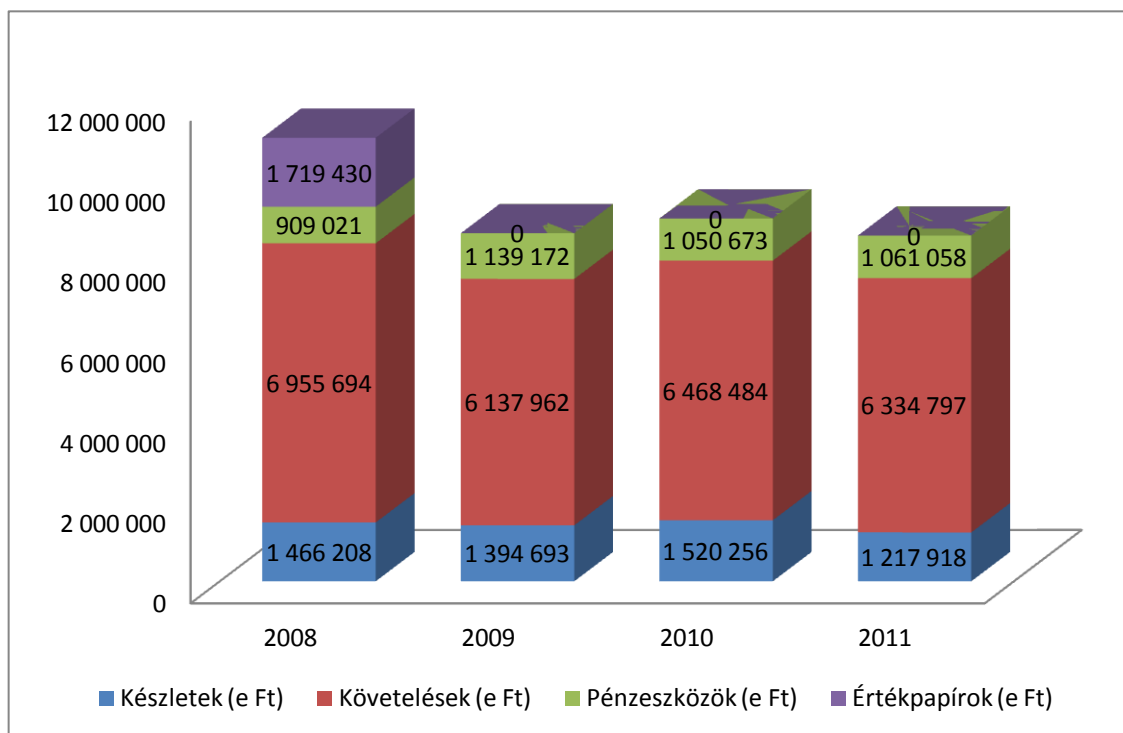
**1. ábra: A Sole–Mizo követeléseinek megoszlása 2008-2011-ben**

Forrás: saját szerkesztés, a Sole- Mizo 2008-2011-es éves beszámolója alapján

A Sole–Mizo 2. táblázatban látható átlag alatti teljesítményének az az oka, hogy a forgóeszközökhöz képest túl nagy a rövid lejáratú kötelezettségek állománya. Ezt csak

erősítette, hogy a követelések jelentősen (mintegy 20%-kal) csökkentek 2008-ról 2009-re, és bár a későbbiekben emelkedtek, de ez a növekedés annyira minimális volt, hogy nem tudta a likviditási mutatókat átlagnak megfelelő szintre emelni. A követeléseken belül érdekes a vevőkövetelések csökkenése, mivel az árbevétel mindössze 2–12% közötti csökkenést produkált egyik évről a másikra, ezzel szemben a vevőkövetelések 8–32%-os csökkenést mutattak. (1. ábra) Ezzel egyidejűleg a rövid lejáratú kötelezettségeken belül nem lehet ilyen egyértelmű tendenciát megfigyelni, hiszen azok 2008-ról 2009-re csökkentek, majd 2010-re nőttek, 2011-re pedig ismételen csökkentek. Vagyis a likviditás alakulásához hozzájárult mind az eszközoldal, mind a forrásoldal változása, de alapvetően a rövid lejáratú kötelezettségek forgóeszközökhöz viszonyított magas volumene az oka annak, hogy végig átlag alatti a likviditása a vállalatnak. A Nádudvari a Sole–Mizo-hoz hasonlóan végig minden mutató tekintetében átlag alatt teljesített (2. táblázat), köszönhetően annak, hogy a rövid lejáratú kötelezettségeinek 36–38%-os csökkenését nem tudta egyik forgóeszköz-kategória növelésével sem ellensúlyozni, különösen kritikus, hogy mind a vevők, mind a pénzeszközök folyamatosan csökkentek az évek során. A Nádudvari a többi vállalathoz képest különösen rossz likviditással rendelkezik, ezért az iparági átlag meghatározásakor minden likviditási mutatónál kihagytam a vállalatot. Mindkét vállalat esetében érdemes majd a pénzciklus vizsgálatánál megfigyelni, hogy vajon a vevői követelésállomány csökkenése a követelésforgási sebesség mutató növekedését eredményezte-e, vagyis hozzájárult-e a forgótőke menedzsment hatékonyságának javulásához.

A Naszálytej helyzete eltér az előbbi két vállalattól, itt megfigyelhető a forgóeszközök folyamatos növekedése, amelynek 10–35% közötti mértéke azonban a rövid lejáratú kötelezettségek 2009–2010 közötti megduplázódása alatt marad. A Minna esetében érdemes megemlíteni a forgóeszközökhöz képest jelentős rövid lejáratú kötelezettség állományt, a vevői követelésekkel nem tudják a szállítókkal szembeni tartozásaikat ellensúlyozni, utóbbiak arányaiban a kisebb csökkenések ellenére is magasak. Ez a likviditási mutatók szempontjából negatívum, ugyanakkor a későbbiekben látható lesz, hogy a pénzciklus vizsgálatánál kifejezetten előnyt jelent a vállalkozás számára. A Nádudvarihoz hasonlóan a kirívóan alacsony értékek miatt ezt a vállalatot is hagytam a technikai átlagok meghatározásakor.



**2. ábra: A Friesland forgóeszközeinek megoszlása a vizsgált négy évben**

Forrás: saját szerkesztés, a Friesland éves beszámolóí alapján

A Friesland likviditási mutatói (2. táblázat) mind a négy évben átlag fölöttiek voltak. Ennél a vállalatnál is megfigyelhető egy jelentős visszaesés a forgóeszközökben 2008 és 2009 között, amely 22%-os volt, és betudható annak, hogy a vállalat értékesítette a teljes értékpapír állományát, melyet 2011-ig nem pótol újabbakkal (2. ábra). Ennek ellenére a likviditási helyzetét átlag fölöttinek értékeltem, köszönhetően az általános és a gyors likviditás iparági átlaghoz mérten kedvező értékeinek.

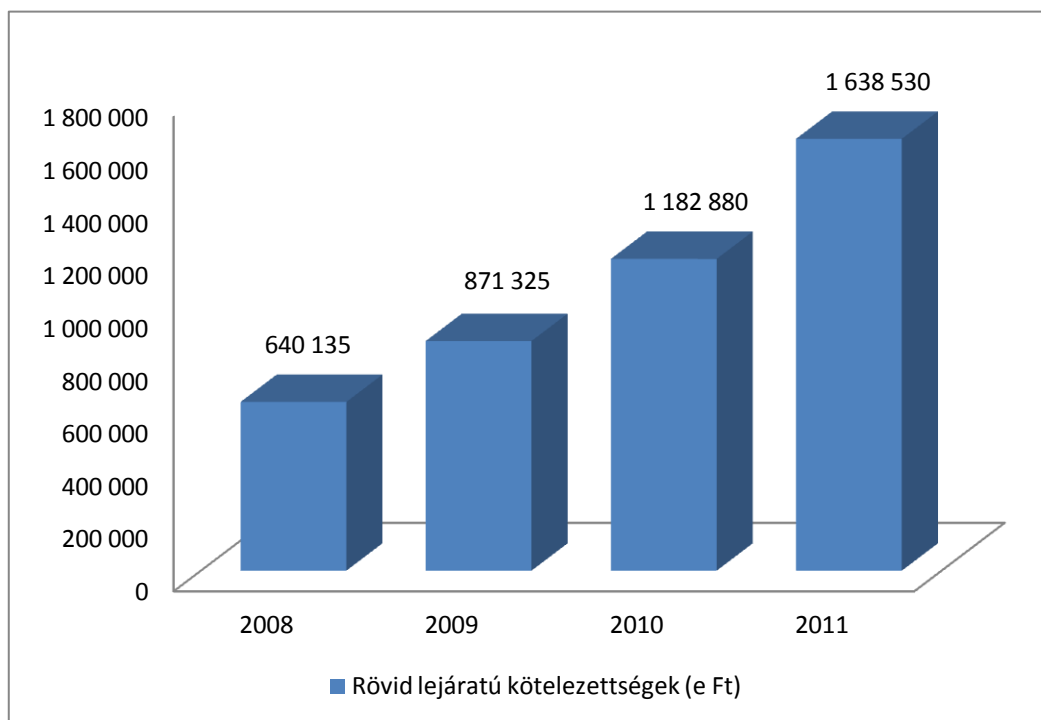
A Tolnatej mind a négy évben az összes mutató tekintetében átlag felett teljesített, ahogy az 2. táblázatból látszik. Erre magyarázat, hogy a forgóeszközök értéke évről-évre folyamatosan emelkedett, és bár a rövid lejáratú kötelezettségek nagyobb mértékben növekedtek, ez mégsem tudta a mutatót átlag alatti szintre rontani.

A Pannontej (3. táblázat) likviditásának átlagos szintre romlását, a követelések és a pénzeszközök drasztikus csökkenése idézte elő, előbbi 2010-re majdnem a felére, utóbbi kevesebb mint ötödére esett vissza 2009-hez képest. Ugyanakkor nem a vevői követelésekben történt ez a nagymértékű csökkenés, hiszen azok értéke 2009 és 2010 között növekedett. Ezzel szemben a rövid lejáratú kötelezettségek értéke csak 34%-kal esett vissza, ami nem tudta kompenzálni a követelések és pénzeszközök nagymértékű

csökkenését. Az iparági átlagok alacsony szintje miatt azonban ezek ellenére sem csökkent az átlagos szint alá a Pannontej likviditása.

A likviditási mutatók után a hosszú távú fizetőképességet tártam fel a vállalatoknál 2008 és 2011 között, ehhez a végső értékelésnél egy mutatót értékeltem, ez pedig az Adósság/összes eszköz. Így ennek a mutatónak az iparági átlagtól való eltérését választottam a vállalatok hosszú távú fizetőképességének értékeléséhez. Az iparági átlagok meghatározásánál ebben az esetben egy vállalat adatait sem hagytam ki. A 2. és 3. táblázatból látható, hogy három vállalat átlag alatti, három átlag feletti értékelést kapott, a Nádudvari teljesítménye pedig nem volt homogén a négy évben. Mind a Friesland, mind a Sole–Mizo átlagnál kedvezőtlenebb értékeinek az oka a magas kötelezettségállomány, amit a Frieslandnál a hosszú lejáratú adósságok uralnak. Ez a kötelezettségállomány egy 5 éven belüli lejáratú hitelből származik, és kapcsolt vállalkozással szemben áll fenn. A Sole–Mizonál ezzel szemben a rövid és hosszú lejáratú tartozások részaránya nagyjából megegyezik, míg a Minna esetében az éven belüli esedékességű kötelezettségek dominálnak.

A 2. és 3. táblázat alapján átlagnál kedvezőbb eredményt ért el a Pannontej (2011-ben 18%-os eladósodottság), Tolnatej (a múlt évben 25%-os eladósodottság) és a Naszálytej (43%-os eladósodottság az utolsó vizsgált évben). A három vállalat tehát a vizsgált vállalatok közül a legkedvezőbb hosszú távú fizetőképességgel rendelkezik, melynek oka a rendkívül alacsony hosszú lejáratú kötelezettségállomány, és a megfelelő szinten tartott rövid lejáratú. A Pannontej ki lehet emelni, hiszen nem rendelkezik éven túli lejáratú tartozással, ami jelen esetben pozitívum, hiszen ez is hozzájárul az átlaghoz viszonyított alacsonyabb fokú eladósodottsághoz.



**3. ábra: A Nádudvari egy éven belül esedékes kötelezettségeinek alakulása**

Forrás: saját szerkesztés, a Nádudvari éves beszámolóit alapján

A Nádudvarinál összetettebb a helyzet, ahogy az a 2. táblázatból is látszik, 2008-as átlagnál kedvezőbb fizetőképessége (38%-os eladósodottság a *Melléklet* alapján) 2009-ben és 2010-ben átlagos szintre (46–61%-os eladósodottság) romlott, 2011-re pedig már átlagnál kedvezőtlenebb (76%-os eladósodottság) lett. Ennek oka a rövid lejáratú kötelezettségek szintjének dinamikus növekedése, ugyanis évről évre 36–39%-kal növekedtek az éven belüli lejáratú adósságai a vállalatnak (3. ábra), melynek nagy része kapcsolt vállalkozással szemben állnak fenn. Az ilyen mértékű növekedés az ipáron belül is kiemelkedő, ehhez pedig még hozzájárul az összes eszközállomány szerény bővülése évről évre.

A finanszírozási erő értékelésénél a dinamikus likviditási és dinamikus eladósodottsági fokot elemeztem. A technikai iparági átlagok meghatározásánál azokban az években, ahol egy vállalatnál negatív érték szerepelt, az adott vállalatot kihagytam az átlagszámításból. Illetve a Nádudvarit és a Naszálytejet egyik évben sem vontam be az átlagok meghatározásánál, mivel előbbi két, utóbbi pedig három évben is negatív értékekkel rendelkezett. Nem lehet egy olyan vállalatot sem kiemelni, amelynek a mutatói, ezáltal pedig a finanszírozási ereje mind a négy évben egyértelműen átlag feletti volt. Ugyanakkor van két olyan vállalat is, amelynek egyértelműen átlag alatti a finanszírozási

ereje, ezek pedig a Sole–Mizo és a Nádudvari (2. táblázat). A Sole–Mizonál a működési cash flow folyamatos, jelentős csökkenése figyelemre méltó, és kiemelkedik a vizsgált vállalatok közül, 2009 és 2010 között 80%-kal esett vissza a főtevékenységből származó pénzeszköz-változás. A Tolnatej és a Pannontej hol átlag alatti, hol átlag feletti finanszírozási erőt produkált az elmúlt négy évben (2. és 3. táblázat), az átlag alatti értékek oka mindkét vállalat esetében az operatív cash flow csökkenésének köszönhető. A Pannontej 2010-es átlag alatti eredményét kiemelném, mert mögöttes okként a negatív tartományba csökkenő működési cash flow állt, amelyet egyrészt a negatív adózás előtti eredmény, másrészt a magas fizetett/fizetendő osztalék, részesedés generált. Ezt azonban 2011-re javítani tudta, ami mindenképpen pozitívumnak tekinthető.

A többi vállalatról az mondható el, hogy az értékelések változása követte az operatív cash flow alakulását, abban az évben ért el magához képest jobb eredményt a vállalat, amikor a működési cash flow értéke növekedett. Erre azonban iparági átlagos tendenciát nem lehet megfogalmazni, a cash flow változások vállalatonként és az iparágon belül is elég hektikusak.

A pénzciklus hossza a forgótőke menedzsment hatékonyságának egyik mércéje, és általános tendenciaként a vizsgált vállalatok adatai alapján meg kell említeni, hogy folyamatos csökkenés jelenik meg a pénzciklus hosszában. Ez azt jelenti, hogy mindegyik vállalat igyekszik vevőinél rövidebb, szállítóinál pedig hosszabb fizetési határidőket elérni, valamint készleteit is hatékonyabban felhasználni. Az iparági átlagok meghatározásánál a Minna negatív, illetve a Pannontej aránytalanul magas értékeit figyelmen kívül hagytam.

Ebben a kategóriában a legrosszabbul a Pannontej teljesít (3. táblázat), amely bár az iparági tendenciának megfelelően folyamatosan növeli forgótőke menedzsmentjének hatékonyságát, aminek következtében csökkenteni tudta pénzciklusát, ugyanakkor az még 2011-ben is 50 nap felett volt. Ennek oka, hogy az iparági átlaghoz képest túl alacsony készletforgási, és túl magas tartozásforgási sebességgel rendelkezik, vagyis nem sikerül elég tág fizetési határidőt kiharcolnia a szállítóinál.

A Sole–Mizo, a Friesland, a Tolnatej és a Nádudvari tartósan átlag feletti pénzciklussal rendelkezik, így kedvezőtlen minősítést („-”) kaptak az átlaghoz viszonyítva. A Sole–Mizo átlag alatti értékét (2. táblázat) a készlet-és követelésforgási sebességének átlag alatti nagysága okozza, vagyis érdemes lenne a vevőket a korábbi fizetésre motiválni. Az átlagnál rosszabb teljesítmény ellenére egyre magasabb a

követelésforgási sebesség értéke, vagyis a likviditási mutatóknál említett egyre alacsonyabb követelésállomány tényleg azt jelzi, hogy a vállalat gyorsabban be tudja szedni kintlévőségeit. A 2. táblázat szerint a Friesland és a Nádudvari szintén kedvezőtlenebbül teljesít a pénzciklus vonatkozásában az átlaghoz viszonyítva, ennek oka mindkét vállalatnál az átlaghoz képest magas tartozásforgási sebesség, ami a Friesland esetében folyamatosan növekszik (a fordulatok száma 13-ról 15-re nőtt 2009-ről 2011-re), vagyis a szállítóival szemben egyre veszített pozíciójából és alkuerejéből. A Tolnatej a Sole–Mizo-hoz hasonlóan túl alacsony készletforgással, és a Friesland-hoz és a Nádudvarihoz hasonlóan túl magas tartozásforgással (2011-ben például majdnem 12 a fordulatok száma) rendelkezik, ami az átlagnál hosszabb pénzciklust eredményez mindhárom évben (2. táblázat).

A pénzciklus értékelésénél mindenképpen ki kell emelni a Minnát, amely mind a három vizsgált évben (2009, 2010 és 2011) negatív pénzciklussal rendelkezik (3. táblázat), vagyis szállítóival szemben fennálló tartozásait meg tudja finanszírozni a vevői követelések behajtásából. Ennek következtében átlagnál kedvezőbb pénzciklusának az értékelése (3. táblázat). Vagyis ami a likviditásnál problémát jelentett, azaz hogy viszonylag magasak a szállítói tartozások, itt előnyként mutatkozik meg, hiszen azt jelzi, hogy a vállalat hosszú fizetési határidőket tud elérni a szállítójánál, ezáltal pedig lehetővé válik ezen tartozások kiegyenlítése a behajtott vevői követelésekből.

Vegyes képet a pénzciklus vonatkozásában a Naszálytej mutat, mivel az iparági átlagnál jobb eredményt ért el 2009–2010-ben, ám ez átlag alattira romlik 2011-re (2. táblázat), amelynek oka a készletforgási sebesség romlása. Ez magyarázható azzal, hogy bár az értékesítési árbevétel is növekszik, de ennek mértéke elmarad a készletek értékének több mint 60%-os emelkedésétől 2009 és 2010 között.

Az iparág vállalatainak adatait megvizsgálva az is megállapítható, hogy az átlaghoz képest negatív értékelésű, vagyis túl hosszú pénzciklusok az adott tejipari vállalatok esetében abból adódnak, hogy nem sikerül elég hosszú fizetési határidőket elérni a szállítóiknál, így hiába menedzselik jól a követeléseiket, nem sikerül a szállítóikat a beszedett vevői tartozásokból kiegyenlíteni. Összességében véve a pénzciklus iparági átlagai is csökkenő tendenciát mutatnak, ami a vállalatoknál is megfigyelhető, azonban nem egyenlő arányban.

A jövedelmezőségi mutatókon belül a saját tőke arányos nyereséget tartottam a legmértékadóbbnak, hiszen a Du–Pont összefüggés alapján ez az a mutató, amely mindkét

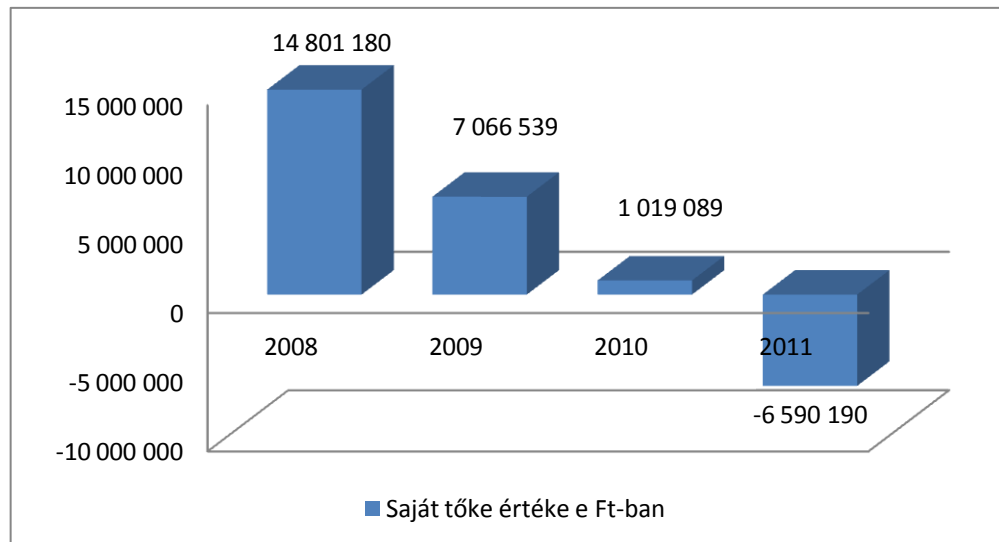
másik jövedelmezőségi mutatót (ROA, ROS) magában foglalja (Tarnóczy–Soenen, 1995: 131.).

Az eltérő vállalati méretek következtében eltérő az eredmények nagyságrendje is, éppen ezért a ROE mutatók összehasonlításához jól használhatónak tartottam a technikai átlagokhoz való viszonyítást, hogy valamilyen módon meg tudjam azt ítélni, az iparági tendenciához képest milyen volt az adott vállalat teljesítménye. A ROE mutató mellett figyelembe vettem még az adózott eredmény átlaghoz képesti alakulását is a vállalatoknál. Az iparági átlagok számításánál jelen esetben nem hagytam ki a kirívó értékeket, hiszen az iparágra jellemző negatív adózott eredmények miatt a ROE mutatók nagy része úgymond kirívónak minősül, hiszen negatív értéket vesz fel. Ezeknek az értékeknek a kihagyása következtében elvesztené az iparági átlag a jelentőségét, mivel nem tükrözné hűen a tejiparra jellemző jellegzetességeket. Emellett pedig az átlagot gazdaságilag egyébként sem értelmezem, mindössze viszonyítási alapnak tekintem az értékelés során. Az átlagok alapján 2008–2010 tekintetében egy folyamatosan negatív és egyre kedvezőtlenebb ROE jellemzi a hét vállalatot, összességében -4%-ról -108%-ra változik a ROE, 2011ben normalizálódik az érték 8,59%-ra.

A vállalatok közül a Tolnatejet kell kiemelni, mivel ez a vállalat mind a négy évben átlagnál jobban teljesített (2. táblázat), vagyis végig pozitív értékelést kapott. Az összes többi vállalat esetében váltakoztak az értékelések, vegyes képet mutatnak a jövedelmezőség terén. A Tolnatej vizsgált vállalatokhoz képest kimagasló jövedelmezősége főként az egyre növekvő és végig pozitív adózott eredményének köszönhető. Az iparág többi vizsgált vállalata nem tudta folyamatosan növelni az adózott eredményét, hol csökkent, hol nőtt az eredményük az évek során. A vállalatok nagy részénél az átlagos szint és az átlag feletti szint között ingadozott a jövedelmezőség, ezért egyes években „+”, bizonyos években pedig „-” jelölést kapott a Nádudvari, a Pannontej és a Naszálytej is (2. és 3. táblázat). A Naszálytej és a Pannontej eredményei mögött ugyanaz a tényező áll, mégpedig hogy mindkét vállalatnak folyamatosan csökken az adózott eredménye. A Naszálytej még minden évben nyereséges volt, ugyanakkor a Pannontej 2010-től kezdve már veszteséget realizált. A Minna és a Nádudvari ingadozásait (2. és 3. táblázat) szintén az adózott eredmény változása befolyásolta, amelyet pedig nagymértékben meghatároz az értékesítési árbevétel. A Minnánál ki kell emelni, hogy talán a vizsgált hét vállalat közül a legjobban tudja a költségeit az árbevétel-változásokhoz igazítani, hiszen amelyik évben csökkent az árbevétele, mind az

anyagjellegű, mind a személyi jellegű ráfordításait is csökkenteni igyekezett, többnyire hatékonyan.

A Sole–Mizo és a Friesland jövedelmezőségével kapcsolatban szintén elmondható, hogy az adózott eredmény változása áll a ROE mutatók értékének változása mögött is, ugyanakkor ezeknél a vállalatoknál már többről is szó van. Az adózott eredményeik folyamatos csökkenését egyre kevésbé tudja az eredménytartalék kompenzálni, így a saját tőke értékének csökkenése is jelentős.



**4. ábra: A Friesland saját tőkéjének alakulása 2008 és 2011 között**

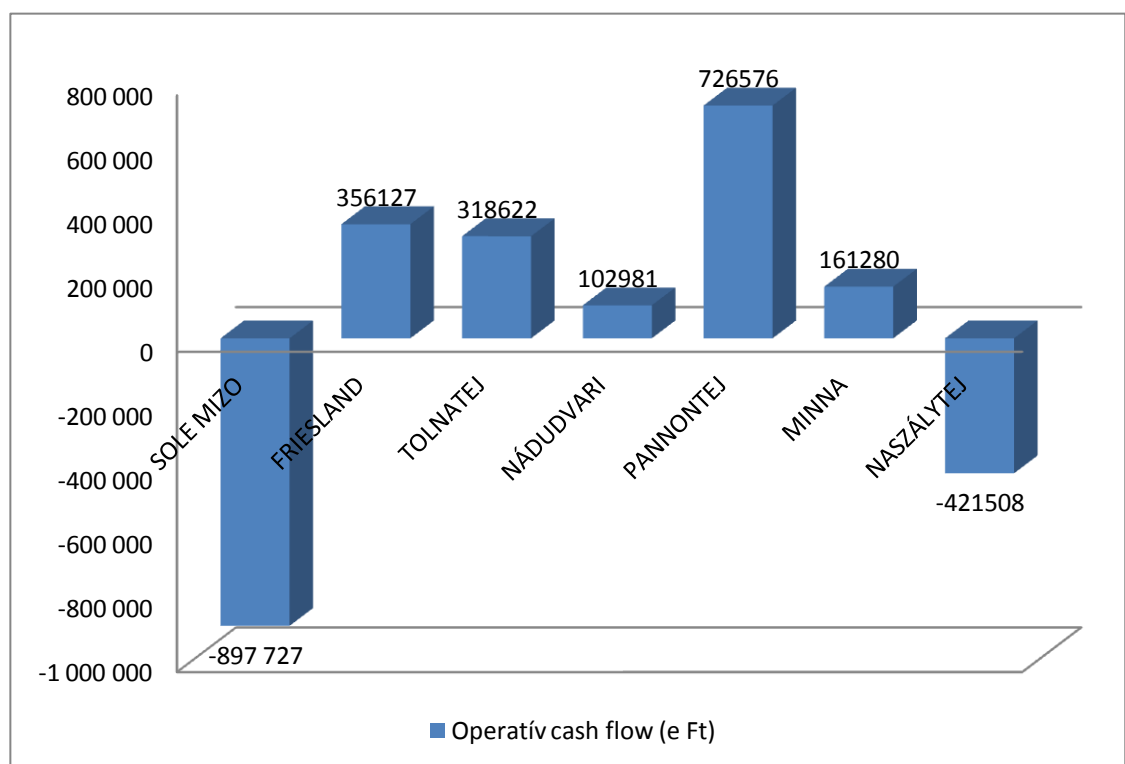
Forrás: saját szerkesztés, a Friesland éves beszámolóí alapján

A Frieslandnál még súlyosabb a helyzet, hiszen 2011-re már nemcsak az adózott eredménye negatív a vállalatnak, hanem a saját tőke értéke is (4. ábra), mivel a tárgyév és az előző évek veszteségeinek együttes értéke meghaladta a jegyzett tőke és a tőketartalék értékének összegét, vagyis a vállalat saját tőkéje negatívvá vált. Ez magyarázza a 2011-es átlagos szintnek megfelelő jövedelmezőséget is (2. táblázat), hiszen mivel mind az adózott eredmény, mind a saját tőke negatív volt, a saját tőke jövedelmezősége a vizsgált évek során először pozitív volt. Ugyanakkor hangsúlyos, hogy ez messze nem jelent javuló helyzetet, hiszen a negatív saját tőke érték komoly aggodalomra ad okot.

A készpénzalapú jövedelmezőséget a jövedelmezőséghez hasonlóan a készpénzalapú saját tőke jövedelmezősége mutatóval, valamint az operatív cash flow alakulásával vizsgáltam. A ROE mutatónál megemlített okok miatt itt sem hagytam figyelmen kívül az iparági átlag meghatározásánál a kirívó értékeket, hanem mind a hét vállalat adatát felhasználtam az átlagképzésnél. Mind a hét vállalat készpénzalapú

jövedelmezősége érdekes képet mutat a vizsgált négy évben, nem lehet egyiket sem egyértelműen jónak vagy rossznak értékelni.

A készpénzalapú jövedelmezőségnél nincs olyan vállalat, amelynek az eredményei kiegyensúlyozottak voltak mind a négy évben, kisebb–nagyobb változások mindegyik esetében voltak (2. és 3. táblázat). A vállalatok készpénzalapú jövedelmezőségének változását a működési cash flow értékének a változása generálta, amely mögött azonban más–más tényezők húzódnak meg. Az iparági átlagos működési cash flow-ra az jellemző, hogy 2008 és 2011 között folyamatosan csökkent, de ez a tendencia csak a Sole–Mizonál figyelhető meg ugyanilyen formában, a többi vállalat operatív cash flow értékei hektikusan mozogtak.



**5. ábra: A 2008 és 2011 közötti átlagos működési cash flowk**

Forrás: saját szerkesztés, az éves beszámolók alapján

A 2011-es évben a Nádudvarit érdemes kiemelni, mivel ez a vállalat 2008 és 2010 között végig átlag alatt teljesített, egyedül a 2011-es évben tudott átlag feletti mutatókat produkálni (2. táblázat). Az átlag feletti értékelés azonban nem jelez egyértelműen javulást, hiszen bár 2010-hez képest nőtt az operatív cash flow, de a négy év során a 2011-es értéknél volt már magasabb is. Ugyanakkor az utolsó vizsgált évben két vállalat, a Sole–Mizo és a Naszálytej jelentősen negatív működési cash flow értéke (5. ábra) annyira

lenyomta az iparági átlagot, hogy ehhez képest még a saját értékeinél alacsonyabb működési cash flow-val rendelkező vállalatok is pozitív értékelést kaptak.

A Pannontej 2008-ban és 2010-ben átlag alatti, 2009-ben és 2011-ben átlag feletti készpénzalapú jövedelmezőséget ért el, ahogy az a 3. táblázatból látszik. A 2010-es érték oka a nagymértékű negatív operatív cash flow, a pozitív változásoké pedig az átlag feletti működési cash flowk. A 2010-es cash flow alacsony értékéhez nagymértékben hozzájárult a tárgyévi magas osztalék, részesedés.

A Naszálytej 2010-es értékeit is ki kell emelni, mivel ezt az egy évet kivéve átlag alatt teljesített (3. táblázat), a 2010-es átlag feletti készpénzalapú jövedelmezősége abból adódik, hogy a négy év közül egyedül ebben az évben tudott pozitív operatív cash flow-t elérni, ráadásul ez az érték az iparági átlag több mint kétszerese volt. A pozitív érték a szállítókkal szembeni kötelezettség jelentős növekedéséből adódott, vagyis a vállalat hosszabb fizetési határidőt ért el a beszállítóinál, amelyet a tartozásforgási sebesség is alátámaszt.

Összességében, ahogy az a 2. és 3. táblázatból látszik, három vállalatot értékeltem mind a négy évben átlagnál rosszabbnak, a Sole–Mizot, a Frieslandot és a Nádudvarit.

A Sole–Mizo esetében egyedüli pozitívumként a vizsgált kategóriákban azt lehet megemlíteni, hogy 2008–2010 között az operatív cash flow értéke átlag feletti volt, de 2011-re ez is átlag alá, ráadásul negatív tartományba csökkent. A Friesland–nál a fő problémát az erősen negatív az adózott eredményében látom, és bár működési cash flow-ja minden évben van, a mutatói többnyire átlagnál kedvezőtlenebbek. Az erősen negatív adózott eredmény, valamint a 2011-es negatív saját tőke aggodalomra ad okot, és felveti a kérdést, vajon meddig marad még a piacon ez a vállalat, kisegíti-e a tőkeerős anyavállalat jegyzett tőke emeléssel. A Nádudvari végig átlag alatti értékelésének (2. táblázat) okai között kiemelném, hogy a hosszú távú fizetőképessége a kezdeti átlag feletti értékről folyamatosan romlott, a rövid távú fizetőképessége és a pénzciklusa folyamatosan kedvezőtlenebb volt az átlagnál, ezek az értékek pedig meghatározták a végső negatív értékelést.

Végig átlagnál jobbra értékeltem a Tolnatejet és a Pannontejét. A Tolnatej teljesítménye majdnem minden kategóriában egyértelműen nagyon jó, így itt nem volt kétség afelől, hogy a vizsgált vállalatok közül az élvonalba kerül. A Pannontejnél már vegyesebb a kép, a 2010-es évben volt egy kis visszaesés, de összességében a másik három év átlag feletti teljesítménye ezt ellensúlyozta az értékelés során.

A Minna és a Naszálytej esetében már vegyesebb a kép. A Minnának a 2010-es éve sikerült egyedül átlag felettire, ellenben a másik három év átlag alatti teljesítménye miatt a végső értékelés során a 3. táblázatban „-” jelet kapott. A Minnával kapcsolatban a negatív pénzciklust kell kiemelni, vagyis a forgótőkét nagyon jól menedzseli a vállalat, gyakorlatilag a szállító a teljes termelési folyamatot és a vevőkapcsolatokat is finanszírozza. Az adózott eredménye bár mind a négy évben pozitív, de nagy kilengések vannak benne (például 2008 és 2009 között alig tizedére csökkent), az árbevétele pedig folyamatosan csökkenő. Ezért ez a vállalat az, amelyik a legtöbb kérdést veti fel, és jelen helyzetben nehéz nagy vonalakban is véleményt mondani arról, mi lesz vele a későbbiekben. Kérdés, sikerül-e a csökkenő árbevételt legalább szinten tartani. A Naszálytej a 2008-as és 2011-es években átlag alatti, 2009-ben átlagnak megfelelő, 2010-ben pedig átlag fölötti eredményt ért el, így a legvegyesebb képet mutatta a vizsgált vállalatok közül, a végső értékelésnél ez pedig „-” értéket jelentett a számára (3. táblázat). Az árbevételét 2009-től folyamatosan növelni tudta, az adózott eredménye azonban folyamatosan csökkenő. A pénzügyi mutatók alkotta negatív képet ezek az adatok még jobban alátámasztják, ráadásul az operatív cash flow-ja 2010 kivételével negatív volt.

#### **4.2. A VÁLLALATOK VERSENYKÉPESSÉGI DEFINÍCIÓN ALAPULÓ ÉRTÉKELÉSE**

A továbbiakban a versenyképességi definíciókat áttekintve, és kettőt kiválasztva kialakítottam a másik elemzési keretet. A Somogyi Márta által megalkotott versenyképességi definíció, valamint Chikán–Czakó alapján is értékeltem a vállalatok 2008-2011 közötti tevékenységét. Ebben az elemzési keretben a

- piaci részesedés méréséhez megvizsgáltam az árbevételt,
- a nyereségesség méréséhez az üzemi/üzleti tevékenység eredményét és az adózott eredményt,
- a tartós működőképességet az operatív cash flow alakulásával tártam fel,
- a változásra való reagálási képesség pénzügyi megfelelőjeként pedig a beruházási és fejlesztési hitelek, valamint a befektetési cash flow alakulását elemeztem.

Az adatok négy éves átlagát és a 2011-es értéket vettem számba az értékelésnél, és ezek alapján adtam +/- jelet a vállalatoknak. Az értékelés során szintén iparági átlagokat használtam viszonyítási alapként, tehát a pénzügyi mutatókkal történő értékeléshez hasonlóan, ha egy vállalat átlag alatt teljesített, „-” jelet, ha átlag fölött, „+” jelet kapott, ha pedig az átlaghoz nagyon közeli eredményt ért el, „/” jellel jelöltem a teljesítményét. Az átlagszámításnál valamennyi vállalat valamennyi adatát figyelembe vettem. A következő

táblázatban a definíción alapuló értékelés technikai átlagait tüntettem fel, hogy szemléltessem, mihez képest kapott egy vállalat pozitív vagy negatív értékelést. Az 5. táblázatban pedig láthatóak az egyes vállalatok mutatónkénti értékelései, majd pedig az összesített eredmény láthatóak.

**9. táblázat: A versenyképességi definíción alapuló elemzés adatainak iparági átlagai**

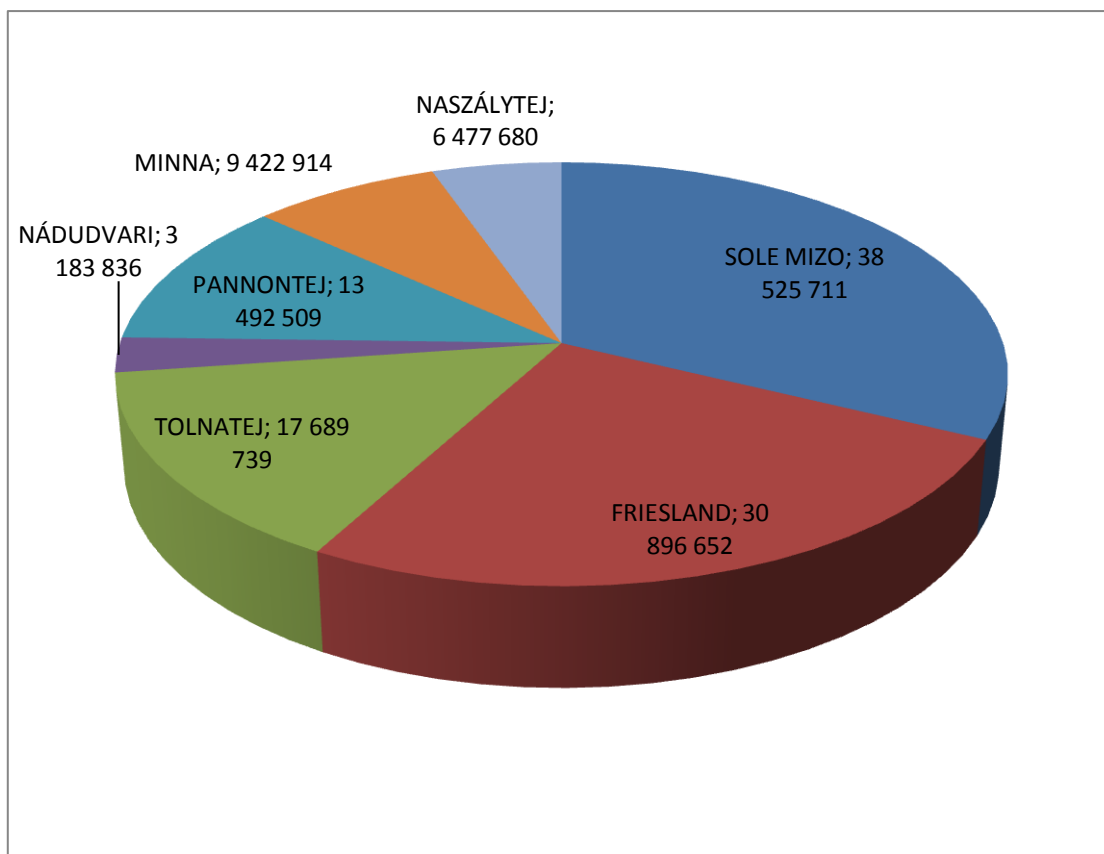
| MUTATÓK                                            | IPARÁG     |            |
|----------------------------------------------------|------------|------------|
|                                                    | Átlag      | 2011       |
| <i>Árbevétel</i><br>(e Ft)                         | 17 098 434 | 17 102 625 |
| <i>Adózott eredmény</i><br>(e Ft)                  | -893 693   | -1 025 844 |
| <i>ÜTE</i><br>(e Ft)                               | -660 157   | -524 555   |
| <i>OCF</i><br>(e Ft)                               | 548 554    | 49 479     |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i><br>(e Ft) | 81 133     | 111 305    |
| <i>BCF</i><br>(e Ft)                               | -464 712   | -342 387   |

Forrás: saját szerkesztés

10. táblázat: A versenyképességi definíció elemeinek értékelése

| MUTATÓK                                  | SOLE MIZO |      | FRIESLAND |      | TOLNATEJ |      | NÁDUDVARI |      | PANNONTEJ |      | MINNA |      | NASZÁLYTEJ |      |
|------------------------------------------|-----------|------|-----------|------|----------|------|-----------|------|-----------|------|-------|------|------------|------|
|                                          | Átlag     | 2011 | Átlag     | 2011 | Átlag    | 2011 | Átlag     | 2011 | Átlag     | 2011 | Átlag | 2011 | Átlag      | 2011 |
| <i>Árbevétel</i>                         | +         | +    | +         | +    | /        | +    | -         | -    | -         | -    | -     | -    | -          | -    |
| <i>Adózott eredmény</i>                  | +         | +    | -         | -    | +        | +    | +         | +    | +         | +    | +     | +    | +          | +    |
| <i>ÜTE</i>                               | +         | +    | -         | -    | +        | +    | +         | +    | +         | +    | +     | +    | +          | +    |
| <i>OCF</i>                               | +         | -    | +         | +    | +        | +    | -         | +    | -         | +    | +     | +    | -          | -    |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i> | -         | -    | -         | -    | -        | -    | +         | -    | -         | -    | +     | +    | /          | +    |
| <i>BCF</i>                               | /         | +    | +         | +    | +        | +    | -         | -    | /         | +    | +     | -    | -          | -    |
| <i>Összesítve</i>                        | +         | +    | /         | /    | +        | +    | /         | /    | -         | +    | +     | +    | -          | /    |
| <i>Végső összesítés</i>                  | +         |      | /         |      | +        |      | /         |      | /         |      | +     |      | -          |      |

Forrás: saját szerkesztés



**6. ábra: A vizsgált vállalatok 2008 és 2011 közötti átlagos árbevétele ezer Ft-ban**

Forrás: saját szerkesztés, a vállalatok éves beszámolóí alapján

A Nádudvari, a Pannontej, a Minna és a Naszálytej mind a négyéves átlagok, mind a 2011-es értékek alapján átlag alatti árbevétellel rendelkezett (5. táblázat), amihez hozzájárultak a vállalati méretek is. Ha az árbevétel változásokat vizsgáljuk meg, azt látjuk, hogy a Nádudvarinál csak kisebb mozgások vannak, vagyis szinten tudja tartani piaci részesedését. Mind a Pannontej, mind a Naszálytej kis csökkenés után 2009-től kezdve folyamatosan növelni tudta árbevételét, vagyis ki tudja használni a két nagyobb vállalat piacvesztését. A Minna esetében erős piacvesztésről van szó, az árbevétele nagymértékben csökkent, a 2011-es érték már csak fele a 2008-asnak.

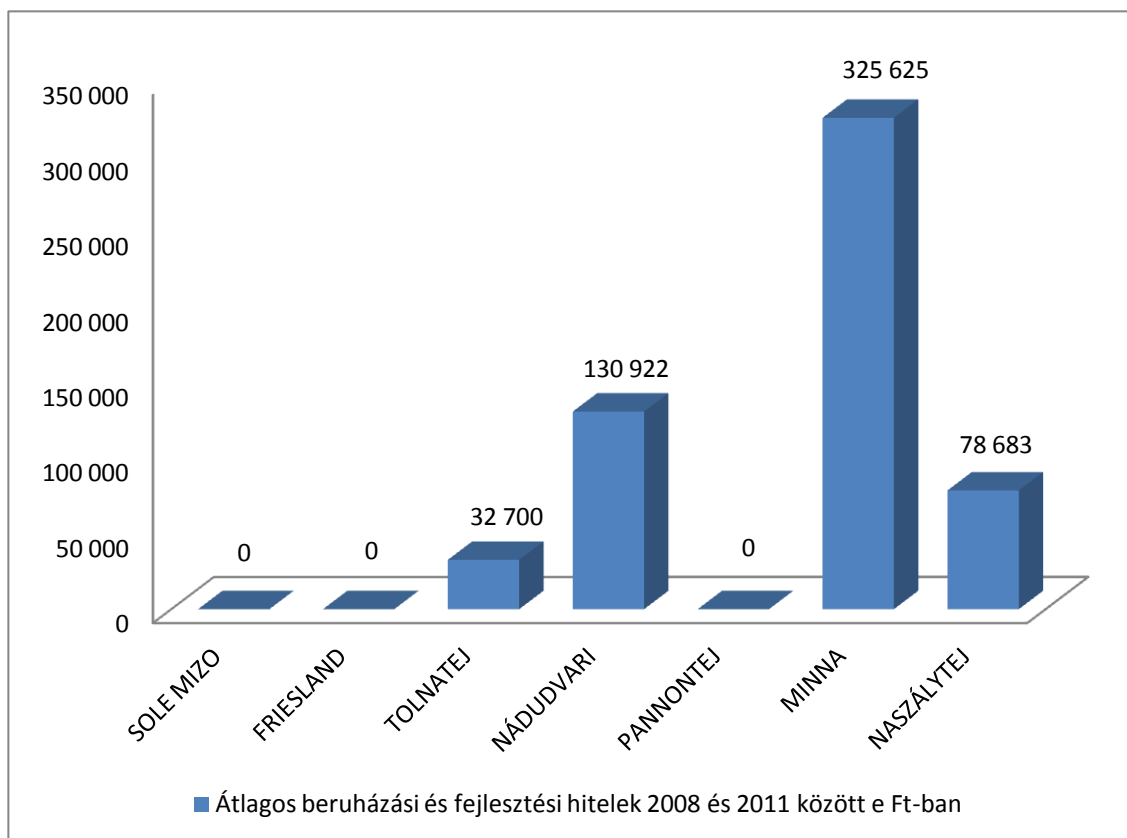
A Sole–Mizo és a Friesland átlag feletti árbevétele (5. táblázat) jelzi a magas piaci részesedésüket, ami a versenyképességi definíció egyik kritériuma. Ugyanakkor aggodalomra ad okot, hogy mindkét vállalat árbevétele csökkenő tendenciát mutat. Ennek ellenére a többi vizsgált vállalathoz képest olyan nagyságrendű az értékesítési árbevételük, hogy még így is uralják a tejipari piacot. (6. ábra)

A Tolnatej már vegyes képet mutat, a négyéves árbevétel átlagok alapján átlagnak megfelelő árbevétellel rendelkezik, a 2011-es évben azonban átlag fölötti eredményt ért el (5. táblázat). Emellett fontos megemlíteni, hogy folyamatosan növelni tudta az árbevételét, ezáltal egyre magasabb a piaci részesedése is.

A nyereségesség tekintetében a Frieslandot kivéve minden vizsgálatba bevont vállalat az iparági átlagnál jobb helyzetben van a 4. táblázat szerint, ami annak köszönhető, hogy a Friesland nagyon veszteséges, mind saját magához, mind az ipárhoz viszonyítva (5. táblázat), az árbevétel-csökkenést nem tudta a költségeinek visszaszorításával ellensúlyozni, ráadásul a pénzügyi műveletein is folyamatosan veszteséget realizált, ami tovább rontotta a tárgyévi eredményeket. Mivel az egyik legnagyobb tejipari vállalatról van szó, a negatív árbevétele olyannyira lenyomja az iparági átlagot, hogy a kisebb, ámde veszteséges cégek (például a Nádudvari és a Pannontej) is átlag felettinek minősülnek. A Tolnatej, a Minna és a Naszálytej esetében nem fordult negatívba az eredmény, végig pozitívak voltak az adózott eredmények.

Az elemzés alapján a Naszálytej működőképessége átlag alatti, a Frieslandé, a Tolnatejé és a Minnaé pedig átlagon felüli (5. táblázat). Az operatív cash flow alakulását a pénzügyi mutatók értékelésénél már elemeztem, és részletesebben kifejtettem a különlegességeket.

Érdekesebb a helyzet azoknál a vállalatoknál, ahol a négyéves átlag nem ugyanazt mutatja, mint a 2011-es érték. Az utolsó év teljesítménye olyan szempontból relevánsabb a teljesítmény megítélésénél, hogy közelebb van a jelen pillanathoz, ugyanakkor egy év eredményét sosem szabad önmagában tekinteni, a tendenciát is érdemes vizsgálni, hiszen az is előfordulhat, hogy egy alapvetően kedvező helyzetben lévő vállalat az egyik évben valamilyen okból visszaesést tapasztal, amit később kijavít. Arról, hogy az esetleges 2011-es értékeket ki tudták-e javítani a vállalatok, még nincsenek információk, de a Sole–Mizo esetében is elmondható az, hogy az alapvetően végig pozitív operatív cash flow 2011-re lett negatív, éppen ezért a négyéves átlag értéke alapján „+”, míg a 2011-es „–” jelet kapott (5. táblázat). Ugyanakkor a vállalat esetében folyamatosan és jelentősen csökkenő működési cash flow-val találkozunk, ami már a pénzügyi mutatókon alapuló értékelésnél is gondot jelentett a finanszírozási erő eredményeinél. A Nádudvari és a Pannontej esetében pont fordított a helyzet, hiszen 2008–2010 között átlag alatt teljesítettek, a 2011-es operatív cash flow-juk alapján azonban átlag fölértékeltem a működőképességüket az 5. táblázatban.



**7. ábra: A vizsgálatba bevont hét tejipari vállalat átlagos beruházási célú hitelállománya ezer forintban**

Forrás: saját szerkesztés, a vállalatok éves beszámolóí alapján

A Beruházási és fejlesztési hitelek fontosak az innovációs tevékenység szempontjából, hiszen a vállalatok nagy része nem rendelkezik elegendő forrással ahhoz, hogy a fejlesztéseket saját erőből valósítsa meg. A befektetési cash flow esetében az a kedvező, ha az értéke negatív, hiszen ez jelenti azt, hogy a vállalat fejlesztéseket visz véghez. Az adatok alapján minden vállalat vegyes képet mutat, egységes tendencia egyiknél sem mutatkozik meg. Különösen érdekes a Friesland és a Tolnatej helyzete, hiszen bár a Frieslandnak egyáltalán nincs beruházási és fejlesztési hitelállománya (7. ábra), a Tolnatejnek pedig csak minimális van, a befektetési cash flow értékek miatt összességében az elemzés alapján mégis átlagnak megfelelően tud reagálni a változásokra (5. táblázat). A befektetési cash flow értékét meghatározza a Friesland és a Tolnatej esetében is, hogy minden évben többszöröse a befektetett eszközök beszerzése azok értékesítésének. A Sole–Mizo szintén nem rendelkezik beruházási és fejlesztési hitelekkel (7. ábra), ami meghatározza azt, hogy a vállalat változási képességét összességében negatívan értékelem (5. táblázat). A Nádudvari esetében szintén a beruházási és fejlesztési

hitelek a meghatározóak, mivel ezek értéke 2011-re annyira lecsökkent, hogy átlag alatti értékelést kapott a vállalat, így összességében is átlag alattira lehet értékelni a változásra való reagálási képességét (5. táblázat). A Pannontej esetében a Frieslandhoz és a Sole–Mizohoz hasonlóan problémát jelent, hogy nem rendelkezik fejlesztési célú hitelekkel (7. ábra), és bár befektetési cash flow értékét tudja átlagos, illetve kicsivel átlag feletti szinten tartani, ez sem elég ahhoz, hogy az elemzési keretben átlagos vagy afölötti értékelést kapjon (4. táblázat). A Minna az iparági átlaghoz mérten jobban tud reagálni a változásokra (4. táblázat), és ezt a tevékenységét hitelek felvételével is elő tudja segíteni (7. ábra). A Naszálytej szintén igyekszik fejlesztéseket megvalósítani, ehhez pedig idegen forrásokat is felhasznál (7. ábra), ennek következtében a beruházási és fejlesztési hitelek állománya az átlagnál jobb, de ez a befektetési cash flow átlagosnál rosszabb értékei miatt nem elegendő még az átlagnak megfelelő reagálási képességhez sem (5. táblázat).

Az iparágról általánosságban elmondható a fenti adatok alapján, hogy nagyon kevés lehetőség van a fejlesztésekre, a magas eladósodottság miatt nincs a vállalatoknak esélye újabb hitelek felvételére, saját forrásuk pedig szintén nincs a beruházási és innovációs tevékenységek finanszírozására.

Összességében a Naszálytejen kívül minden vállalat ugyanolyan értékelést kapott a négyéves átlagok és a 2011-es értékek alapján, és ez az értékelés eltér a pénzügyi mutatókon alapulótól. A Tolnatej és a Naszálytej esetében megegyezik a végső következtetés, előbbi az átlagnál egyértelműen jobban teljesít, és a hét vizsgált vállalat közül ezzel kiemelkedik (4. táblázat). A Naszálytej azonban egyértelműen átlag alatti teljesítményt nyújtott az elmúlt négy évben, ami az 5. táblázatból is látszik, viszont pozitívként említem meg, hogy az üzemi/üzleti tevékenység eredményét és az adózott eredményét átlag felett tudta tartani, azonban ez a versenyképességhez még nem elegendő, különösen, ha figyelembe vesszük azt, hogy ezek átlagos értékeit a Friesland vesztesége jelentősen meghatározta.

A többi vállalat esetében a versenyképességi definíció alapján végzett elemzés finomította a pénzügyi mutatók alapján elkészített értékelés eredményeit, hiszen előbbi alapján a Friesland átlagosnak megfelelő teljesítménnyel rendelkezik, ahogy a Nádudvari is (5. táblázat). A Pannontej esetében egyedülként a vizsgált hét vállalat közül rosszabb eredmény született, hiszen a versenyképesség definíciójának pénzügyi megfeleltetése alapján csupán átlagos a vállalat (5. táblázat). A Minna és a Sole–Mizo esetében jelentősen jobb eredményt hozott ez a módszertan, hiszen a korábbi átlag alatti

értékeléssel szemben itt átlag felettinek minősítettem a vállalatot, még hozzá mindkét esetben a „+” jelzések túlnyomó többsége mellett (5. táblázat).

## 5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

Az elemzések és vizsgálatok alapján le lehet vonni néhány, a magas koncentráció miatt az egész iparágra általánosítható következtetést. A vizsgálatba bevont vállalatok adatai alapján az iparágra a magas pénzügyi kockázat jellemző, ami a meglehetősen magas eladósodottsági szintnek köszönhető (az iparágat meghatározó két legmagasabb árbevételű vállalat esetében az elmúlt négy évben az átlagos érték 78–87%). Ezt a nagy kockázatot a tejipari vállalatok a forgótőke–menedzsment hatékonyságának növelésével igyekeznek csökkenteni, jelenleg úgy tűnik, sikerrel. Ezt igazolja az a tendencia az iparág vizsgált vállalatainál, hogy egyre csökken a pénzciklusuk (az utóbbi három évben szinte kivétel nélkül 40 nap fölötti értékről 25 nap alá csökkent). Általánosságban elmondható, hogy a vállalatoknak nincs lehetőségük a fejlesztésre, mivel több vállalat beruházási és fejlesztési hitelállománya is 0 forint 2008-tól kezdve. Ez összefüggésbe hozható a magas eladósodottsági szinttel, mivel olyan magas a már meglévő hitelállomány, hogy a vállalatok nem tudnak újabb forrásokhoz jutni, így nem valósítanak meg nagyobb fejlesztési beruházásokat. Saját forrás szintén nem áll rendelkezésre az innovációs tevékenység finanszírozásához a fent említett magas eladósodottság miatt. Vannak ugyanakkor olyan vállalatok, amelyek 20–30%-os eladósodottságot tudnak fenntartani, ugyanakkor nem elég tőkeerősek nagyobb fejlesztések véghezviteléhez. Az is megfigyelhető, hogy a pénzügyi mutatók alapján kialakult eredményeket finomították illetve nem erősítették meg egyértelműen a versenyképességi definíción alapuló vizsgálat eredményei, ezáltal csökkent a vállalatok közti különbség. Ennek megfelelően míg a pénzügyi mutatókon alapuló elemzés szerint két átlagnál jobban teljesítő vállalat van a hét között, méghozzá a Tolnatej és a Pannontej, addig a definíción alapuló vizsgálat a Sole–Mizot, a Tolnatejet és a Minnát tekinti átlagnál jobbnak. Ebből látható, hogy a két elemzés alapján véve eltérő eredményeket hozott. A versenyképességi definíció szerinti elemzés alapján a Friesland, a Nádudvari valamint a Pannontej is átlagnak megfelelő, és csak a Naszálytej teljesített az átlagnál rosszabbul. Ezzel szemben a pénzügyi nézőpontú eredmények alapján az előbb említett két átlag fölötti helyzetben lévő vállalaton kívül a többi öt vizsgálatban részt vevő átlag alatt teljesített 2008 és 2011 között. Figyelemre méltó és különleges, hogy a két legmagasabb árbevétellel rendelkező vizsgált vállalat a legveszteségesebb, vagyis hiába a magas piaci részesedés, mégse tudnak egyes években még átlagnak megfelelő eredményt se elérni. Ez egy meglehetősen különleges és ritka

eset, általában a magas piaci részesedésű vállalatokról azt feltételezzük, és az is jellemző rájuk, hogy az iparágon belül kiemelkedő a nyereségességük is, így tudják megtartani vezető szerepüket. Bár a működési cash flow értékük a négy éves átlag alapján átlag fölötti, de aggasztó a csökkenő tendencia, illetve a legmagasabb árbevételű vállalat 2011-es negatív értéke is.

Az általam elvégzett elemzés számos hasznos és érdekes eredményt tárt fel, ugyanakkor vannak korlátai is, melyek nagyrészt a pénzügyi mutatószámok természetéből fakadnak. Ugyanis ezek a mutatók múltbeli szemléletűek és statikusak, vagyis a pénzügyi év végén fennálló állapotot tükrözik (Virág, 2004a: 25.).

Bizonyos vállalatoknál megjelenik az úgynevezett „kirakatba állítás” is, vagyis úgy alakítják eszközeiket, hogy az év végi zárásnál kedvezőbb képet fessenek a gazdasági helyzetről (Tarnóczy–Soenen, 1995: 135-136.).

A versenyképességi elemzésnél súlyozott index alapú, bonyolultabb rendszerek alapján is lehetne számolni, ahogy azt Somogyi (2009c) is teszi PhD. értekezésében. Súlyozott átlagokkal számol többek között az IMF is több esetben, illetve Trinidad és Tobago Központi Bankja (Des Vignes–Smith: 2005) is a versenyképesség meghatározásakor. Valamint az iparági technikai átlagoknál is megfontolás tárgyát képezheti a piaci részesedéssel, vagy saját tőke hányaddal súlyozott átlagokhoz történő viszonyítás.

Emellett a pénzügyi szemléletű elemzés nem veszi figyelembe a stratégiai menedzsment döntéseket, a termékszintű költség–haszon elemzéseket, illetve a marketing tevékenység jelentőségét sem. Így számos olyan mögöttes tényező kimarad az elemzésből, ami jelentősen befolyásolja a vezetők döntéseit, ezáltal pedig az elért eredményeket. Ugyanakkor a menedzsment szemléletű elemzések nem tárnak fel rengeteg olyan dolgot, amit a pénzügyi szemléletű vizsgálatok kiemelnek. Éppen ezért nem lehet egyiket sem rosszabbnak minősíteni a másiknál, az eltérő szemlélet magától értetődően eltérő eredményeket ad. Éppen ezért a későbbiekben érdemes lenne jelen elemzést egy menedzsment nézőpontú vizsgálattal kiegészíteni. Ennek keretén belül vállalati interjúkat készíteni, illetve a fogyasztókkal kapcsolatosan kvalitatív kutatásokat végezni. Érdekes lenne például vezetői mélyinterjúk során felfedni, az egyes vállalatok mely piaci szereplőket tekintik versenytársuknak, milyen stratégiát követnek, mik a jövőbeli céljaik, elképzeléseik.

Másik továbbfejlesztési irány lehet egy csődelőrejelzés készítése hasonlóan Rácz Ádám 2010-es szakdolgozatához, amelyben a tejipari vállalatokat vizsgálta csődelőrejelző modellek segítségével. Rácz Ádám a Sole–Mizo, a Friesland és a Nádudvari helyzetét vizsgálta, több modell segítségével arra a következtetésre jutott a 2008-as évre vonatkozóan, hogy a Sole–Mizo túlélő, a Frieslandról nem lehet egyértelműen megmondani, melyik csoportba tartozik, míg a Nádudvari fizetéseképtelen (Rácz, 2010: 53–54.).

Az eredményeket érdemes lenne 2011-re aktualizálni, és megnézni, vajon milyen kapcsolatban áll a csődelőrejelző modellek eredménye a versenyképességre vonatkozó következtetésekkel.

Különösen azért, mert a csődelőrejelző modellek mindegyike pénzügyi mutatószámokon alapszik, azokból adatbányászat segítségével állít elő újfajta eredményeket, következtetéseket. Különböző módszereket használnak, mind például a diszkriminancia–analízis, logisztikus regresszió, de mindegyik modell a végén két csoportot képez a vállalatokból: túlélő és csődös. Több hazai és nemzetközi modell is létezik, amelyek a felhasznált mutatószámokban is eltérnek egymástól, de jellemző a likviditási gyorsráta, dinamikus likviditás, dinamikus jövedelmezőség, forgóeszközök aránya mutatók használata (Virág, 2004b: 24–32.).

Ennek következtében pedig olyan eredményeket tár fel egy ilyen vizsgálat, amelyeket a pénzügyi mutatószámok kiszámításából nem lehet megtudni, ugyanakkor jól használhatóak és teljesebb képet adnak egy adott vállalatról illetve iparágról.

További kutatási irány lehet még jelen elemzés kiegészítése egy vállalati szabad cash flow vizsgálattal, aminek szükségességét a szakirodalmi források is alátámasztanak. A jövedelemtermelő képesség elemzésére ugyanis a szakirodalmi áttekintés során már említett Molnár (2006: 21.) valamint András és Juhász (2005: 7.) alapján a vállalati szabad cash flow (FCFF) vizsgálata a legalkalmasabb.

## ÖSSZEFOGLALÁS

Dolgozatom célja az volt, hogy összehasonlítsam a vezető tejipari vállalatok iparágon belüli pénzügyi pozíció alakulására vonatkozó és versenyképességi definíció alapján történő kutatási és elemzési eredményeimet. Ennek vizsgálatát a tejipar jelentősége, illetve az érdekes kutatási eredményeket előrevetítő kirívóan magas koncentráció és a gazdálkodás komplexitása miatt tartottam fontosnak. A tejipar az élelmiszeripar egyik ágazata, amelynek jelentős nemzetgazdasági szerepe megmutatkozik abban, hogy az elmúlt években a lakossági kiadások 20–25%-át tette ki az élelmiszerre és alkoholmentes italokra fordított pénzösszeg.

Az elemzés elvégzéséhez a 2011-es saját tőke értékek és a termékszerkezet alapján hét „tejtermék gyártása” főtevékenységű, a koncentrációt jól reprezentáló vállalatot vontam be a vizsgálatba. Azt, hogy az iparág koncentrációját jól jellemzik a kiválasztott vállalatok, abból szűrtem le, hogy a hét vállalat 2011-es árbevételeinek az összege az iparág teljes tárgyévi árbevételének az 55%-át adja. Mivel 116 olyan tejipari vállalat van, amelynek elérhetőek a 2011-es adatai, az, hogy ezekből hét a teljes árbevétel több mint felét adja, jelentős koncentrátságot mutat. A Friesland Campina Hungária Zrt., a Sole–Mizo Zrt., a Nádudvari Kft., a Pannontej Zrt., a Tolnatej Zrt., a Minna Zrt. és a Naszálytej Zrt. általam kiválasztott pénzügyi mutatóit elemeztem először. Kialakítottam egy saját elemzési keretet a pénzügyi pozíció évenkénti változásainak vizsgálatához, mivel hazai és nemzetközi szakirodalmi források is alátámasztják, hogy ezek megfelelő mérési rendszert jelentenek a pénzügyi pozíción alapuló versenyképesség vizsgálatához. Számos szerző versenyképességi definícióját áttekintve ezután a Somogyi Márta által megalkotott és a Chikán–Czakó–féle versenyképességi definíciókra támaszkodva, meghatározó menedzsment nézőpontú tényezőket pénzügyi alapadatokkal számszerűsítve is megvizsgáltam a kiválasztott hét vállalat versenyképességét. Viszonyítási alapként technikai iparági átlagokat számoltam egyszerű számtani átlagok meghatározásával. Az elemzések során az elmúlt négy gazdasági év adatait használtam az éves beszámolók alapján.

Az adatok alapján az iparágra általánosságban a magas eladósodottság, valamint az ebből fakadó magas pénzügyi kockázati szint kiküszöbölésére való törekvés jellemző, amelyet kivétel nélkül mind a hét vizsgált vállalat a forgótőke–menedzsment hatékonyságának javításával igyekezett elérni. Az elemzésből kiderült az is, hogy a vizsgált vállalatok közül a legmagasabb árbevételű, ezáltal legnagyobb piaci részesedésű

két évben is veszteséges, míg a második legmagasabb árbevételű vállalat mind a négy vizsgált évben veszteséget realizált. A fizetőképesség tekintetében a működési cash flow alapján elmondható, hogy bár a négy éves átlagok alapján a két vezető vállalat átlagon felül teljesített, de MCF-juk csökkenő tendenciát mutat, és a legmagasabb piaci részesedésű 2011-ben már negatív operatív cash flow-t ért el.

Megállapítást nyert az is, hogy a versenyképességi definíción alapuló vizsgálat időnként más eredményeket hozott, illetve a megállapított különbségeket csökkentette. Ez abból is látszik, hogy a pénzügyi mutatókon alapuló vizsgálat alapján két átlagnál jobban, és öt átlagnál rosszabbul teljesítő vállalat van, addig a versenyképességi definíció alapján végzett vizsgálat eredményei azt mutatják, hogy a hét vizsgált vállalat közül három teljesít az iparági átlagnál jobban, három annak megfelelően, és csupán egy vállalat eredményei rosszabbak csak az átlagnál. Utóbbi elemzésnél a kevésbé meghatározó különbségek abból is adódhatnak, hogy a versenyképességi faktorokhoz rendelt pénzügyi adatok itt nem ráta formájában szerepelnek, hanem sok esetben csupán egyedi beszámoló értékekkel dolgoztam.

Az általam elvégzett elemzés jelentősége az eredmények mellett, hogy egy olyan témával foglalkozik, amelyik sem a hazai, sem a nemzetközi szakirodalomban nem túl gyakori. A versenyképességi elemzések ugyanis legtöbbször nemzetgazdaságokra vonatkoznak, a vállalati versenyképesség vizsgálatával ritkábban találkoztam a szakirodalmi források áttekintése során. Úgy gondolom, hogy hasonló elemzések más iparágakra vonatkozóan is hasznosak lehetnek. Az ilyen kutatások a vállalati vezetők számára is hasznosak, mert ezáltal iparágon belüli pozícióik változása folyamatosan nyomon követhető. Emellett finanszírozói szempontból is jól használhatóak ezek az eredmények, hiszen a forráshoz juttatás feltételeit is jelentősen befolyásolhatja egy vállalat versenytársaihoz mért versenyképességének változása.

## IRODALOMJEGYZÉK

- András K. – Juhász P. (2005): *A versenyképesség kihívása a pénzügyi menedzsmenttel szemben. Versenyben a világgal 2004-2006 Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból című kutatás*. Budapesti Corvinus Egyetem Vállalatgazdaságtani Intézet Versenyképesség Kutató Központ, Budapest. 7. p.
- Bakács A. (2003) : Versenyképesség koncepciók; a Gazdasági és Közlekedési Minisztérium által finanszírozott HAVER című kutatási projekt keretében készült tanulmány. MTA Világgazdasági Kutatóintézet. [www.vki.hu/~tfleisch/~haver/szakirodalom/haver-BAKACS-final-031109.pdf](http://www.vki.hu/~tfleisch/~haver/szakirodalom/haver-BAKACS-final-031109.pdf) 7.p. (letöltve: 2008. augusztus 13.) In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 57. p.
- Bakács A. (2004): *Versenyképesség - koncepciók*. MTA Világgazdasági Kutatóintézet, Budapest. 9. p.
- Béhm I. (1997): *Gazdasági – pénzügyi mutatók gyűjteménye*. Novorg Kft., Budapest. 25.,92. p.
- Bélyácz I. (1999): *Vállalati tőkefinanszírozás*. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs. 42. p.
- Bélyácz I. (2007): *A vállalati pénzügyek alapjai*. Aula Kiadó, Budapest. 79. p.
- Bhatnagar, N. – Garg, A. – Rana, A. (2009): Measuring and predicting competitiveness of Indian firms in pharmaceutical industry. *Proceeding- Conference on Global Competition an Competitiveness of Indian Corporate*. <http://dspace.iimk.ac.in/bitstream/2259/484/1/261-270.pdf> (letöltve: 2012.09.28.)
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. (2005): *Befektetések*. Aula Kiadó, Budapest. 713. p.
- Brealey, A. R. – Myers, S. C. (2005): *Modern vállalati pénzügyek*. Panem Könyvkiadó, Budapest. 883. p.
- Chikán A. – Czakó E. – Kazainé Ónodi A. (2006b): Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból – Versenyben a világgal 2004-2006 kutatási program; zárótanulmány, december. 9.p. In : Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 60. p.
- Chikán A. – Czakó E. – Zoltayné Paprika Z. (2002): Vállalati versenyképesség a globalizálódó magyar gazdaságban. 31. p. In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 59-60. pp.
- Chikán A. – Czakó E. (2005) : Kutatási tervtanulmány, Versenyben a világgal, 2004-2006, Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból című kutatás, 1. sz. műhelytanulmány, Budapesti Corvinus Egyetem, Vállalatgazdaságtan Intézet, Versenyképesség Kutató Központ, Budapest. 13. p. In : Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 60. p.
- Czakó E. (2005): A versenyképességi programok néhány tanulsága a kormányzati szféra számára – az Ír Versenyképességi Tanács és a Lisszaboni Stratégia című műhelytanulmány a Versenyképesség Kutatások Műhelytanulmány – sorozat 11. sz. kötete, szeptember. 13. p. In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 61. p.

- Demeter K. – Matyusz Zs. (2006): Értéktéremtés funkcionális alapokon: Az értéktéremtés projekt zárótanulmánya, *Versenyben a világgal 2004-2006 Gazdasági versenyképességünk vállalati nézőpontból című kutatás*. Budapesti Corvinus Egyetem Vállalatgazdaságtani Intézet Versenyképesség Kutató Központ, Budapest. 6.p., 20. p.
- Depperu, D. – Cerrato, D. (2005): *Analyzing International Competitiveness at the firm level: concepts and measures*. Working Paper No. 32, Dipartimento Scienza Sociali – Sezione Economica Aziendale, University Cattolica del Sacro Cuore. Piacenza. 21. p.
- Des Vignes, L. A. – Smith, K. (2005): *Measuring the competitiveness of the Trinidad & Tobago economy*. <http://www.ccmf-uwi.org/files/publications/conference/883.pdf> (letöltve: 2012.10.22.)
- Duczón Á. – Németh N. - Schmuck R. (Szerk.) (2007): *Versenyképesség*. Környezetünkért Közalapítvány, Pécs. 45-46. pp. , 64. p.
- Fazakas G. – Gáspár Bencéné – Soós R. (2003) : *Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba*. Tanszék Kft. Kiadó, Budapest. 523-527.pp., 541-542.pp., 544-547.pp., 559-560. pp.
- Fazakas G. – Kovács N. (Szerk.) (2006): *Képletgyűjtemény a tőkepiaci és vállalati pénzügyi ismeretekhez*. Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft., Budapest. 9. p.
- Fazakas G. (2001): *Vállalati pénzügyek*. Tri- Mester Bt., Tatabánya. 97-98. pp.
- Gallinger, G. W. – Healey, B. P. (1991): *Liquidity Analysis and Management*. Addison-Wesley Pub. Co., Reading
- Guo, D. (2008): *Innovation Input, Innovation Output and Firm Competitiveness: An Analysis of China Pharmaceutical Industry at Firm Level*. MEIDE Papers. [http://www.merit.unu.edu/MEIDE/papers/2008/1208149378\\_DG.pdf](http://www.merit.unu.edu/MEIDE/papers/2008/1208149378_DG.pdf) (letöltve: 2012.09.28.)
- Hatzichronoglou, T. (1996): *Globalisation and Competitiveness: Relevant indicators*. OECD STI Working Papers, Párizs. 25. p.
- Herrmann, A. M. (2008): *One Political Economy, One Competitive Strategy?: comparing pharmaceutical firms in Germany, Italy and the UK*. Oxford University Press, Oxford. 135-139. pp.
- Illés Ivánné (1998): *Társaságok pénzügyei*. SALDO Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Zrt. Budapest. 272-275. pp.
- Katits E. (2002): *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban*. KJK – KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest. 76.p., 80-81.pp., 83.p., 90-92. pp.
- Katona K. (2007): Vállalati versenyképesség Magyarországon a külföldi működőtőke-beruházások szemszögéből. 115-132.pp. In: Botos K. – Katona K. (Szerk.) (2007): *Verseny és versenyképesség*. Szent István Társulat, Budapest. 121-127. pp.
- Kovács G. (2010): A mezőgazdasági szektor nemzetgazdasági jelentősége. Gazdálkodás. LIV. 5. 466-478.pp. In: Rózsa A. – Tóth D. (2012): Competitiveness Analysis of leading companies in Hungarian dairy industry by liquidity indicators. *The annals of the University of Oradea. Economic Sciences*. TOM XXI. University of Oradea, Oradea. 760. p.
- Lengyel I. (2000b): A regionális versenyképességről. Közgazdasági Szemle, XLVII. december, 973. p. In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 57. p.

- Molnár A. (2006): *Versenyképesség és –stratégiák a magyar élelmiszeriparban az uniós csatlakozás tükrében*. Akadémiai Kiadó, Budapest. 21. p.
- Pálinkó É. – Szabó M. (2006): *Vállalati pénzügyek*. BMGE-GTK Typotex, Budapest. 366-367. pp.
- Pitti Z. (2002): A versenyképesség, mint napjaink legújabb kihívása. *Vezetéstudomány*. Budapest. 34. Különszám. 14-22. pp.
- Pollákné Cs. E. (2003): *A vállalati tőkehatékonyság és a versenyképesség összefüggései, különös tekintettel Magyarországnak az EU-hoz történő csatlakozására*. EU Working Papers. [http://epa.oszk.hu/00000/00026/00022/pdf/euwp\\_EPA00026\\_2003\\_04\\_081-088.pdf](http://epa.oszk.hu/00000/00026/00022/pdf/euwp_EPA00026_2003_04_081-088.pdf) (letöltve: 2012.06. 29.)
- Popp J. – Potori N. – Papp G. (2010): A magyar tejvertikum diagnózisa. *Gazdálkodás*. Budapest. LIV. 1. 81-91. p. In: Rózsa A. – Tóth D. (2012): Competitiveness Analysis of leading companies in Hungarian dairy industry by liquidity indicators. *The annals of the University of Oradea. Economic Sciences*. TOM XXI. University of Oradea. Oradea. 760. p.
- Porter, M. E. (1998): On Competition. Harvard Business Review Book. Boston. In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 57. p.
- Porter, M. E. – Linde, C. Van Der (1995): Toward a New Conception of the Environment - Competitiveness Relationship. *Journal of Economic Perspectives*. 4. 97-118. pp. In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 57. p.
- Porter, M. E. (1993): Versenystratégia. Akadémiai Kiadó, Budapest. 27. p. In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 57. p.
- Porter, M. E. (1999): Microeconomics competitiveness: Findings from the 1999. Executive survey. World Economic Forum, The Global Competitiveness Report, Davos. 30-53. pp. In: Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 57. p.
- Preve, L. – Sarria – Allende, V. (2010): *Working Capital Management*. Oxford University Press, USA
- Pupos T. – Péter ZS. – Kis Simon T. – Górné A. (2010) : A forgótőke és elemeinek értelmezése, valamint a forgótőke – menedzsment. *Gazdálkodás*. Budapest. 54. 5. 496. p.
- Rácz Á. (2010): *Tejipari vállalatok vizsgálata csődelőrejelző modellek segítségével*. Szakdolgozat. Debreceni Egyetem Közgazdaság- és Gazdaságtudományi Kar, Debrecen. 53-54. pp.
- Ross, S. A. – Westerfield, R. W. - Jordan, B. D. (1993): *Fundamentals of corporate finance*. Irwin Professional Publishing, Homewood, IL. 595.p., 600. p.
- Rózsa A. (2011): Liquidity analysis of building industry in Hajdú-Bihar County between 2008-2010 In: Rózsa A. – Galicz K. J. – Bereczné Boros A. – Herczeg A. – Fenyves V. – Szabó A. – Eisler K. – Lőrinczi K. – Rózsa A. – Tóth R. - Tarnóczy T. – Bács Z. (Szerk.) (2011): *Performance indicators of the economic entities from Bihor-Hajdú Bihar Euroregion*. Debreceni Egyetem Agrár – és Gazdálkodástudományok Centruma, Debrecen. 166-178 pp.

- Somogyi M. (2009a): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése I. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 40. 4. 54-63. pp.
- Somogyi M. (2009b): Versenyképesség a szakirodalomban: A fogalmi megközelítések összegzése és elemzése II. rész. *Vezetéstudomány*. Budapest. 4. 5. 41-53. pp.
- Somogyi M. (2009c): *A vállalati versenyképesség modellje (VVM) mint a vállalati versenyképesség mérésének új módszere*. PhD értekezés. Miskolci Egyetem, Gazdaságtudományi Kar. Vezetéstudományi Intézet, Miskolc. 68.p., 81-82. pp.
- Tarnóczy T. – Soenen, L. (1995): *Vállalkozások pénzügyeinek menedzselése I. rész*. Kézirat. Kossuth Lajos Tudományegyetem Közgazdaságtudományi és Üzleti Képzés, Debrecen. 116-117.pp. , 135-136. pp.
- Virág M. (2004a): *Pénzügyi elemzés, csődelőrejelzés*. Kossuth Könyvkiadó, Budapest. 25. p.
- Virág M. (2004b): A csődmodellek jellegzetességei és története. *Vezetéstudomány*. Budapest. XXXV. 10. 24-32. pp.

## **MELLÉKLETEK**

**11. TÁBLÁZAT: A SOLE – MIZO ÉS A FRIESLAND PÉNZÜGYI MUTATÓI 2008 ÉS 2011 KÖZÖTT (1)**

| MUTATÓK                                            | SOLE MIZO |           |            |           | FRIESLAND  |            |            |            |
|----------------------------------------------------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
|                                                    | 2008      | 2009      | 2010       | 2011      | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       |
| <i>Rövid távú fizetőképesség</i>                   |           |           |            |           |            |            |            |            |
| 1. Általános likviditás                            | 1,55      | 1,54      | 1,04       | 1,36      | 3,45       | 3,02       | 2,93       | 2,34       |
| 2. Gyors likviditás                                | 1,11      | 1,12      | 0,67       | 0,90      | 2,99       | 2,54       | 2,44       | 2,01       |
| 3. Azonnali likviditás                             | 0,09      | 0,14      | 0,02       | 0,00      | 0,82       | 0,40       | 0,34       | 0,29       |
| <i>Hosszú távú fizetőképesség</i>                  |           |           |            |           |            |            |            |            |
| 1. Adósság / összes eszköz                         | 0,74      | 0,74      | 0,87       | 0,78      | 0,51       | 0,67       | 0,89       | 1,42       |
| 2. Adósság / saját tőke                            | 4,20      | 4,68      | 13,35      | 4,64      | 1,13       | 2,36       | 16,97      | -2,97      |
| <i>Finanszírozási erő</i>                          |           |           |            |           |            |            |            |            |
| 1. OCF<br>(e Ft)                                   | 2 129 905 | 2 077 869 | 439 889    | -897 727  | 1 927 637  | 971 846    | 261 863    | 356 127    |
| <i>Adózott eredmény</i><br>(e Ft)                  | 21 929    | -825 557  | -1 681 825 | 44 646    | -6 116 490 | -6 059 451 | -6 047 450 | -7 609 279 |
| <i>ÜTE</i><br>(e Ft)                               | 450 098   | -426 824  | -1 329 620 | 1 034 035 | -4 968 931 | -5 494 484 | -5 482 894 | -5 367 821 |
| <i>BCF</i><br>(e Ft)                               | 119 631   | -256 968  | -1 352 099 | -466 249  | -865 308   | -741 695   | -377 370   | -398 449   |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i><br>(e Ft) | 0         | 0         | 0          | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 2. Dinamikus likviditási fok                       | 0,27      | 0,32      | 0,05       | -0,12     | 0,60       | 0,34       | 0,08       | 0,10       |
| 3. Dinamikus eladósodottsági fok                   | 0,14      | 0,16      | 0,03       | -0,07     | 0,12       | 0,06       | 0,02       | 0,02       |
| 4. Adósságtörlesztési erő                          | 7,13      | 6,28      | 33,63      | -15,01    | 8,66       | 17,15      | 66,04      | 54,87      |

Forrás: saját szerkesztés

**12. TÁBLÁZAT: A SOLE – MIZO ÉS A FRIESLAND PÉNZÜGYI MUTATÓI 2008 ÉS 2011 KÖZÖTT (2)**

| MUTATÓK                             | SOLE MIZO |         |          |         | FRIESLAND |         |          |         |
|-------------------------------------|-----------|---------|----------|---------|-----------|---------|----------|---------|
|                                     | 2008      | 2009    | 2010     | 2011    | 2008      | 2009    | 2010     | 2011    |
| <i>Pénzciklus</i>                   |           |         |          |         |           |         |          |         |
| <i>Készletforgási sebesség</i>      |           | 12,21   | 12,22    | 10,57   |           | 20,22   | 20,18    | 20,99   |
| <i>Követelésforgási sebesség</i>    |           | 6,30    | 8,14     | 8,72    |           | 7,28    | 8,78     | 10,79   |
| <i>Tartozásforgási sebesség</i>     |           | 7,45    | 7,55     | 6,93    |           | 13,22   | 14,87    | 14,95   |
| <i>Működési ciklus<br/>(nap)</i>    |           | 87,80   | 74,69    | 76,38   |           | 68,22   | 59,67    | 51,20   |
| <i>1. Pénzciklus<br/>(nap)</i>      |           | 38,83   | 26,34    | 23,69   |           | 40,61   | 35,12    | 26,79   |
| <i>Jövedelmezőségi mutatók</i>      |           |         |          |         |           |         |          |         |
| 1. ROS                              | 0,05%     | -2,18%  | -4,52%   | 0,12%   | -16,76%   | -20,94% | -20,56%  | -26,48% |
| 2. ROA                              | 0,11%     | -4,67%  | -9,90%   | 0,26%   | -18,67%   | -24,35% | -31,21%  | -55,47% |
| 3. ROE                              | 0,61%     | -29,59% | -151,75% | 1,54%   | -41,32%   | -85,75% | -593,42% | 115,46% |
| <i>Készpénzalapú jövedelmezőség</i> |           |         |          |         |           |         |          |         |
| 1. CROS                             | 4,94%     | 5,49%   | 1,18%    | -2,50%  | 5,28%     | 3,36%   | 0,89%    | 1,24%   |
| 2. CROA                             | 10,34%    | 11,76%  | 2,59%    | -5,20%  | 5,89%     | 3,90%   | 1,35%    | 2,60%   |
| 3. CROE                             | 58,91%    | 74,47%  | 39,69%   | -30,92% | 13,02%    | 13,75%  | 25,70%   | -5,40%  |

Forrás: saját szerkesztés

**13. TÁBLÁZAT: A TOLNATEJ ÉS A NÁDUDVARI PÉNZÜGYI MUTATÓI 2008 ÉS 2011 KÖZÖTT (1)**

| MUTATÓK                                            | TOLNATEJ |           |           |           | NÁDUDVARI |          |          |          |
|----------------------------------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
|                                                    | 2008     | 2009      | 2010      | 2011      | 2008      | 2009     | 2010     | 2011     |
| <i>Rövid távú fizetőképesség</i>                   |          |           |           |           |           |          |          |          |
| 1. Általános likviditás                            | 4,15     | 3,29      | 3,22      | 2,91      | 1,00      | 0,76     | 0,50     | 0,41     |
| 2. Gyors likviditás                                | 3,14     | 2,80      | 2,70      | 2,39      | 0,75      | 0,60     | 0,37     | 0,27     |
| 3. Azonnali likviditás                             | 1,88     | 1,96      | 1,94      | 1,51      | 0,04      | 0,07     | 0,02     | 0,01     |
| <i>Hosszú távú fizetőképesség</i>                  |          |           |           |           |           |          |          |          |
| 1. Adósság / összes eszköz                         | 0,17     | 0,22      | 0,22      | 0,25      | 0,38      | 0,46     | 0,61     | 0,76     |
| 2. Adósság / saját tőke                            | 0,20     | 0,28      | 0,30      | 0,33      | 0,63      | 0,86     | 1,59     | 3,29     |
| <i>Finanszírozási erő</i>                          |          |           |           |           |           |          |          |          |
| 1. OCF<br>(e Ft)                                   | 595 104  | 1 931 326 | 1 118 232 | 318 622   | -79 754   | 177 127  | -9 157   | 102 981  |
| <i>Adózott eredmény</i><br>(e Ft)                  | 369 521  | 844 821   | 1 005 419 | 1 044 272 | -348 028  | -111 732 | -318 980 | -376 877 |
| <i>ÜTE</i><br>(e Ft)                               | 353 998  | 677 434   | 645 416   | 840 254   | -342 095  | -103 608 | -348 281 | -356 472 |
| <i>BCF</i><br>(e Ft)                               | -824 011 | -60 548   | -699 530  | -709 749  | -72 640   | -156 027 | -209 333 | -135 381 |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i><br>(e Ft) | 47 700   | 37 700    | 27 700    | 17 700    | 149 896   | 111 384  | 158 478  | 103 929  |
| 2. Dinamikus likviditási fok                       | 0,36     | 0,80      | 0,43      | 0,11      | -0,12     | 0,20     | -0,01    | 0,06     |
| 3. Dinamikus eladósodottsági fok                   | 0,35     | 0,79      | 0,42      | 0,11      | -0,10     | 0,18     | -0,01    | 0,06     |
| 4. Adósságtörlesztési erő                          | 2,89     | 1,27      | 2,37      | 9,47      | -9,91     | 5,55     | -146,48  | 16,92    |

Forrás: saját szerkesztés

**14. TÁBLÁZAT: A TOLNATEJ ÉS A NÁDUDVARI PÉNZÜGYI MUTATÓI 2008 ÉS 2011 KÖZÖTT (2)**

| MUTATÓK                             | TOLNATEJ |        |        |        | NÁDUDVARI |        |         |         |
|-------------------------------------|----------|--------|--------|--------|-----------|--------|---------|---------|
|                                     | 2008     | 2009   | 2010   | 2011   | 2008      | 2009   | 2010    | 2011    |
| <i>Pénzciklus</i>                   |          |        |        |        |           |        |         |         |
| <i>Készletforgási sebesség</i>      |          | 10,92  | 13,36  | 14,43  |           | 19,55  | 22,33   | 18,32   |
| <i>Követelésforgási sebesség</i>    |          | 8,50   | 9,32   | 10,12  |           | 7,02   | 9,06    | 9,78    |
| <i>Tartozásforgási sebesség</i>     |          | 12,14  | 11,39  | 11,56  |           | 11,05  | 17,20   | 11,25   |
| <i>Működési ciklus<br/>(nap)</i>    |          | 76,36  | 66,48  | 61,37  |           | 70,66  | 56,63   | 57,25   |
| <i>1. Pénzciklus<br/>(nap)</i>      |          | 46,29  | 34,45  | 29,79  |           | 37,63  | 35,41   | 24,81   |
| <i>Jövedelmezőségi mutatók</i>      |          |        |        |        |           |        |         |         |
| <i>1. ROS</i>                       | 2,18%    | 5,38%  | 5,90%  | 4,96%  | -11,08%   | -3,90% | -9,74%  | -10,89% |
| <i>2. ROA</i>                       | 3,58%    | 7,60%  | 8,51%  | 8,52%  | -16,93%   | -5,21% | -14,55% | -16,51% |
| <i>3. ROE</i>                       | 4,32%    | 9,81%  | 11,34% | 11,40% | -27,83%   | -9,73% | -37,85% | -71,21% |
| <i>Készpénzalapú jövedelmezőség</i> |          |        |        |        |           |        |         |         |
| <i>1. CROS</i>                      | 3,51%    | 12,30% | 6,56%  | 1,51%  | -2,54%    | 6,19%  | -0,28%  | 2,98%   |
| <i>2. CROA</i>                      | 5,76%    | 17,37% | 9,46%  | 2,60%  | -3,88%    | 8,26%  | -0,42%  | 4,51%   |
| <i>3. CROE</i>                      | 6,96%    | 22,42% | 12,61% | 3,48%  | -6,38%    | 15,43% | -1,09%  | 19,46%  |

Forrás: saját szerkesztés

**15. TÁBLÁZAT: A PANNONTEJ ÉS A MINNA PÉNZÜGYI MUTATÓI 2008 ÉS 2011 KÖZÖTT (1)**

| MUTATÓK                                            | PANNONTEJ |           |            |          | MINNA      |          |          |          |
|----------------------------------------------------|-----------|-----------|------------|----------|------------|----------|----------|----------|
|                                                    | 2008      | 2009      | 2010       | 2011     | 2008       | 2009     | 2010     | 2011     |
| <i>Rövid távú fizetőképesség</i>                   |           |           |            |          |            |          |          |          |
| 1. Általános likviditás                            | 6,82      | 3,13      | 2,55       | 2,75     | 0,39       | 0,43     | 0,36     | 0,42     |
| 2. Gyors likviditás                                | 5,26      | 2,60      | 1,58       | 1,61     | 0,19       | 0,26     | 0,23     | 0,25     |
| 3. Azonnali likviditás                             | 0,52      | 0,97      | 0,25       | 0,52     | 0,02       | 0,03     | 0,05     | 0,05     |
| <i>Hosszú távú fizetőképesség</i>                  |           |           |            |          |            |          |          |          |
| 1. Adósság / összes eszköz                         | 0,11      | 0,23      | 0,20       | 0,18     | 0,85       | 0,83     | 0,84     | 0,84     |
| 2. Adósság / saját tőke                            | 0,12      | 0,32      | 0,26       | 0,23     | 6,12       | 5,49     | 5,45     | 5,47     |
| <i>Finanszírozási erő</i>                          |           |           |            |          |            |          |          |          |
| 1. OCF<br>(e Ft)                                   | 942 215   | 1 891 843 | -1 871 430 | 726 576  | 1 629 407  | 158 983  | 596 466  | 161 280  |
| <i>Adózott eredmény</i><br>(e Ft)                  | 395 785   | 461 539   | -40 892    | -401 848 | 5 731      | 61 720   | 35 964   | 32 761   |
| <i>ÜTE</i><br>(e Ft)                               | 169 759   | 67 857    | -265 869   | -446 936 | 283 364    | 431 215  | 357 112  | 509 152  |
| <i>BCF</i><br>(e Ft)                               | -640 202  | -547 264  | -340 030   | -386 966 | -1 924 392 | -151 552 | -691 500 | -201 698 |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i><br>(e Ft) | 0         | 0         | 0          | 0        | 130 000    | 90 000   | 567 500  | 515 000  |
| 2. Dinamikus likviditási fok                       | 0,80      | 0,69      | -1,03      | 0,48     | 0,33       | 0,03     | 0,13     | 0,03     |
| 3. Dinamikus eladósodottsági fok                   | 0,80      | 0,69      | -1,03      | 0,48     | 0,26       | 0,03     | 0,10     | 0,03     |
| 4. Adósságtörlesztési erő                          | 1,25      | 1,45      | -0,97      | 2,09     | 3,87       | 37,70    | 10,45    | 39,94    |

Forrás: saját szerkesztés

**16. TÁBLÁZAT: A PANNONTEJ ÉS A MINNA PÉNZÜGYI MUTATÓI 2008 ÉS 2011 KÖZÖTT (2)**

| MUTATÓK                             | PANNONTEJ |        |         |        | MINNA   |        |        |        |
|-------------------------------------|-----------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
|                                     | 2008      | 2009   | 2010    | 2011   | 2008    | 2009   | 2010   | 2011   |
| <i>Pénzciklus</i>                   |           |        |         |        |         |        |        |        |
| <i>Készletforgási sebesség</i>      |           | 7,37   | 7,90    | 8,94   |         | 10,23  | 11,13  | 10,09  |
| <i>Követelésforgási sebesség</i>    |           | 6,81   | 7,47    | 9,73   |         | 11,52  | 9,90   | 9,79   |
| <i>Tartozásforgási sebesség</i>     |           | 15,25  | 12,96   | 15,60  |         | 4,31   | 4,68   | 4,60   |
| <i>Működési ciklus<br/>(nap)</i>    |           | 103,16 | 95,06   | 78,36  |         | 67,37  | 69,67  | 73,46  |
| <i>1. Pénzciklus<br/>(nap)</i>      |           | 79,23  | 66,89   | 54,96  |         | -17,39 | -8,24  | -5,89  |
| <i>Jövedelmezőségi mutatók</i>      |           |        |         |        |         |        |        |        |
| <i>1. ROS</i>                       | 2,93%     | 3,79%  | -0,32%  | -2,58% | 0,04%   | 0,70%  | 0,47%  | 0,46%  |
| <i>2. ROA</i>                       | 3,57%     | 3,93%  | -0,45%  | -4,68% | 0,08%   | 0,86%  | 0,49%  | 0,43%  |
| <i>3. ROE</i>                       | 4,11%     | 5,42%  | -0,58%  | -6,05% | 0,56%   | 5,65%  | 3,14%  | 2,78%  |
| <i>Készpénzalapú jövedelmezőség</i> |           |        |         |        |         |        |        |        |
| <i>1. CROS</i>                      | 6,98%     | 15,54% | -14,70% | 4,67%  | 11,47%  | 1,80%  | 7,87%  | 2,28%  |
| <i>2. CROA</i>                      | 8,50%     | 16,11% | -20,39% | 8,47%  | 21,87%  | 2,21%  | 8,08%  | 2,11%  |
| <i>3. CROE</i>                      | 9,78%     | 22,24% | -26,57% | 10,94% | 158,23% | 14,57% | 52,11% | 13,70% |

Forrás: saját szerkesztés

**17. TÁBLÁZAT: A NASZÁLYTEJ PÉNZÜGYI MUTATÓI 2008-2011-BEN**

| MUTATÓK                                            | NASZÁLYTEJ |          |          |          |
|----------------------------------------------------|------------|----------|----------|----------|
|                                                    | 2008       | 2009     | 2010     | 2011     |
| <i>Rövid távú fizetőképesség</i>                   |            |          |          |          |
| 1. Általános likviditás                            | 1,72       | 1,94     | 1,27     | 1,49     |
| 2. Gyors likviditás                                | 1,32       | 1,52     | 0,94     | 1,06     |
| 3. Azonnali likviditás                             | 0,07       | 0,08     | 0,06     | 0,01     |
| <i>Hosszú távú fizetőképesség</i>                  |            |          |          |          |
| 1. Adósság / összes eszköz                         | 0,36       | 0,31     | 0,47     | 0,43     |
| 2. Adósság / saját tőke                            | 0,63       | 0,51     | 1,11     | 0,80     |
| <i>Finanszírozási erő</i>                          |            |          |          |          |
| 1. OCF<br>(e Ft)                                   | -17 303    | -85 298  | 226 403  | -421 508 |
| <i>Adózott eredmény</i><br>(e Ft)                  | 211 312    | 190 674  | 103 504  | 85 418   |
| <i>ÜTE</i><br>(e Ft)                               | 243 091    | 185 886  | 84 861   | 115 900  |
| <i>BCF</i><br>(e Ft)                               | -44 880    | -116 744 | -662 751 | -98 219  |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i><br>(e Ft) | 19 039     | 7 925    | 145 260  | 142 506  |
| 2. Dinamikus likviditási fok                       | -0,04      | -0,17    | 0,22     | -0,44    |
| 3. Dinamikus eladósodottsági fok                   | -0,04      | -0,18    | 0,19     | -0,38    |
| 4. Adósságtörlesztési erő                          | -27,74     | -5,64    | 5,15     | -2,60    |
| <i>Pénzciklus</i>                                  |            |          |          |          |
| <i>Készletforgási sebesség</i>                     |            | 28,96    | 23,95    | 21,27    |
| <i>Követelésforgási sebesség</i>                   |            | 9,40     | 8,91     | 9,30     |
| <i>Tartozásforgási sebesség</i>                    |            | 14,28    | 11,11    | 11,00    |
| <i>Működési ciklus</i><br>(nap)                    |            | 51,44    | 56,22    | 56,40    |
| 1. Pénzciklus<br>(nap)                             |            | 25,88    | 23,35    | 23,21    |
| <i>Jövedelmezőségi mutatók</i>                     |            |          |          |          |
| 1. ROS                                             | 3,62%      | 3,40%    | 1,59%    | 1,07%    |
| 2. ROA                                             | 15,88%     | 12,21%   | 4,17%    | 3,36%    |
| 3. ROE                                             | 27,90%     | 20,11%   | 9,84%    | 6,19%    |
| <i>Készpénzalapú jövedelmezőség</i>                |            |          |          |          |
| 1. CROS                                            | -0,30%     | -1,52%   | 3,47%    | -5,30%   |
| 2. CROA                                            | -1,30%     | -5,46%   | 9,13%    | -16,59%  |
| 3. CROE                                            | -2,28%     | -9,00%   | 21,53%   | -30,57%  |

Forrás: saját szerkesztés

**18. TÁBLÁZAT: A VÁLLALATOK VERSENYKÉPESSÉGI DEFINÍCIÓN ALAPULÓ ÉRTÉKELÉSE (1)**

| MUTATÓK                                            | SOLE MIZO  |            | FRIESLAND  |            | TOLNATEJ   |            | NÁDUDVARI |           |
|----------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
|                                                    | Átlag      | 2011       | Átlag      | 2011       | Átlag      | 2011       | Átlag     | 2011      |
| <i>Árbevétel</i><br>(e Ft)                         | 38 525 711 | 35 861 053 | 30 896 652 | 28 740 198 | 17 689 739 | 21 068 774 | 3 183 836 | 3 459 384 |
| <i>Adózott eredmény</i><br>(e Ft)                  | -610 202   | 44 646     | -6 458 168 | -7 609 279 | 816 008    | 1 044 272  | -288 904  | -376 877  |
| <i>ÜTE</i><br>(e Ft)                               | -68 078    | 1 034 035  | -5 328 533 | -5 367 821 | 629 276    | 840 254    | -287 614  | -356 472  |
| <i>OCF</i><br>(e Ft)                               | 937 484    | -897 727   | 879 368    | 356 127    | 990 821    | 318 622    | 47 799    | 102 981   |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i><br>(e Ft) | 0          | 0          | 0          | 0          | 32 700     | 17 700     | 130 922   | 103 929   |
| <i>BCF</i><br>(e Ft)                               | -488 921   | -466 249   | -595 706   | -398 449   | -573 460   | -709 749   | -143 345  | -135 381  |

Forrás: saját szerkesztés

**19. TÁBLÁZAT: A VÁLLALATOK VERSENYKÉPESSÉGI DEFINÍCIÓN ALAPULÓ ÉRTÉKELÉSE (2)**

| MUTATÓK                                            | PANNONTEJ  |            | MINNA     |           | NASZÁLYTEJ |           |
|----------------------------------------------------|------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|
|                                                    | Átlag      | 2011       | Átlag     | 2011      | Átlag      | 2011      |
| <i>Árbevétel</i><br>(e Ft)                         | 13 492 509 | 15 558 526 | 9 422 914 | 7 070 978 | 6 477 680  | 7 959 460 |
| <i>Adózott eredmény</i><br>(e Ft)                  | 103 646    | -401 848   | 34 044    | 32 761    | 147 727    | 85 418    |
| <i>ÜTE</i><br>(e Ft)                               | -118 797   | -446 936   | 395 211   | 509 152   | 157 435    | 115 900   |
| <i>OCF</i><br>(e Ft)                               | 422 301    | 726 576    | 636 534   | 161 280   | -74 427    | -421 508  |
| <i>Beruházási és fejlesztési hitelek</i><br>(e Ft) | 0          | 0          | 325 625   | 515 000   | 78 683     | 142 506   |
| <i>BCF</i><br>(e Ft)                               | -478 616   | -386 966   | -742 286  | -201 698  | -230 649   | -98 219   |

Forrás: saját szerkesztés