

OTDK-DOLGOZAT

Szabó József

BA

2013

**EGY CSOMAGOLÓANYAGOKAT GYÁRTÓ VÁLLALKOZÁS
KOMPLEX ELEMZÉSE A FIZETÉSKÉPTELENSÉG
ELŐREJELZÉSÉVEL**

**COMPLEX ANALYSIS OF A COMPANY PRODUCING PACKING
MATERIALS WITH THE PROGNOSIS OF BANKRUPTCY**

Kézirat lezárása: 2012. november 5.

Tartalomjegyzék

1	BEVEZETÉS	1
2	AZ ELEMZÉS, MINT PÉNZÜGYI-SZÁMVITELI MÓDSZERTAN	2
2.1	AZ ELEMZÉS FOGALMA.....	2
2.2	AZ ELEMZÉS CÉLJA.....	3
2.3	AZ ELEMZÉS FAJTÁI.....	3
2.4	A SZÁMVITELI ALAPELVEK BIZTOSÍTJÁK AZ ELEMZÉSEK ÖSSZEMÉRHETŐSÉGÉT	5
3	A PANNUNION - PACCOR HUNGARY BEMUTATÁSA	6
3.1	A PANNUNION NYRT. RÖVID TÖRTÉNETE'	6
3.2	KÖZELMÚLTBELI VÁLTOZÁSOK A PANNUNION ÉLETÉBEN	7
3.3	A VÁLLALAT TEVÉKENYSÉGE.....	8
3.4	A PANNUNION ALKALMAZOTT SZÁMVITELI MÓDSZEREI.....	9
4	GYORSDIAGNÓZIS	9
5	PANNUNION CSOMAGOLÓANYAG NYRT. VAGYONI HELYZETÉNEK KOMPLEX ELEMZÉSE A 2007-2011. GAZDASÁGI ÉVEKBEN	15
5.1	A VÁLLALKOZÁS VAGYONI HELYZETÉNEK ALAKULÁSA.....	16
5.2	AZ ESZKÖZÖK SZERKEZETÉNEK VIZSGÁLATA.....	16
5.2.1	<i>A forgóeszközök változásának elemzése</i>	<i>17</i>
5.2.2	<i>A befektetett eszközök változásának vizsgálata.....</i>	<i>21</i>
5.2.3	<i>A források szerkezeti vizsgálata.....</i>	<i>24</i>
5.2.4	<i>A saját tőke alakulásának analizálása</i>	<i>25</i>
5.2.5	<i>Az idegen tőke változásának elemzése</i>	<i>27</i>
5.3	SZINOPSZIS	29
6	A JÖVEDELMI HELYZET - AZ EREDMÉNY ELEMZÉSE A 2007-2010. ÜZLETI ÉVEKBEN	30
6.1	AZ EREDMÉNY STRUKTURÁLIS ELEMZÉSE: BEVÉTEL- ÉS RÁFORDÍTÁSSZERKEZET VIZSGÁLATA ...	31
6.2	TŐKEJÖVEDELEM (BRUTTÓ MŰKÖDÉSI EREDMÉNY)	40
6.3	A JÖVEDELMI HELYZET ELEMZÉSE.....	41
6.3.1	<i>Jövedelmezőség.....</i>	<i>41</i>
6.3.2	<i>Hatékonyság</i>	<i>43</i>
6.3.3	<i>Megtérülési mutatók</i>	<i>47</i>
7	PÉNZÜGYI HELYZET, LIKVIDITÁS VIZSGÁLATA A 2007-2010-ES GAZDASÁGI ÉVEKBEN	48
7.1	FORGÁSI IDŐ, LIKVIDITÁSI IDŐ KISZÁMÍTÁSA	50
7.1.1	<i>A négyfokozatú likviditási mérleg</i>	<i>53</i>
7.1.2	<i>A Cash flow kimutatás elemzése</i>	<i>54</i>

8	A FIZETÉSKÉPTELENSÉG ELŐREJELZÉSE – CSŐDMODELLEK	56
8.1	A CSŐDMODELLEK TÖRTÉNETE ÉS FEJLŐDÉSE	56
8.2	A TÖBBVÁLTOZÓS DISZKRIMINANCIA-ANALÍZIS.....	59
8.3	A LOGISZTIKUS REGRESSZIÓ.....	60
9	A PANNUNION FIZETÉSKÉPTELENSÉGÉNEK ELŐREJELZÉSE	61
9.1	A DISZKRIMINANCIA-ANALÍZIS SEGÍTSÉGÉVEL.....	61
9.1.1	Altman: Z-modell (módosított).....	61
9.1.2	Altman: Z"-modell	63
9.1.3	Altman: ZETA-modell	64
9.1.4	Az első hazai csődmodell - Virág: Z-modell	66
9.2	A LOGISZTIKUS REGRESSZIÓ FELHASZNÁLÁSÁVAL.....	67
9.2.1	Az első hazai csődmodell - Virág: Logit-modell	67
10	TRENDEK	69
11	ÖSSZEFOGLALÁS	74
12	IRODALOMJEGYZÉK	78
13	MELLÉKLETEK.....	79

Táblázat- és ábrajegyzék

1. ábra: A számveteli alapelvek fajtái.....	5
2. ábra: A likviditási gyorsráta összetevői	10
1. Táblázat: Stabilitási mutatók	11
2. Táblázat: Eladósodási mutatók alakulása	12
3. Táblázat: Nyereségesség alakulása	12
3. ábra: A négy vállalat AEE-ének alakulása (2007-2011, mFt).....	14
4. Táblázat: ROIC változása I. (2008-2011).....	14
5. Táblázat: ROIC változása II. (2008-2011).....	14
4. ábra: Az eszközök szerkezeti változása (2007-2011).....	17
5. ábra: A források szerkezeti ábrája (2007-2011).....	24
6. Táblázat: A tőkeellátottság alakulása (2007-2011).....	24
7. Táblázat: A tőke önfinanszírozása (2007-2011)	26
8. Táblázat: A befektetett eszközök fedezettsége (2007-2011).....	26
6. ábra: A mérleg szerinti eredmény alakulása (2007-2010).....	31
9. Táblázat: Az eredménykategóriák alakulása (2007-2010).....	32
7. ábra: Az eredménykategóriák alakulása (2007-2010).....	32
10. Táblázat: Az eredménykategóriák százalékos és abszolút változása (2007-2010).....	33
11. Táblázat: Az üzemi eredményhez viszonyított eredménytételek (2007-2010).....	34
8. ábra: Az üzemi, üzleti eredmény összetétele (2007-2010).....	35
12. Táblázat: Az anyagintenzitás alakulása	35

9. ábra: Az anyagjellegű ráfordítások változása (2007-2010).....	36
10. ábra: A személyi jellegű ráfordítások változása (2007-2010).....	37
13. Táblázat: Alkalmazottak szempontjából fontos mutatók (2007-2010)	37
11. ábra: Az árbevétel alakulása (2007-2010).....	39
12. ábra: A műanyagipari árbevétel alakulása (2007-2010, eFt).....	39
14. Táblázat: A vállalati és ipari tevékenység aránya (2007-2010).....	40
13. ábra: A vállalati tőkejövedelem alakulása (2007-2010, eFt).....	40
14. ábra: Az iparági tőkejövedelem (2003-2008, eFt).....	41
15. Táblázat: Hozam mutatók alakulása (2007-2010).....	44
15. ábra: Iparági bruttó termelési érték alakulása (2003-2008, eFt).....	45
16. Táblázat: A vállalati és iparági bruttó termelési érték aránya (2007-2008, eFt).....	45
17. Táblázat: vállalati és iparági hozzáadott érték (2007-2008, mFt).....	46
18. Táblázat: A legfontosabb megtérülési mutatók (2007-2010).....	47
19. Táblázat: A likviditási ráta alakulása	48
17. ábra: Forgási idők 2008 és 2011 között (nap)	51
18. ábra: Likviditási idők (2008-2011, nap)	52
20. Táblázat: A négyfokozatú likviditási mérleg értékelése (2007-2011, eFt)	53
21. Táblázat: CF alakulása (2007-2011, eFt).....	54
22. Táblázat: Fontosabb CF mutatók (2007-2011. év).....	55
19. ábra: A csődmodellek fejlődéstörténete	57
23. Táblázat: Altman-féle módosított Z-modell (2007-2011).....	61
24. Táblázat: Altman-féle Z"-modell (2007-2011).....	63
25. Táblázat: Altman-féle ZETA-modell (2007-2011)	65
26. Táblázat: Virág-féle Z-modell (2007-2011).....	66
27. Táblázat: Virág-féle Logit-modell (2007-2011).....	68
20. ábra: Az ÉNÁ alakulása negyedévenként (2007-2011. 2. negyedév, mFt)	70
21. ábra: A 4 vállalkozás árbevételének alakulása (2007-2011., mrd Ft).....	71
22. ábra: Az EBIT változása (2007-2011. 2. negyedév, mFt)	71
23. ábra: A negyedéves cashflow-ok alakulása (2008-2011. 2. negyedév, mFt).....	72
24. ábra: A pénzeszközállomány változása (2008-2011. 2. negyedév, mFt).....	73
25. ábra: A vállalat kötelezettségeinek alakulása (2007-2011. 2. negyedév, mFt)	74

1 Bevezetés

Kutatómunkám keretében lehetőségem nyílt megismerni egy, a csomagolóipar piacán meghatározó szereppel bíró vállalkozást. A 2008-as, a 2009-es, a 2010-es éves, valamint a 2011. évi éves beszámolóí adatainak felhasználásával megpróbáltam részletesen és deduktívan elemezni a vállalkozás vagyoni, jövedelmi és pénzügyi helyzetét. Esetenként lehetőségem volt a vizsgált négy üzleti év tendenciáját is megállapítani.

Dolgozatomban a vagyoni helyzet vizsgálata előtt a beszámolóban található mérleget a jobb átláthatóság és az elemzés megkönnyítése céljából korrigáltam, átrendeztem. A vállalat vagyoni helyzetének elemzésekor (a vertikális és a horizontális elemzés módszertanának segítségével) ezt az előkészített mérleget illetve a kiegészítő mellékletet használtam fel.

A jövedelmi helyzet vizsgálatánál pedig kizárólag a beszámolóban található eredménykimutatás alapján összeállított különböző mutatók (jövedelmezőségi, megtérülési, hatékonysági) elemzésével vontam le fontos következtetéseket.

A pénzügyi, likviditási helyzet tanulmányozásakor az alapvető likviditási mutatókon és a forgási, likviditási időkon kívül felállítottam egy négyfokozatú likviditási mérleget, továbbá kitértem a cash flow kimutatás által szolgáltatott információk ismertetésére.

A tavalyi, 2011. évi TDK dolgozatom ezekből az összetevőkből állt. Azóta folytattam kutatásom, és bővítettem dolgozatomat a csődmodellekkel illetve az előrejelzést segítő trendekkel.

A további konzekvenciák levonásához fontosnak tartottam tehát, hogy a fizetéseképtelenséget is megvizsgáljam, tehát mélyebb szinten is belemerüljek a csődmodellek módszertanába, hiszen a társaságnak különböző (pénzügyi, likviditási) problémái adódtak - a csődmodellek használatának segítségével talán ezen nehézségek előrejelezhetők és leküzdhetők lesznek a jövőben.

Projektfeladatomban harmadik, egyben utolsó részében így arra vállalkoztam, hogy mélyebb szinten is belemerüljek a csődmodellek módszertanába, hiszen a korábbiakban már láthattuk, hogy a társaságnak különböző (pénzügyi, likviditási) problémái adódtak - a csődmodellek használatának segítségével talán ezen nehézségek előrejelezhetők és leküzdhetők lesznek a jövőben. Így tehát az Altman által publikált Z-modell csak a kiindulópont lesz: nemcsak a diszkriminancia-analízis több modell-változatát mutatom be, hanem a logisztikus regresszió egy hazai modelljét is.

2 Az elemzés, mint pénzügyi-számviteli módszertan

A beszámolóból számítható mutatók és a különböző pénzügyi-számviteli elemzési módszerek nagy segítséget adnak egy cég hosszú távú és eredményes működéséhez. Segítségükkel a vállalat belső irányítása, menedzsmentje helyes döntést tud hozni a további lépésekről, és egyúttal egyfajta visszaigazolást is nyújtanak a vezetőség korábbi döntéseinek hatásáról, illetve a cég múltbeli teljesítményéről. Az elemzés nemcsak a vezetők munkáját segíti, hanem a vállalat külső-belső érdekeltjeit (tulajdonosok, a vállalati alkalmazottak, bankok, hitelezők, versenytársak, adóhatóság, potenciális befektetők) is informálja a vállalkozás helyzetéről, működéséről.

A vállalkozások beszámoló-rendszerének feladata, hogy valós, megbízható, hiteles információkat közvetítsen a vállalat vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetéről és az ezekben bekövetkezett változásokról. A beszámoló-rendszer négy fontos részből tevődik össze: a mérlegből, az eredménykimutatásból, illetve a kiegészítő mellékletből, és az előbbieket hitelesítő könyvvizsgálói záradékból.

" A három számszaki beszámolórész, a mérleg az eredménykimutatás és a cash flow kimutatás célja és feladata a következő:

A mérleg a legfontosabb pénzügyi kimutatás, amely megmutatja vagyunk nagyságát, összetételét, eredetét, valamint növekedését vagy csökkenését egy korábbi időponthoz képest.

Az eredménykimutatás megmutatja a működésünk eredményességére ható tranzakciók (hozamok és ráfordítások) jellegét és nagyságrendjét egy adott időszakban.

A cash flow kimutatás megmutatja a pénzkészletünkre ható pénzügyi tranzakciók (pénzbevételek, pénzkiadások) jellegét és nagyságrendjét egy adott időszakban."¹

2.1 Az elemzés fogalma

Az elemzés (*analysis*) görög eredetű szó, mely vizsgálatot, részekre bontást jelöl. Analizálni, elemezni sok mindent lehet, viszont manapság ez általában a kutatás, a megismerés módszere.

Az elemzés alapja a dialektika, amely filozófiai értelemben egy módszertant jelent, amely a dolgok összefüggését és az egyensúlyban lévő ellentéteket tekinti kiindulópontnak.

¹ Karai-Laáb-Rózsa, 2011, 5.o.

Esetünkben ez most a gazdasági jelenségek, folyamatok egymással való összefüggésére, kölcsönhatására, esetleg ellentmondására utal.²

Az elemzést Adorján et al. szerint kétféleképpen lehet értelmezni: szűkebben és tágabban. Az elemzés szűkebb értelmezése szerint egy vállalkozás gazdasági helyzetének, fejlődésének időbeli és térbeli összehasonlítását jelenti. Időbeli összehasonlítás esetén több, egymást követő időszak adatait hasonlítjuk össze. Térbeli összehasonlításakor pedig egy másik vállalat -, amely hasonló profilú, méretű - vagy iparági átlag adataihoz viszonyítjuk az elemzendő vállalat mérlegétteleit, adatait. A gyakorlatban e két értelmezés egymást kiegészíti. Az elemzés tágabb értelmezése magában foglalja a vagyoni, a pénzügyi, a jövedelmi helyzet, valamint a felmerülő költségek értékelését is.³

2.2 Az elemzés célja

Adott vállalkozás célja végső soron a cég eredményességének optimalizálása. Ez három funkcióban nyilvánulhat meg:

- A tervezési funkcióban, mely a beszámoló részletes elemzése során nyert információk segítségével a lehető legtökéletesebb jövőbeli döntések megtervezését jelenti.
- Az informális funkcióban, amely azon összefüggések, tények feltérképezését jelenti, amelyek a beszámolóban közvetlenül nem találhatók meg.
- Az ellenőrzési funkcióban, mely adott időszakban hozott vezetői döntések elemzését, értékelését, valamint a vállalkozás iparági helyzetének, a konkurens vállalatokhoz való viszonyát segíti optimalizálni.⁴

2.3 Az elemzés fajtái

Időpontját tekintve beszélhetünk *döntést előkészítő, operatív és revíziós jellegű* elemzésről. A vezetői döntést előkészítő elemzés a különböző tervszámok segítségével az előretekintést (prospektivitást), a megalapozottságot hivatott szolgálni. Az operatív elemzés célja az optimális végrehajtás biztosítása. Az időszak végi, revíziós jellegű, visszatekintő (retrospektív) elemzés a már végrehajtott feladat után utólag készített áttekintéseket, értékeléseket jelenti.

Elemzési eljárás szempontjából léteznek *abszolút vagy relatív különbség számítások, gazdaságossági számítások, kalkulációk, tényezőkre bontás, szemléltető ábrák, diagramok.*

² Kissné, 2006, 5.o.

³ Adorján-Lukács-Róth-Veit, 2003, 4.o.

⁴ Adorján-Lukács-Róth-Veit, 2003, 5.o.

Abszolút különbszet számításakor két abszolút adat különbszetét hasonlítjuk össze, vonjuk ki egymásból (különbségüket vesszük). A relatív különbszet számításakor az abszolút adatoknak egymáshoz viszonyított arányát vizsgáljuk mutatószámokat, arányokat képezve. A *mutatószámok* segítségével egyetlen adattal érzékelhetünk folyamatokat, összefüggéseket. A mutatószámok elemzésekor figyelembe kell venni azt, hogy a mutatószám minek az elemzésére irányul. A mutatószámok kifejezhetők együtthatós és százalékos formában is. Elemzésemkor a leggyakrabban használt mutatószámokat fogom alkalmazni, melyek a következők:

- megoszlási viszonyyszámok: $V_m = \text{részadat} / \text{egész}$
- koordinációs viszonyyszámok: $V_k = \text{részadat} / \text{részadat}$
- dinamikus viszonyyszámok: $V_d = \text{időszak}_1 \text{ adata} / \text{időszak}_2 \text{ adata}$
- intenzitási viszonyyszámok: egymással összefüggő, de különböző fajtájú adatok egymáshoz való viszonyítása

Gazdaságossági számítások, kalkulációk készíthetők az időpontot tekintve mindhárom fázisban, tehát a döntést megelőző szakaszban előkalkuláció, a végrehajtási szakaszban közbeni kalkuláció és a folyamat végén utókalkuláció.

Tényezőkre bontás elvén alapuló elemzési eljárás feltétele, hogy a vizsgált jelenség szorzatként vagy szorzatok összegeként felírható legyen. Például a költség- és fedezeti összeg elemzésénél.

Az ábrák, diagramok, grafikonok segítségével az előbbieken felsorolt eljárások, módszerek eredményei szemléltethetők látványosan is az ok-okozati összefüggések, kapcsolatok. Ezt az elemzési fajtát -, ahogy majd később látható lesz - én is előszeretettel alkalmaztam.

Terjedelme szerint megkülönböztetünk *globális és részleges* elemzést. Globális az elemzés, ha az egész vállalkozást, átfogóan, minden területre kiterjedően vizsgáljuk. Ha csak egy-egy meghatározott területtel, például egyes mérlegtételek alakulásával, vagy csak egy szervezeti egység gazdálkodásával foglalkozunk, akkor részleges elemzésről beszélünk.

A **folyamat állapota szerint** az elemzés lehet *statikus*, egy időpontra vonatkozó vagy *dinamikus*, az időtartamot, fejlődést, változást is elemző vizsgálat.

Módszerét tekintve végezhetünk *deduktív* (az egészrészt kibontva a részek felé haladva) vagy az ok-okozati összefüggéseket is feltárva *induktív* (a részelemekből kiindulva eljutni az egészrészhez) elemzést.

Dolgozatomban igyekeztem elsősorban a deduktív módszereket felhasználva a legfontosabb következtetéseket levonni.

Az **elemzést végző személye** szerint beszélhetünk: belső (üzemi) mérlegelemzésről, melynek során az elemző nemcsak a publikus mérlegadatokat ismeri, hanem tisztában van a vállalkozást érintő pénzügyi, számviteli, műszaki és termelési információkkal is; illetve külső mérlegelemzés, amikor a nyilvánosságra hozott beszámoló adataiból próbálják a külső elemzők a lehető legpontosabban felmérni a vállalkozás helyzetét, és a jövőre vonatkozóan a különböző konzekvenciákat levonni. Egy külső elemzőnek jóval nehezebb dolga van, hiszen nem ismeri a mérlegadatokat és a kiegészítő mellékletben leírt adatokon kívüli egyéb információkat.⁵

Én mint elemző az utóbbi csoportba tartozom, mivel nem álltak rendelkezésemre az éves beszámolón kívül egyéb adatok, mint például a késztermékek analitikája.

2.4 A számviteli alapelvek biztosítják az elemzések összemérhetőségét

A fentebb is említett összehasonlíthatóság (időben és térben) nagyon fontos tényező, elv, ezért is írja elő a számviteli törvény.



1. ábra: A számviteli alapelvek fajtái⁶

Az általános számviteli beszámolókat a vállalkozás folytatásának elve alapján kell összeállítani. Az összes többi alapelv feltételezi a vállalkozás folytatásának elvét, ennek az elvnek a meglétét, ezért ezt az elvet az alapelvek alapelvének is szoktuk nevezni.

" A beszámoló elkészítésekor és a könyvvezetés során abból kell kiindulni, hogy a gazdálkodó a belátható jövőben is fenn tudja tartani működését, folytatni tudja tevékenységét, nem várható a működés beszüntetése vagy bármilyen okból történő jelentős csökkenése."⁷

A realizált eredmény meghatározását szolgálja az összemérés elve. Az összemérés elvének megvalósítását segíti elő az időbeli elhatárolás elve és az óvatosság elve. , Az időbeli elhatárolás elve az összemérés megvalósíthatóságát segíti elő. Az óvatosság elve pedig az

⁵ Adorján-Lukács-Róth-Veit, 2003, 5-6.o.

⁶ Karai-Laáb-Rózsa, 2011, 7-10.o.

⁷ 2000.évi C. tv., 15. § (1)

időszaki eredményt tartalmilag korrigálja, mert nem lehet olyan eredményt kimutatni, aminek pénzügyi realizálása bizonytalan.

A beszámoló és az azt alátámasztó könyvvizetés megbízhatóságát szolgálja a valódiság és a teljesség elve. A beszámoló megbízható, ha az teljes és valósághű. A számviteli törvényben rögzített alapelvek közül a beszámoló megbízhatóságát a teljesség, a valódiság és a tartalom elsődlegessége a formával szemben elvek biztosítják. A teljesség elvét korlátozzák: a lényegesség elve és a költség-haszon összevetésének elve.

A beszámoló összehasonlíthatóságát, érthetőségét szolgálja a világosság elve, a folytonosság elve, és a következetesség elve. A világosság elvéből vezethetjük le az egyedi értékelés elvét, valamint a bruttó elszámolás elvét.

" A törvényben rögzített alapelvek, értékelési előírások alapján ki kell alakítani és írásba kell foglalni a gazdálkodó adottságainak, körülményeinek leginkább megfelelő - a törvény végrehajtásának módszereit, eszközeit meghatározó - számviteli politikát."⁸

3 A Pannunion - PACCOR Hungary bemutatása

3.1 A Pannunion Nyrt. rövid története^{9,10}

A Pannunion Csomagolóanyag Zrt. 2007. október 15-én került bejegyzésre és október 16-án kezdte meg gazdasági tevékenységét. A társaság jogelődje a Pannunion Csomagolóanyag Kft., mely 1992. augusztus 1-én kezdte meg működését. Alapító tulajdonosok: Pannonplast Műanyagipari Rt. és Greiner GmbH. A tulajdonosi hányad: 50% ill. 50% volt. A Pannunion Csomagolóanyag Kft. 400 millió Ft alaptőkével alakult, ami az időközben végrehajtott többszöri tőkeemelés hatására, 1996. december 31-ére 1.454 millió Ft-ra emelkedett. Jelenleg a vállalkozás 2.694 millió jegyzett tőkével rendelkezik.

Az 1992 és 2007 között eltelt 15 év alatt a cég tulajdonosi köre jelentősen átalakult. Az 1997. évben például a Pannunion Csomagolóanyag Kft. tulajdonosai a Pannonplast Műanyagipari Rt. (70%-ban) és a Toumpane Investments Ltd. (30%-ban). Miután a 2001. év elején a Toumpane Investments Ltd. eladta tulajdonosi részesedését a Pannonplast Rt.-nek, a tulajdonosi összetétel a következőképpen alakult: Pannonplast Műanyagipari Rt. (85,76%) és Pannunion Csomagolóanyag Kft. (14,24%). 2001. év végén ismét megváltozott a tulajdonosi

⁸ 2000. évi C. tv., 14. § (3)

⁹ Pannunion Nyrt. 2008. évi éves beszámolója, kiegészítő melléklet, 4-5.o.

¹⁰ A 2011. október 20-a előtt fennálló helyzet alapján.

összetétel: a Pannonplast Rt. megvásárolt 70,3 mFt névértékű üzletrészt a Pannunion Csomagolóanyag Kft.-től. Az új összetétel az alábbiak szerint alakult: Pannonplast Műanyagipari Rt. (88,92%) és a Pannunion Csomagolóanyag Kft. (11,08%). Végül a Pannunion Csomagolóanyag Kft. 11,08%-os tulajdonosi részesedését 2002-ben megvásárolta a Pannonplast Műanyagipari Rt., ezzel 100%-os tulajdonos lett.

A Pannunion Kft. 2007-ben átalakult, Kft.-ből Zrt.-vé lett. 2008-ban a közgyűlés döntött a társaság működési formájának megváltoztatásáról, melynek eredményeként a társaság nyilvánosan működő részvénytársaságként működik tovább.

A közgyűlés döntött a társaság törzsrésztvényeinek a Budapesti Értéktőzsdére történő bevezetéséről is, így 2008. szeptember 30-án kerültek bevezetésre a vállalkozás részvényei a BÉT-re. A tőzsdei bevezetést követően a tulajdonosi szerkezet jelentősen nem változott.

Az 1% feletti tulajdonosi struktúra a következő:

- PannErgy Nyrt. (a Pannonplast Nyrt. 2008 óta használt cégneve) - részesedés és szavazati jog: 95,22%
- Szabó Balázs magánszemély (a Pannunion Nyrt. Igazgatóságának tagja) - részesedés és szavazati jog: 3,00%

A Pannunion csoporthoz tartozó társaságok:

- Anyavállalat: PannErgy Nyrt.
- Leányvállalat: Almand Kft., Pannon-Effekt Kft., Interagropack Ltd. (Ukrajna), Unical S.R.L (Románia), Unionplast doo (Szerbia)
- Egyéb vállalatok: Pannunion Service Gmbh (Németország), FCI Furukawa Kft., Pannonplast Műszaki Műanyagok Zrt.

3.2 Közel múltbeli változások a Pannunion életében¹¹

A Pannunion Nyrt.-t 95,22%-ban birtokló PannErgy Nyrt. 2011. október 20-án hivatalosan is megvált a Pannunion Nyrt.-ben szerzett összes részesedésétől.¹² Még ezen a napon a Gazdasági Versenyhivatal engedélyezte a Pannunity Kft.-nek, hogy irányítást szerezzen a Pannunionban a PannErgy Nyrt. által eladott részesedések megvételével. Ezzel gyakorlatilag megszűnt a Pannon-csoport, amely a tranzakciót megelőzően a PannErgy Nyrt.-csoport csomagolóanyag-gyártással foglalkozó vállalatait (Pannunion és 5 leányvállalata) foglalta magában.

¹¹ A 2011. október 20-tól fennálló helyzet szerint.

¹² Forrás: <http://www.vg.hu/vallalatok/vallalati-hirek/a-pannergymegvált-a-pannuniontól-360622>

Érdekesség, hogy a Gazdasági Versenyhivatal - még az engedélyezés előtt - arra gyanakodott, hogy ez az összeolvadás piacvezető pozíciót adnak a két vállalkozásnak, mivel a két társaság hasonló vállalkozói tevékenységet folytat. A horizontális hatásvizsgálat során viszont beigazolódott, hogy az összefonódó vállalkozások nem tekinthetők egymás legközelebbi piaci versenytársainak és a piaci lehetőségek (például kapacitásbővülés, új versenytárs szabad belépése) is megvannak arra, hogy megakadályozzák az összejátszást; hogy az kooperatív oligopólium ne következzen be.¹³

Egy héttel később, a Pannunity Kft. bejelentette, hogy megkezdődik a Pannunion kiszorítása a Budapesti Értéktőzsdéről 210,32 forintos árfolyamon. A kiszorítás végeztével a Pannunion Nyrt. összes tőzsdei részvénye kivételre kerülnek a BÉT-ről.¹⁴

2011. november 24-én a cégbíróság bejegyezte a társaság működési forma váltását (Nyrt-ről Zrt-vé), továbbá a Pannunion névváltását is PACCOR Hungary Zrt.-re.

A Pannunity Kft. egyébként a Sun Capital kapcsolt vállalkozása, gyakorlatilag közvetlen tulajdonosa, így közvetve a Sun Capital szerezte meg az irányítást a Pannunion felett. A Sun Capital az Amerikai Egyesült Államokban piacvezető magántőke befektető társaság, mely fő tevékenysége elsősorban vállalatfelvásárlásokra, tőkebefektetésekre irányul, tehát a társaságnak nagy tapasztalata van az organikus növekedés által történő vállalatépítésben. Várhatóan a Pannunion egy európai műanyaggyártó vállalatcsoporttal, a PACCOR¹⁵-ral fog közös stratégiába állni - gondolhatjuk, hogy ez a Pannunion célkitűzésébe is beleillik, mivel ezzel új, nemzetközi piacokat és vevőket szerezhet magának. Így várhatóan a külföldi exportja is meg fog növekedni a jövőben.¹⁶

3.3 A vállalat tevékenysége¹⁷

A vállalkozás műanyag csomagolóeszközöket, illetve keményfóliákat gyárt. A keményfólia gyártás két irányú: egyrészt ellátja a formázott termékgyártást fóliával, másrészt a keményfólia jelentős mértékben értékesítésre kerül.

Az értékesítés 34-66% arányban oszlik meg belföld illetve külföld (export) között. A Pannunion Csoport stratégiai célkitűzése, hogy a kelet-közép-európai régió vezető

¹³ Forrás: <http://www.elemzeskozpont.hu/content/gvh-enged%C3%A9lyezte-pannunity-ir%C3%A1ny%C3%ADt%C3%A1sszerz%C3%A9s%C3%A9t-pannunionban#>

¹⁴ Forrás: http://www.napi.hu/tozsdek-piacok/megkezdodik_a_pannunion-kiszoritas.500212.html

¹⁵ A PACCORT-t ugyancsak a Sun Capital egy kapcsolt vállalkozása vásárolta fel 2010-ben.

¹⁶ Forrás: http://erstebroker.hu/file/pannunion_mukodesi_terv.pdf

¹⁷ Pannunion Nyrt. 2008. évi éves beszámolója, kiegészítő melléklet, 7.o.

műanyagipari csomagolóeszköz beszállítója legyen. A Pannunion követte a hazai vevőkör földrajzi terjeszkedését, így alakította ki külföldön működő vállalkozásait.

A cég technológiai színvonalban (PVC, PET, PP technológia) élenjárónak számít, így ha a piaci körülmények engedik, a vállalat külföldi terjeszkedése tovább folytatódhat.

A beszámolókból kitűnik, hogy a cég az Európai Unión belül főként Németországban, Romániában, Szlovákiában, Csehországban és Lengyelországban, az EU-n kívül pedig Horvátországban értékesített a legtöbbet, azaz a Pannunion Csoport termékeinek fő piaca a körülbelül 120 millió lakosú Közép- és Kelet Európa.

A fejlettebb EU államok piaci stabilitást biztosítanak, addig különösen nagy növekedési potenciállal rendelkezik Románia, Bulgária mintegy 30 milliós piaca.

Mivel a társaság vevői döntően fogyasztási cikkek gyártói, a Pannunion beszállítóként részesedhet a tágabb értelemben vett kelet-európai régió várhatóan tartós és a nyugat-európai ütemet jelentősen felülmúló fogyasztásbővüléséből.

3.4 A Pannunion alkalmazott számviteli módszerei¹⁸

A Pannunion Nyrt. konszolidált éves beszámoló¹⁹ és éves beszámoló készítésére kötelezett. Jelen dolgozatban a vállalkozás éves beszámolója alapján vizsgálom a vállalkozás vagyoni, pénzügyi, jövedelmi helyzetének alakulását. Az éves beszámolóban a mérleg és az eredménykimutatás is "A" változat szerint, az eredménykimutatás forgalmi költség valamint összköltség eljárással készül, A vállalkozás költségeit elsődlegesen költségviselő – költséghely, másodlagosan költségnemek szerint vezeti.

4 Gyorsdiagnózis

A vállalkozás vagyoni, pénzügyi, jövedelmi helyzetének részletes elemzése előtt a gyorsdiagnózis segítségével képet kaphatunk a vállalkozás helyzetéről, megtalálhatjuk azokat a pontokat, melyek további vizsgálatot igényelnek.

A gyorsdiagnózis meghatározásához 7 mutatót számítunk:

- három "egészségmutató"-t: **a likviditási gyorsrátát, a stabilitási mutatót, illetve az eladósodottsági mutatót;**

¹⁸ Pannunion Nyrt. 2008. évi éves beszámolója, kiegészítő melléklet, 7.o.

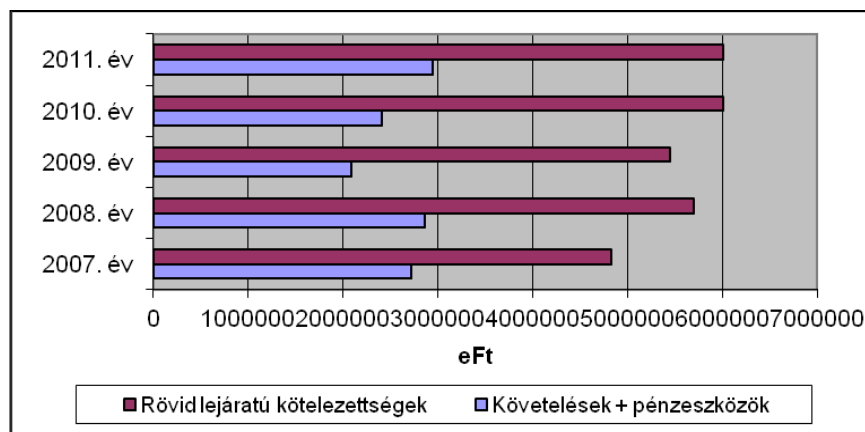
¹⁹ Azért, mert a tőzsdén is bejegyzett vállalkozásról van szó.

- három hatékonyság mutatót: **tőkeforgás hatékonyságát, egy jövedelmezőség mutatót és a befektetett tőke megtérülését (ROIC);**
- valamint a nyereségességet felmérő **nyereséghányad mutatót.**

A gyorsdiagnózis számításánál kapott értékeket összevetem a három legnagyobb versenytársnál számított értékekkel és annak alapján vonom le következtetéseimet.

A **likviditási gyorsráta (QR)**²⁰ egy fizetőképességet feltérképező mutató, amelyet savtesztnek is szoktak nevezni, ugyanis a mutató azonnal jelzi, ha a vállalkozás fizetőképessége meginogni látszik. Azt mutatja meg, hogy a cég képes-e rövid lejáratú kötelezettségeinek eleget tenni rendelkezésére álló rövid lejáratú pénzügyi eszközeinek igénybe vételével.

A következő diagram szemlélteti a négy gazdasági évben a likviditási gyorsráta összetevőit.



2. ábra: A likviditási gyorsráta összetevői

Mind az öt évben a rövid lejáratú kötelezettségek jelentősen meghaladták a vállalkozás pénzeszközeinek és követeléseinek együttes értékét, azaz a mutató a vizsgált időszakok mindegyikében jóval 1 alatt volt.²¹ Általában a QR mutató 1:1 arányig tekinthető elfogadhatónak. A társaság feltételezhetően pénzügyi nehézségekkel küzd, a mutató értékei súlyos belső egyensúlyi zavarra utalnak. Az ábrából leolvasható, hogy míg a rövid lejáratú kötelezettségek gyakorlatilag folyamatosan növekedtek, a vállalkozás monetáris forgóeszközei csökkentek. A vagyoni és pénzügyi helyzet elemzése során törekszem arra, hogy a rendelkezésemre álló nyilvános adatok segítségével magyarázatot találjak a folyamatra.

²⁰ QR= (Követelések+pénzeszközök)/Rövid lejáratú kötelezettségek

²¹ A mutató számított értékei rendre: 0,56; 0,5; 0,38; 0,4; 0,49

A három konkurens vállalkozás közül kettő **fizetőképessége** is sokkal megfelelőbb, mint a vizsgálandó társaságunknál. Az egyik versenytárs QR-je 2009-ben már 2 érték felett volt²², a másik versenytársé pedig 0,8 volt²³, és 2010-ben ezen két vállalkozás körülbelül hasonló értéken tudta tartani a likviditást. A 2-es QR értékkel rendelkező vállalkozás a rövid lejáratú kötelezettségek nagymértékű lefáradása miatt ért el ilyen fizetőképességet 2009-ben, míg a másik vállalat is, csak nem olyan mértékben, mint az előző. A harmadik konkurensről még nem volt szó: ennek a vállalatnak viszont hasonló a QR mutatója a Pannunionéhoz, mégpedig azért, mert a rövid lejáratú kötelezettségek hasonló tendenciát mutattak mindkét vállalkozásnál.

A három versenytárs és a Pannunion QR mutatóit a *Melléklet 22. számú táblázata* tartalmazza.

A működésbiztonság szempontjából elengedhetetlen, hogy a cég tartós, befektetett eszközei, hosszú lejáratú, tartós forrásokkal (saját tőke, hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettségek) legyenek finanszírozva. A stabilitási mutatónál is az 1 (100%-os), vagy azt meghaladó érték lenne kielégítő, hiszen abban az esetben, ha a mutató értéke ez alatt marad, akkor a vállalkozás kénytelen befektetett eszközeit rövid lejáratú kötelezettségekkel, forrásokkal finanszírozni. A vállalkozás stabilitása a vizsgált időszakokban a következőképpen alakult:

1. Táblázat: Stabilitási mutatók²⁴

2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
0,9	0,8	0,71	0,69	0,74

A vállalkozás stabilitása csökkenő tendenciát mutatott az utóbbi öt évben, így a társaság kénytelen volt rövid lejáratú forrásokból is finanszírozni a tartós eszközeinek egyre nagyobb részét. 2007 és 2010 között alatt pontosan 21 százalékpontot romlott a stabilitási mutató, a 2011. évben már újra növekedett 5 százalékponttal, de a vagyoni, pénzügyi helyzet vizsgálata során előbbi mindenképpen részletesebb elemzést igényel. A megvizsgált három versenytárs mérlegében a befektetett eszközök csak egy vállalatnál haladták meg jóval a forgóeszközöket, tehát **nem feltétlenül iparági sajátosság** az, hogy az összes eszköz legalább 2/3-a tartós eszköz.

²² A 2008. évi 0,58-as értékről megugrott 2,1-re

²³ 0,63-ról lett 0,8 QR értéke

²⁴ Stabilitási mutató= (Saját tőke+Tartós idegen források)/Befektetett eszközök

Az **eladósodási mutató** a tőkeellátottság inverz mutatója. Megmutatja, hogy az összes forráson belül mekkora arányban szerepel az idegen tőke. Minél kisebb mértékben jelenik meg az idegen tőke az összes forráson belül, annál jobb a bonitása, stabilitása a vállalkozásnak.

A vizsgált időszakban az eladósodás mértékének alakulását mutatja a 2. táblázat.

2. Táblázat: Eladósodási mutatók alakulása²⁵

2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
0,678	0,688	0,67	0,648	0,628

A vizsgált üzleti években az idegen tőke aránya általában 67-68% körül volt, illetve 63%-ra csökkent 2011-re, 5 év alatt csak kis mértékben mérséklődött. Az idegen tőkének tehát ez az aránya a összes forráson belül már-már kritikusnak mondható, mindenképpen szükséges az adósságállomány leszorítása.

A versenytársakat vizsgálva megállapítottam, hogy a három konkurens közül csak egynek haladta meg az idegen tőkéje a saját tőkéje értékét, de ennél a vállalkozásnál is közelített az 50-50%-hoz, tehát korántsem olyan mértékű az eladósodás, mint a Pannunion esetében.

Az idegen tőke arányának, összetételének alakulását részletesebben is vizsgálom a vagyoni és pénzügyi helyzet elemzése során.

Összességében viszont megállapíthatjuk, hogy bár a jövőbeli eredményeket még nem ismerjük, mégis megnyugtatólag hat az, hogy 2007-hez képest mindenben jobb értékekkel (vagyon, saját tőke, mérleg szerinti eredmény, árbevétel stb.) zárt a vállalkozás 2010/2011-ben.

A **nyereséghányad** jelzi, hogy adott évben a vállalkozás veszteséges, nyereséges vagy nyereséges, de alacsony jövedelmezőségű volt.

A következő táblázat szemlélteti a nyereségességet az adott években:

3. Táblázat: Nyereségesség alakulása²⁶

2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
-0,005	-0,043	+0,003	+0,04	+0,029

²⁵ Eladósodási mutató= Idegen tőke/Összes forrás

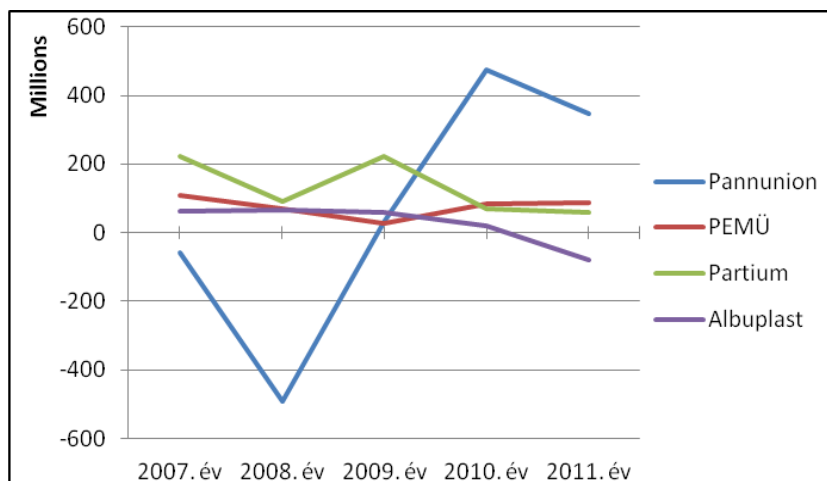
²⁶ Nyereséghányad= Mérleg szerinti eredmény/Összes forrás

A 2007. és 2008. évben a mérleg szerinti eredmény veszteség volt. A 2009-es gazdasági év már nyereséges, de a jövedelmezőség alacsony. A 2010. év ennél a mutatónál is felülmúlta mindhárom évet: a 4%-os érték mindenképpen nyereségességre utal. A 2011. évben pedig a 3%-os nyereségesség az eredmény mérséklődése, továbbá a összes forrás növekedése miatt következett be. A 2011. év gyakorlatilag az előző év szinten tartása, stagnálása volt.

A megállapítást alátámasztja a versenytársaknál végzett összehasonlító elemzésem. Eredménykimutatásukat tanulmányozva arra a megállapításra jutottam, hogy a vizsgált konkurensok adózás előtti eredménye²⁷ a 2007-2009-es időintervallumban pozitív illetve a Pannunionénál magasabb volt, tehát ebből következően a 2007. és a 2008. évben mindhárom versenytárs hatékonyabb évet zárt. Bár a 2009. év már nyereséges a Pannunionnál, mégis a legalacsonyabb értéket most is ezen vállalkozás produkálta. A 2010. évben viszont már egyértelműen a Pannunion realizálta a legnagyobb eredményt. Az eredményhez kapcsolódóan megjegyezzük, hogy a Pannunion egyrészt a nagymértékű külföldi exportja miatt ért el ilyen adózás előtti eredményt, a többi vállalkozás hozzá képest lényegesen kisebb mértékben értékesített külföldre. Az AEE tehát a vállalat esetében eléggé változékony volt, mégis a 2009. év óta tartó nagy növekedés (majd konszolidáció a 2011. évben) azt mutatja, hogy a vállalkozás az iparág többi domináns vállalatát is elemezve működésileg kiemelkedő helyzetben van. Kérdés, mit hoz a hosszú távú jövő mind vállalati, mind iparági szinten. Kérdés, stabilizálódik-e az vállalkozás eredménye 300-500 millió Ft körül, vagy a 2010. év volt az úgynevezett "W" alak egyik maximuma, és innentől recesszió várható hosszú távon? Nyilván utóbbi nagy mértékben függ a külső piaci változásoktól, mivel a Pannunion külföldre értékesíti főként termékei 70-75 %-át.

A Pannunion, valamint a versenytársak adózás előtti eredményét a *Melléklet 23. táblázata* tartalmazza.

²⁷ Azért az adózás előtti eredmény alapján hasonlítom össze az adatokat, mert az adófizetési kötelezettsége egyik vállalatnál sem egyezik meg az adózást növelő- és csökkentő tételek miatt, továbbá a mérleg szerinti eredményt pedig azért nem célszerű alkalmazni összehasonlítási alapként, mert ez az osztalékfizetés és az igénybevett eredménytartalék függvényében változhat.



3. ábra: A négy vállalat AEE-ének alakulása (2007-2011, mFt)

A befektetett tőke megtérülését vizsgálhatjuk a **ROIC** mutatóval, amely az adózott üzleti eredmény alakulását vizsgálja az átlagos működésben lekötött tőke függvényében²⁸.

4. Táblázat: ROIC változása I. (2008-2011)

Mutató megnevezése	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
ROIC	6,6%	12,6%	24,8%	23%

A ROIC mutató értékét vizsgálva látványos javulást láthatunk, érdemes megnéznünk, hogy ez vajon mivel magyarázható. Anélkül, hogy elé mennénk a jövedelmi helyzettel foglalkozó részletes elemzésnek, bontsuk fel összetevőire a mutatót az árbevétel segítségével. A ROIC mutatót így meghatározhatjuk egy tőkeforgás és egy árbevételarányos jövedelmezőség mutató szorzataként.²⁹

5. Táblázat: ROIC változása II. (2008-2011)

Mutató megnevezése	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
Tőkeforgás hatékonysága	2,068	2,923	3,917	4,343
Jövedelmezőség	3,2%	4,3%	6,3%	5,30%
ROIC	6,6%	12,6%	24,8%	23%

A táblázatból láthatjuk, hogy a tőkeforgás hatékonysága 2008-ról 2011-re több mint kétszeresére emelkedett. Ez abban az esetben tekinthető egyértelműen pozitívnak, ha ezt az értéket a vállalkozás növekvő vagy legalább stagnáló tőkelekötés mellett érte el. Most már

²⁸ ROIC = NOPLAT/Átlagos működésben lekötött tőke

²⁹ ROIC = (Árbevétel/Átlagos tőkelekötés)*(NOPLAT/Árbevétel)

tudjuk, hogy az átlagos tőkelekötés 2009 óta nagyjából egy szinten volt, 2,6 és 2,9 mrd Ft között.

Az árbevételarányos jövedelmezőségnél hasonló eredményeket találunk, ez egyértelműen arra utal, hogy a vállalkozás az árbevételének egyre növekvő hányadát volt képes eredményként realizálni, azaz az árbevétel növekedését nem követte hasonló arányú ráfordítás-növekedés. A vállalkozás üzemi, üzleti tevékenységének eredményét, ha összehasonlítjuk a versenytársakéval, megállapíthatjuk, hogy 2009-ben a három konkurens közül egynek volt csak jobb az üzemi eredménye, de 2010/2011-ben már mind a három vállalkozásnál nagyobb volt az üzleti eredményt sikerült a Pannunionnak elérnie. Jövedelmi helyzetét tekintve következésképpen az elsők között van a társaság.

A **diagnózist összegezve** elmondhatjuk, hogy a vállalkozásnak jelentősen javítania kell likviditási helyzetén. A vállalkozás fizetőképességének romlása összefüggésben áll eladósodottságával. A vállalkozás jövedelmi helyzete a nyereséghányad és a ROIC mutató vizsgálata alapján évről évre folyamatosan javult, az árbevétele és az adózási eredménye is meghaladta a versenytársak hasonló tételeit. A jövedelmi helyzet javulása már középtávon jelentősen javíthatja az eladósodottság mértékét is -, melyet 2010/2011-ben láthattunk is -, ennek azonban feltétele, hogy a saját tőke növelése mellett a vállalkozás fokozatosan csökkentse adósságát is.

A dolgozat további fejezeteiben részletesen vizsgálom a vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzet alakulását, a vizsgálat során magyarázatot keresek a fejezetekben felvetett kérdésekre is.

5 Pannunion Csomagolóanyag Nyrt. vagyoni helyzetének komplex elemzése a 2007-2011. gazdasági években

A fejezetben a Pannunion Csomagolóanyag Nyrt. mérlegét vizsgálom deduktív módszerrel, azaz a mérlegfőösszeg változásából kiindulva befelé haladva a lényeges mérlegtételek irányában. Az elemzést a mérleg célirányos átalakításával, korrigálásával kezdtem. A mérlegek előkészítésének menetei megtalálhatóak a mellékletben.

5.1 A vállalkozás vagyoni helyzetének alakulása

A vállalkozás vagyona 2008-ban - a mérleg főösszeg szerint - a bázisévhez képest kb. 0,5%-kal csökkent, tehát alapvetően nem változott, stagnált.

Szembetűnő, hogy a befektetett eszközök összes eszközhöz viszonyított aránya mindkét évben 64-65%-os volt, amely egy termelő vállalatra jellemző portfóliójára enged következtetni.³⁰ A forrásoknál megfigyelhető, hogy a vállalatot alapvetően idegen tőkéből finanszírozzák. 2008-ban több mint kétszeresére változott az idegen tőke/saját tőke arány (tőkefeszültség mutató), azaz a vállalkozás eladósodottságát tovább növelte, tehát míg a saját tőke kb. 12%-al csökkent, az idegen tőke majdnem 6%-al nőtt. 2009-ben főként a saját tőke növekedés és idegen forrás csökkenés miatt viszont már javult (2,03-ra), 2010-ben pedig a 2007-es értékre tért vissza (1,84).

Am a megalapozottabb következtetések levonásához elengedhetetlen a mérlegfőcsoportok további bontása, a szerkezeti változások vizsgálata.

A 2009. évben a Pannunion összes vagyona már jelentősen csökkent, 4,6%-ot. Ez a csökkenés az eszközökön belül a forgóeszközök drasztikus (24,3%-os) visszaesésének volt köszönhető, forrásoldalon pedig elsősorban az idegen tőke 565.711,- eFt-os csökkenésének tudható be. Amellett, hogy csökkentek a forgóeszközök, a befektetett eszközök 6%-al növekedtek, így a befektetett eszközök/forgóeszközök arány tovább nőtt.

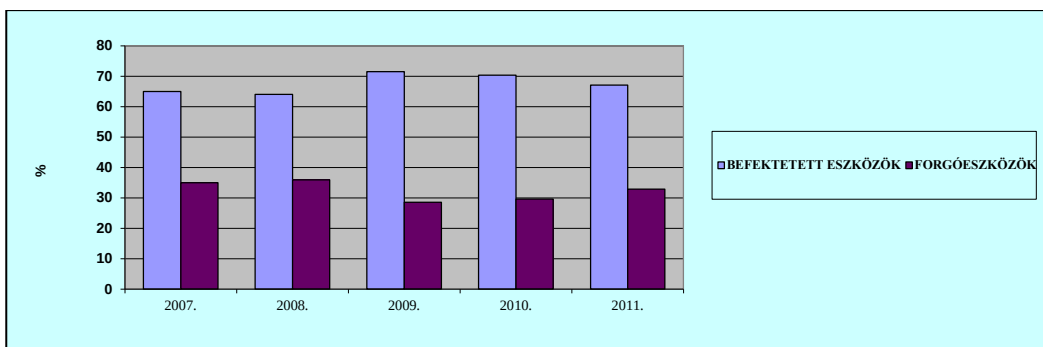
A 2010. évben 5,92%-os vagyonnövekedés következett be, így ezzel a 2007. évinél is nagyobb vagyona lett a vállalkozásnak. A vagyonemelkedés alapvetően a befektetett és forgóeszközök nagymértékű növekedésével magyarázható, emellett a másik oldalon pedig az saját tőke 13%-os illetve az idegen tőke 2,4%-os növekedésének köszönhetően állt elő.

2011-ben pedig a forgóeszközök felé arányeltolódás figyelhető meg eszközoldalon, míg forrásoldalon a saját tőke tovább növekedett a pozitív eredmény hatására, ugyanakkor az idegen tőke nagysága gyakorlatilag a 2010. évhez képest alig változott.

5.2 Az eszközök szerkezetének vizsgálata

Ha **szerkezetileg** is megvizsgáljuk az **eszközöket**, a következő ábrát kapjuk:

³⁰ Ahogyan azt a többi versenytársnál is láthattuk



4. ábra: Az eszközök szerkezeti változása (2007-2011)

Az eszközöket főként a befektetett eszközök határozzák meg, és - amelyet már fentebb is említettem - ez nem feltétlen iparági sajátosság, hogy az eszközök majdnem kétharmadát a befektetett eszközök alkotják, tehát magas a tartóeszköz igénye a vállalatnak, viszont az általában igaz, hogy minél nagyobb a forgóeszköz arány, annál nagyobb a rugalmasság és a pénzügyi, jövedelmi stabilitás. Minél kevésbé kötött a vagyon, annál jobb a likviditás.

A befektetett eszközökön belül dominálnak az immateriális javak és tárgyi eszközök, jelentőségükből következően feltétlenül szükséges az értékcsökkenés, illetve a forgás vizsgálata.

A forgóeszköznél a legmeghatározóbbak a követelések, ezek 2%-os 2008. évi növekedésének hatására nőtt a forgóeszköz állomány.

2009-ben a forgóeszközök drasztikusan lecsökkentek, 7,4%-ot, viszont a befektetett eszközök tovább nőttek, már több mint 71%-át tették ki az összes eszköznek.

2010-ben illetve 2011-ben az összetétel (arányeltolódás történt) azért változott meg, mert a forgóeszközök nagyobb mértékben nőttek, mint a befektetett eszközök.

Az eszközök szerkezeti 2008-2011. évi szerkezeti változását a Melléklet 3. táblázata tartalmazza.

A továbbiakban forgóeszközöket és a befektetett eszközöket tovább bontva elemzem a legfontosabb változásokat.

5.2.1 A forgóeszközök változásának elemzése

Először a **forgóeszközök** 2008. évi változását elemeztem. Az elemzés során könnyen megfigyelhettük, hogy a forgóeszközökben domináns "szerepe" van a követeléseknek, bázis- illetve tárgyévben is több mint a felét tették ki a forgóeszközöknek. A követelések 7 %-os növekedést értek el tárgyévben. A készletek, melyek nagyjából a harmadát tették ki mindkét a forgóeszközöknek, megközelítőleg 4,5%-ot csökkentek. A pénzeszközök elenyésző szereppel

bírnak a forgóeszközökön belül, viszont felmerül a kérdés, hogy a 70%-ot is meghaladó csökkenés okozhatott a vállalkozásnál likviditási problémát. A vállalkozásnak értékpapírja nem volt.

A forgóeszközök a 2009. évi nagymértékű visszaesése a követelések majdnem 27%-os csökkenésével magyarázható. Továbbá könnyen észrevehető, hogy nemcsak a követelések csökkentek, hanem a készletek és pénzeszközök is (a vállalkozásnak értékpapírja nem volt): a készletek kb. 18%-al, a pénzeszközök kb. 87%-al csökkentek, de utóbbi jelentősége eltörpül a követelések és készletek mögött. A vállalkozásnak 2009-ben sem volt értékpapírja.

2010-ben a forgóeszközök majdnem 10%-os növekedése a követelések 15,7%-os növekedésének volt köszönhető. Bár a készletek körülbelül 1/3-át adták ki a forgóeszközöknek 2010-ben, csökkenésük nem ezért nem okozott jelentős változást a forgóeszközökben, hanem mert abszolút összegben sem romlottak sokat (-16 248,- eFt-ot).

2011-ben a készletek 5%-kal csökkentek - valószínűleg a jobb értékesítési politika miatt -, míg a követelések 22%-os növekedése elsősorban a vevőkövetelés-változás miatt következett be.

A továbbiakban a forgóeszközök **egyes mérlegtételeinek változását** néztem meg.

A **készletek** majdnem felét a késztermékek tették ki 2008-ban, ezek változása nagyban befolyásolta a készletek változását. Az anyagok kb. 1,5%-ot növekedtek, viszont a befejezetlen termelés és félkész termékek 28%-ot csökkentek, a késztermékek 5,5%-ot növekedtek, az anyagok pedig 10%-ot csökkentek. Ezeknek köszönhetően 4,5%-ot csökkentek a készletek.

A befejezetlen termelés és félkész termékek nagy csökkenése, és a késztermékek növekedése arra enged következtetni, hogy a vállalat sok készterméket állított elő³¹, illetve hogy a termelési idő csökkent, valamint a késztermékek értékesítése lassabb lehetett, míg például az áruk záró értéke azért csökkent, mert többet értékesített belőlük előző évhez képest.³²

2009-ben a készletek kb. 18%-os apadása mindenképpen a késztermékek 39,7%-os csökkenésével függ össze. Felmerül a kérdés, hogy a késztermékek ekkora visszaesése (ugyanakkor az áruk 10,5%-os csökkenése) betudható-e az értékesítés szempontjából egy jobb gazdasági évnek?

³¹ Erre enged következtetni a befejezetlen termelés és félkész termékek csökkenése is.

³² Mindezeket azért gondolom, mert az árbevétel a négy év alatt folyamatosan nőtt.

Így szükségszerű megvizsgálni a értékesítés nettó árbevételének változását³³: már a 2008-as 223 642 eFt-os növekedés 2009-ben tovább nőtt, ekkor 252 251 eFt-ot. Megállapítható, hogy a késztermékek ilyen mértékű visszaesése a hatékonyabb értékesítésnek is köszönhető volt 2009-ben.

2010-ben (és 2011-ben is) a készletek értéke ismételten romlott, bár már nem olyan mértékben, mint 2009-ben és ez most nem a késztermékek volt köszönhető -, mert ezek 10,62%-ot növekedtek -, hanem elsősorban az anyagok és a befejezetlen termelés csökkenése miatt. Ez sok mindennel magyarázható: kevesebb anyagot szerzett be a vállalkozás, mint amennyit felhasznált, és a befejezetlen termelésekből pedig gyorsan késztermék lett, vagy a megdrágult beszerzési árak miatt csökkentek az anyagok. Annyi viszont biztos, hogy az értékesítés még tökéletesebb lett. Semmi nem bizonyítja ezt jobban, mint az árbevétel növekedése.

A készletekre mind az öt évben volt elszámolt értékvesztés, mégpedig nagyrészt a saját termelésű készletekre³⁴. Az 5 gazdasági év átlagos értékvesztése saját termelésű készletekre 26 955,- eFt volt. A saját termelésű készletekre akkor számoltak el értékvesztést, amikor a közvetlen önköltsége magasabb volt, mint a várható eladási ár, így a mérlegben csökkentett eladási áron kerültek kimutatásra. Ezen kívül akkor is számítottak értékvesztést rajtuk, ha a készlet feleslegessé, elavulttá vált vagy megsemmisült; az utóbbi három dolog miatt a vásárolt készletekre³⁵ számoltak el értékvesztést mind a négy üzleti évben, mégpedig átlagosan 9 007,- eFt-ot.

A készletek után a **követelések** változását tanulmányoztam. A követelések mintegy 80%-át tették ki a vevőkövetelések, így ezek változása (+6,95%) rendkívül befolyásolta a követelések összértékét (+7,43%). Ezen kívül az egyéb követelések 35%-os csökkenése és az **aktív időbeli elhatárolások** 40%-os növekedése figyelhető meg, de ezek csak kis mértékben határozták meg a követeléseket. Az aktív időbeli elhatárolásoknál az ilyen számottevő növekedés a bevételek aktív időbeli elhatárolásának (túlnyomórészt ez a tőzsdei bevezetés támogatásának és a bónusznak) köszönhető.

A **vevőkövetelések** mélyebb áttekintése fontos tényező az elemzés sikeres, pontos elvégzéséhez. Itt is szembetűnő, hogy a belföldi –külföldi értékesítés aránya 34-66% , tehát a belföldi értékesítésnél alapvetően kockázatosabb külföldi vevő több mint 50%-át teszi ki a vevőköveteléseknek. A kockázatosabb a legkönnyebben akkor vehető észre, ha a

³³ Az árbevétel további vizsgálatát majd a jövedelmi helyzet elemzésénél folytatjuk.

³⁴ Saját termelésű készletek=Befejezetlen termelés és félkésztermékek + késztermékek

³⁵ Vásárolt készletek=Anyagok+Áruk

vevőkövetelés elszámolt értékvesztéseit közelebbről is megvizsgáljuk: látható, hogy 2007-ben hozzávetőleg a külföldi vevőkövetelés értékvesztése négyszer akkora volt, mint a belföldi értékvesztés. Bár ez 2008-ban már elmondható, hogy arányeltolódás történt, hiszen míg a belföldi vevőkövetelés elszámolt értékvesztése 14,5%-ot nöött, a külföldi vevőkövetelés elszámolt értékvesztése csaknem 0-ra redukálódott. A 2007. évi értékvesztés visszaírása viszonylag kompenzálta az összes értékvesztést, de 2008-ban már nem volt visszaírás.

2007-ben és 2008-ban is a kapcsolt vállalkozásokkal szembeni követeléseket (722 002,- eFt illetve 1 303 500,- eFt) a vevőkövetelés határozta meg. Ennek köszönhetően 80,5%-al nöött tárgyévben a kapcsolt vállalkozással szembeni követelés.

Az egyéb követeléseken belül túlnyomórészt (85-86%) az ÁFA visszaigénylése, ÁFA túlfizetése, ami meghatározó.

A 2009-es adatokra rápillantva szembetűnő, hogy a követelésállomány csökkenését a vevőkövetelés 36,6%-os csökkenése okozta lényegében. Emellett az egyéb követelések 31%-al növekedtek, de még ez sem ellensúlyozta a jelentős vevőkövetelés-csökkenést. Az aktív időbeli elhatárolások 16,5%-al csökkentek megint a bevételek aktív időbeli elhatárolásának változása (esetünkben most csökkenése) miatt.

Ha a vevőkövetést mélyebben elemezzük, láthatjuk, hogy alapvetően a külföldre való értékesítés csökkent le, majdnem eléri a 25%-ot ez az apadás. A belföldi vevőkövetelés 1,2%-kal nöött, de ez alig befolyásolta a vevőkövetelés nagy csökkenését (14,24%). Az vevőkövetelés értékvesztése belföldi illetve külföldi esetben is nöött, a külföldi 5,56%-ot, a belföldi 11-szeresére emelkedett.

A kapcsolt vállalkozással szembeni követelésben a vevőkövetelés a legmeghatározóbb, ennek a változása rendkívül befolyásolta a egész követelés mintegy 40%-os csökkenését. A tartósan adott kölcsön 179,64%-ot növekedett és a kapott osztalék pedig körülbelül 25%-ot.

Továbbra is az ÁFA a legdominánsabb az egyéb követeléseken belül. Mivel ez 46,33%-kal növekedett, az összes vevőkövetelés is nöött 34,58%-al. Érdekesség, hogy a vállalkozás társasági adó követelése szinte nullára lecsökkent.

A 2010. évi követelések több mint 15%-ot növekedtek, mely növekedés a vevőkövetelés és az egyéb követeléseknek tudható be. Bár az aktív időbeli elhatárolások 94,3%-kal csökkentek, mivel nem olyan jelentős a követeléseken belül, nem befolyásolta az összes követelés alakulását.

Itt is érdemes közelebbről szemügyre venni a vevőkövetelés alakulását: Az összes, vevőkövetelésre elszámolt értékvesztés kis mértékben, de növekedett 2009-hez képest. 2010-ben - 2009-hez képest - éppen ellenkező irányban változott a belföldi-külföldi vevőkövetelés:

a belföldi szignifikánsan (21%-ot) apadt, míg a külföldi (25%-ot) növekedett, tehát megfigyelhető egyfajta arányeltolódás is. A kapcsolt vállalkozással szembeni követelés rendkívüli mértékben, 27,3%-ot emelkedett, mely több mint 57%-át tette ki az összes vevőkövetelésnek. Mindez ennyit jelent, hogy a vállalkozás főként a anya- és leányvállalataival kereskedik, továbbgondolva a külföldi értékesítés nettó árbevétele is valószínűleg azért ilyen nagymértékű, mert a vállalat a leányvállalatainak³⁶ értékesíti a megtermelt vagy megvett termékét és egy leányvállalattal könnyebb a kapcsolatot tartani, mint egy idegen társasággal - ezért sem olyan jelentős az értékvesztés és ezért volt egyre hatékonyabb az értékesítés.

2011-ben a követelések tovább emelkedtek a fentebb már említett vevőkövetelés-növekedés miatt.

5.2.2 A befektetett eszközök változásának vizsgálata

Itt is hasonlóképpen fogunk kiindulni, mint ahogy a forgóeszközök tanulmányozásánál: a deduktív elemzés módszertanát felhasználva.

A **befektetett eszközök**et alkotó tárgyi eszközök ~16%-al csökkentek 2008-ban, amelyet ellensúlyozott a befektetett pénzügyi eszközök 26%-os növekedése, így a befektetett eszközök csak 2%-al csökkentek. Az immateriális javak a befektetett eszközöknek körülbelül nyolcad részét teszik ki, ezek 2%-al csökkentek.

2009-ben a befektetett eszközök kb. 6%-os növekedése elsősorban a befektetett pénzügyi eszközök ~25%-os növekedése miatt következett be - a 2008-as évhez hasonló növekedés látható. Arányeltolódás figyelhető meg a befektetett eszközökön belül: a tárgyi eszközök mellett (amelyek egyébként nagyjából stagnáltak tárgyévben, csak 2,4%-ot csökkentek) a befektetett pénzügyi eszközök is hasonló súllyal szerepeltek tárgyévben a befektetett eszközökön belül. Az immateriális javak pedig az előző beszámolóhoz képest nagyobb mértékben csökkentek: 6,2%-ot.

2010-ben a befektetett eszközök jelentős mértékben tovább növekedtek tulajdonképpen a tárgyi eszközök 13,6%-os emelkedése miatt, ezért a tárgyi eszközöket a továbbiakban még célszerű lesz tovább bontani. Az immateriális javak nem számottevően változtak, nem úgy, mint a befektetett eszközök: a 4,4%-os csökkenést tanácsos tüzetesebben is megvizsgálni.

³⁶ Unical S.R.L., Almand Kft., Interagropack Ltd., Unionplast doo, (Pannon-Effekt Kft.)

A 2011. gazdasági évben a tárgyi eszközök már 6%-kal csökkentek, a immateriális jóságok továbbra sem változtak jelentősebb mértékben (3%), ahogy a befektetett pénzügyi eszközök sem (0,002%).

A vállalat éves beszámolójában található **befektetési tükör** további elemzési lehetőségeket ad számunkra. Felhasználásával mélyebben lehet analizálni a **tárgyi eszközöket**.

A **tárgyi eszközök használhatósági foka** mutató³⁷ értéke alapján 2007-ben a tárgyi eszközök közel 50%-os elhasználódását tapasztaljuk. 2008-ban ez az érték csökkent, 6 százalékponttal, 2009-ben pedig további 2 százalékponttal. A 2010-ben a 2009. évi értékkel egyező végeredményt kapunk, mely 44%-os használhatóságot jelent.

A vállalkozás egyébként a lineáris leírás módszerét alkalmazza az értékcsökkenéseknél, melyek havonta kerülnek elszámolásra.³⁸

A **tárgyi eszközök megújítási mutatójának**³⁹ számításával megtudjuk, hogy az összes bekerülési értéken belül mekkora arányt képviseltek a tárgyévben üzembe helyezett beruházások.

A vállalkozás 2008-as évben jelentősen megújította tárgyi eszközeit, 822.585,- eFt értéken aktivált, a 2009-es évben az aktivált beruházások aránya csökkent (564.276,- eFt), de még így is meghaladta a forgás mutató⁴⁰ értékét. Ez azt jelenti, hogy a vállalkozás nagyobb mértékben újította meg tárgyi eszközeit, mint ahogyan azok elhasználódtak. A 2010. évben a 2008. évnél is nagyobb beruházás volt a vállalkozás életében: az 1 223 226,- eFt értékű beruházás jelzi, hogy a menedzsment egyik fő, belső célkitűzésének tekinti, hogy a vállalat tartós eszközeit felújítsa. A 2010. évi nagyfokú befektetés 13,9%-os megújítást eredményezett.

A **befektetett eszközöket további** elemi **részekre** bontva választ kaphatunk a már felfedezett változásokra:

Az **immateriális javak** 2008-ban 2,1%-os csökkenése nem jelentős, alapvetően a kísérleti fejlesztés 4,5%-os csökkenésével magyarázható ez a változás.⁴¹ A 2009. évi 7,2%-os csökkenés a kísérleti fejlesztések további csökkenése (12,1%) miatt következett be, illetve a vagyoni értékű jogok is jelentősen, 32,2%-kal csökkentek, elsősorban a terv szerinti

³⁷ Tárgyi eszközök használhatósági foka = Tárgyi eszközök nettó értéke / Tárgyi eszközök bruttó értéke

³⁸ Pannunion Nyrt. 2008. évi beszámolója

³⁹ Tárgyi eszközök megújítása = Tárgyévi üzembe helyezések / Tárgyi eszközök bekerülési értéke

⁴⁰ Tárgyi eszközök forgása = Tárgyi eszközök tárgyévi értékcsökkenése / Tárgyi eszközök átlagos bekerülési értéke

⁴¹ Melléklet, 4. táblázat

értékcsökkenés miatt.⁴² 2010-ben kis mértékű növekedés figyelhető meg, mivel a kísérleti fejlesztések emelkedtek, viszont a vagyoni értékű jogok és a alapítás-átszervezés aktivált értéke csökkent, de nem olyan mértékben, mint amilyen mértékben a kísérleti fejlesztések nőttek.⁴³

2008-ban a **tárgyi eszközök** kb. 15,5%-os csökkenése a beruházások 71,88%-os visszaesésével magyarázható. A beruházások csökkenésének egy része azért következett be, mert a vállalat aktiválta (ingatlanként, műszaki berendezésként, egyéb berendezésként) az előző időszakban megkezdett beruházásait. Megfigyelhettük, hogy a korábbi években a megújítás jelentősen meghaladta az éves szinten elvárt mértéket, így észszerű, hogy a megújítás mértéke a következő üzleti években visszaesik. A csökkenést ezen kívül az elszámolt terven felüli értékcsökkenések is okozták.⁴⁴

2009-ben a tárgyi eszközök tovább csökkentek, de már nem olyan mértékben, mint 2008-ban. A műszaki berendezések, gépek, járművek közel 10%-kal csökkentek, míg ezt ellensúlyozta az ingatlanok nagyjából 13%-os emelkedése. A beruházások tovább csökkentek 2009-ben, viszont az ezekre adott előlegek +14 363,- eFt-ot növekedtek. Ha a beruházásokra adott előleget a beruházásokkal együtt vizsgáljuk, az együttes értékük is csökkenést mutat, mivel a beruházásokra adott előlegek nem jelentős mérlegtétel.⁴⁵

2010-ben viszont már növekedtek a tárgyi eszközök főként a műszaki berendezések és egyéb berendezések aktiválása következtében. A beruházások értelemszerűen csökkentek (-153 653,- eFt-ot), de nem olyan mértékben, ahogyan az előző két tárgyi eszköz együttesen növekedett (+603 634,- eFt-ot).⁴⁶

A **befektetett pénzügyi eszközök** 26%-kal növekedtek 2008-ban, mert a kapcsolt vállalkozásnak tartósan adott kölcsön +481 847,- eFt-os növekedésének köszönhetően. Növekedtek a vállalkozás tartós részesedései is 2, 45%-kal. Az egyéb adott kölcsön a dolgozóknak adott lakásépítési-vásárlási hitelekből származtatható.⁴⁷

2009-ben is megközelítőleg ugyanannyival (~25%) növekedtek a vállalkozás befektetett pénzügyi eszközei. Ez ismételtén a tartósan adott kölcsönök növekedésének volt köszönhető.⁴⁸

⁴² Melléklet, 5. táblázat

⁴³ Melléklet, 6. táblázat

⁴⁴ Melléklet, 7. táblázat

⁴⁵ Melléklet, 8. táblázat

⁴⁶ Melléklet, 9. táblázat

⁴⁷ Melléklet, 10. és 14. táblázat

⁴⁸ Melléklet, 11. és 14. táblázat

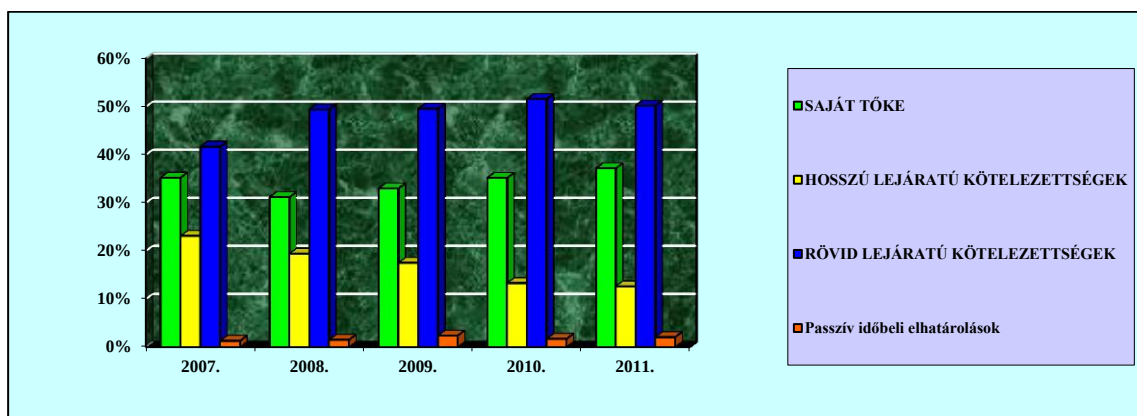
2010-ben viszont már körülbelül 4,5 százalékponttal csökkentek a befektetett pénzügyi eszközök a kapcsolt vállalkozásnak adott tartós kölcsönnek köszönhetően, amely 172 763,- eFt-tal romlott.⁴⁹

A tartós részesedések valamint kölcsönök - az IAP nevű társaságot leszámítva - kizárólag a leányvállalatokkal szemben keletkeztek. A tartós részesedések különféle devizanemekben vannak denominálva, míg a tartósan adott kölcsönök csak Euróban, így nyilvánvaló, hogy az árfolyammozgások nagyban befolyásolták a részesedések és a kölcsönök alakulását.

Az egyéb tartósan adott kölcsön a dolgozóknak adott kamatmentes hitel volt, melynek értéke egyik évben sem számottevő.

5.2.3 A források szerkezeti vizsgálata

Az eszközökhöz hasonlóan, a források szerkezetével is hasonlóképpen járhatunk el.⁵⁰



5. ábra: A források szerkezeti ábrája (2007-2011)

Sejthetjük, hogy a vállalat összes forrásának közel kétharmad részét az idegen források adják, mely 2007-től növekvő pályán mozgott. A releváns következtetések levonásához szükségünk van a következő mutató alapján való elemzésre:

A **tőkeellátottság mutató**⁵¹ az összes forráson belül a saját források állományát mutatja. Megmutatja, hogy a vállalkozás erőforrásainak mekkora hányadát finanszírozza a saját tőke.

6. Táblázat: A tőkeellátottság alakulása (2007-2011)

2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
35,2%	31,2%	33%	35,2%	37,15%

⁴⁹ Melléklet, 12. és 14. táblázat

⁵⁰ Melléklet, 15. táblázat

⁵¹ Tőkeellátottság=Saját tőke/Összes forrás

Meggyőződhattünk arról, amit a 4. ábra alatt már sejtettünk, hogy a vállalkozás összes eszköze 2/3-át idegen tőkéből finanszírozza. Bár 2011-re történt némi korrigálás pozitív irányban (5 év alatt 1,95 százalékpontot), a saját tőke aránya az idegen tőkéhez képest veszélyesen alacsony.

5.2.4 A saját tőke alakulásának analízisa

Alapvetően a saját tőke például 2008-ben azért csökkent jelentősen - s ezzel együtt az egész mutató -, mert a mérleg szerinti eredmény meglehetősen negatív volt. A 2009-ben a pozitív mérleg szerinti eredmény miatt ismét nőtt, majd 2010-ben 13 %-kal emelkedett, 2011-ben pedig ismét pozitív volt. A működésből származó sajáttőke elemek csökkenéséből arra következtethetünk, hogy a vállalatnál a 2008. évben komoly alapvető működési nehézségek merültek fel. Erre részleteiben az eredmény elemzése során világítok rá.

A vállalkozás hosszú lejáratú hitelei azért csökkentek évről-évre, mert törlesztett beruházási és törlesztési hiteleiből, ugyanakkor viszont újabb hosszú lejáratú hitelt már nem vett fel (vagy nem kapott) elsősorban a pénzügyi helyzete, eladósodottsági állapota miatt. Valószínűleg a bankok kockázatosnak ítélték meg a vállalkozást (a túlzott belső egyensúlyi gondja miatt) hitelkihelyezés szempontjából. A hosszú lejáratú hitelek csökkenése mellett a rövid lejáratú kötelezettségei, forgóeszköz hitelei viszont növekedtek. Továbbá az is elképzelhető, hogy a hosszú lejáratú hiteleiből áthelyezett a rövid lejáratúak közé, mert a fizetési határidő egy éven belüli lett: igaz lehet ez például az euróban felvett 8 265 347,- EUR forgóeszközhitelére, melynek lejáratja 2010.10.31. volt - legalábbis ezt tudtuk meg a 2010. évi beszámoló kiegészítő mellékletből -, és valószínű, hogy a 2010. évi rövid lejáratú hitelek túlzott növekedése ezzel magyarázható.

Általánosságban elmondható, hogy a jegyzett tőke és a tőketartalék a tulajdonosoktól, a saját tőke többi eleme pedig általában működésből származik.. Megfigyelhető, hogy a saját tőkében a tulajdonosi tőkeelemek a legmeghatározóbbak. A jegyzett tőke és a tőketartalék ("a tőketartalék a Pannonplast 2007.10.31.-i tőkeemelésének tartaléka"⁵²) változatlan maradt 2008-ban, viszont a működésből származó mérlegtételek, így az eredménytartalék 13%-kal, a lekötött tartalék pedig 5%-kal csökkent, a mérleg szerinti eredmény pedig 434 661,- eFt-tal rontotta a saját tőke értékét. A lekötött tőke értéke megegyezik a mérlegben szereplő alapítás-átstruktúrázás és a kísérleti fejlesztés aktivált értékével.

A saját tőke összetétele 2009-ben alapvetően nem változott, tehát még mindig a tulajdonosi saját tőke elemek a legdominánsabbak a saját tőkén belül. A saját tőke körülbelül

⁵² Pannunion beszámoló, 2008., kiegészítő melléklet

1%-os növekedése azonban a mérleg szerinti eredmény pozitív tárgyévi eredményének köszönhető. A lekötött tartalék 13%-os csökkenése az alapítás-átszervezés és a kísérleti fejlesztés aktivált értékének csökkenéséből következik. Fontos megemlíteni, hogy az eredménytartalék az előző évi (2008.) negatív mérleg szerinti eredmény miatt csökkent ilyen mértékben, de még ezt is ellensúlyozta a 2009. évi pozitív mérleg szerinti eredmény.

2010-ben nagymértékű saját tőke-növekedés figyelhető meg alapvetően a mérleg szerinti eredmény nagyfokú javulása miatt, de az eredménytartalék kismértékű és a lekötött tartalék jelentős emelkedésének is köszönhető ez.

2011-ben pedig a pozitív eredmény hatására tovább nőtt a saját tőke értéke, továbbá 2008 óta először lett újra pozitív az eredménytartalék.

A **tőke önfinanszírozása**⁵³ mutató rávilágít a működésből származó saját tőke elemek arányára, megmutatja, hogy a vállalkozás eddigi teljes működése során mennyire volt képes finanszírozni önmagát. Azért célszerű ilyen mutatóval megvizsgálni a vállalkozás vagyoni helyzetét, mert nemcsak a tárgyévi eredmény a fontos, hanem a felhalmozott eredmény is.

7. Táblázat: A tőke önfinanszírozása (2007-2011)

2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
0,052	-0,072	0,064	0,068	0,131

A 2008. évi negatív mérleg szerinti eredmény a teljes önfinanszírozást rontotta. A lekötött tartalékkal együtt azonban már pozitív lett volna a mutató értéke.

A 2009-es év viszont már valamelyest javította az egyébként negatív felhalmozott eredményt. 2010-ben pedig tovább javult a mutató értéke 0,4 százalékponttal az előbbieken bemutatott változás miatt. 2011-re már 13,1 %-os volt köszönhetően elsősorban a pozitív eredménytartalék voltának.

A saját tőke értékét és mértékét azonban összefüggéseiben érdemes vizsgálni. Az **eszközök fedezettségét** vizsgálva megtudjuk, hogy a vállalat eszközeinek hány százalékát képes saját tőkéből finanszírozni.

A **befektetett eszközök fedezettsége**⁵⁴ a saját tőke és a befektetett eszközök egymáshoz viszonyított aránya.

8. Táblázat: A befektetett eszközök fedezettsége (2007-2011)

2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
----------	----------	----------	----------	----------

⁵³ Tőke önfinanszírozása= (Eredménytartalék+Mérleg szerinti eredmény)/Saját tőke

⁵⁴ Befektetett eszközök fedezettsége= Saját tőke/Befektetett eszközök

54,2%	48,6%	46,1%	51,2%	55,4%
-------	-------	-------	-------	-------

A vállalat tartós eszközeinek 2007-ben több mint a felét saját tőkéből volt képes finanszírozni, míg 2008-ban ez kevesebb, mint a felére csökkent. 2009-ben tovább romlott, 46,1%-ra, a befektetett eszközök és a saját források növekedésének következtében. A 2010. évben -, mivel a saját tőke nagyobb mértékben nőtt, mint a tartós eszközök - aztán a 2007. évi szint közelébe ért, így ismét befektetett eszközei több mint a felét finanszírozta saját forrásból. 2011-ben tovább emelkedett 4,2 százalékponttal.

5.2.5 Az idegen tőke változásának elemzése

A gyorsdiagnózisunk során megvizsgáltam a vállalkozás stabilitását és megállapítottam, hogy a vállalat kénytelen volt tartós eszközeinek egy részét nem tartós, rövid lejáratú kötelezettségekkel finanszírozni mind az öt évben.

Az **idegen tőkében** a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya megközelítőleg 36% volt 2007-ben, 2008-ban ez az arány 28%-ra csökkent, mely elsősorban az (anyavállalati) előtörlesztésnek volt köszönhető. A rövid lejáratú kötelezettségek azonban növekedtek 2008-ban, főként a rövid lejáratú hitelek miatt. A hosszú lejáratú hitelek csökkenése, a rövid lejáratú hitelek növekedése jelentheti azt, hogy a vállalkozás megfelelő mértékű tartós finanszírozási forráshoz eladósodottsága, illetve rossz jövedelmi helyzete miatt már nem tudott jutni. Mind az előtörlesztés, mind a rövid lejáratú hitelek növekedése jelentősen megnehezíti a vállalkozás pénzügyi pozícióját. 2009-ben tovább csökkent (26,11%-ra) a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya az idegen tőkében, a rövid lejáratú kötelezettségek pedig 2,12%-ot emelkedtek. 2010-ben hozzávetőleg a hosszú-/rövid lejáratú kötelezettség aránya 1/4 volt, tehát folytatódott a már megszokott tendencia: a hosszú csökkent, a rövid nőtt.⁵⁵ 2011-ben érdemileg az arányok nem változtak (a domináns rövid és a hosszú lejáratú kötelezettségek sem).

2008-ban az idegen tőke tehát 11%-ot növekedett, a vállalati vagyon viszont 0,5%-kal csökkent, ilyenkor természetes, hogy az eladósodottság növekszik. Majd 2009-ben, habár tovább csökkent a vagyon 4,6%-ot, az idegen tőke is apadt a hosszú és rövid lejáratú kötelezettség-csökkenés miatt, 7,1%-ot, így az eladósodottság javulásnak indult. A 2010. évről pedig elmondható, hogy bár emelkedik az idegen tőke, de a vagyon-növekedés ezt ellensúlyozza, ugyanis végül 2,2 százalékpontot enyhül az eladósodottság.

⁵⁵ Melléklet, 17. táblázat

Alábbiakban az *idegen tőkét* felbontottam a legfontosabb tényezőire: *hosszú lejáratú kötelezettségekre, rövid lejáratú kötelezettségekre és passzív időbeli elhatárolásokra*. A vállalkozásnak egyik elemzendő évben sem volt *hátrasorolt kötelezettsége*.

2008-ban a **hosszú lejáratú kötelezettségek** nagyjából 16%-os csökkenése alapvetően a beruházási és fejlesztési hitelek 14%-os csökkenésére vezethető vissza, ez a tétel fordulónap után esedékessé váló tartozásként jelenik meg a rövid lejáratú hitelek között. Csökkentek a hosszú lejáratú kötelezettségek 10%-át kitevő egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek is, 30%-kal.

Az idegen tőke 2008-hoz képest 7,22%-kal csökkent - ezen csökkenés egyrészt a hosszú lejáratú kötelezettségek 14,1%-os csökkenésének volt köszönhető. A vállalkozás tovább törlesztette hosszú lejáratú hiteleit, elsősorban a beruházási és fejlesztési hiteleket, de még így is jelentős a hosszú lejáratú tartozása, tehát összességében a "deviza-hitelállomány felértékelődése miatt a törlesztési kötelezettségek emelkedtek", bár "a tervezettet meghaladó mértékben, 693,4 mFt-tal csökkent a hitelállomány 2009-ben, a deviza hitelállomány további 130 mFt-ot felértékelődése mellett."⁵⁶

A hosszú lejáratú kötelezettségek 2010-ben szignifikánsan csökkentek (~20%-ot), mely alapvetően a beruházási hitelek törlesztésének és az egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek apadásának volt köszönhető.

2008-ban a **rövid lejáratú kötelezettségek** növekedése elsődlegesen a rövid lejáratú hitelek növekedésével magyarázható. A vállalat a hosszú lejáratú beruházási hiteleken kívül forgóeszköz finanszírozáshoz rövid lejáratú forgóeszköz hitelt vett fel tárgyévben is. Ez közel 30%-os növekedést jelentett. Növekedett a kapcsolt vállalkozástól kapott rövid lejáratú kölcsön értéke 65%-kal. A rövid lejáratú kötelezettségek viszont összességében csak 18%-al nőttek. Ez azért is történt, mert a meghatározó szállítói kötelezettség kb. 16%-al csökkent.⁵⁷

2009-ben a rövid lejáratú kötelezettségek tárgyévi csökkenése a rövid lejáratú forgóeszköz finanszírozásához szükséges hitel törlesztése miatt volt. A másik domináns tétel a szállítói kötelezettség, mely tárgyévben 2,86%-kal nőtt. A rövid lejáratú kötelezettségek továbbra is több mint 2/3-át alkotják az idegen tőkének.⁵⁸

⁵⁶ Pannunion Nyrt., 2009. évi üzleti jelentés, 4.o.

⁵⁷ Melléklet, 18. táblázat

⁵⁸ Melléklet, 19. táblázat

2010-ben a rövid lejáratú kötelezett több mint 10%-os növekedése alapvetően a kapcsolt vállalkozással szembeni kötelezettséget kivéve, minden tételnek köszönhető volt.⁵⁹

2008-ban a **passzív időbeli elhatárolások (PIE)** 15,76%-os emelkedése alapvetően a költségek, ráfordítások passzív időbeli elhatárolásában bekövetkezett hatalmas növekedés miatt következett be. A növekedés az energia költségek, továbbá a hitelkamatok elhatárolása miatt volt. A halasztott bevételek az eszközök hasznos időtartamával egyenes arányban csökkennek.

A passzív időbeli elhatárolások 2009-ben több mint 50%-al növekedtek, annak köszönhetően, hogy a halasztott bevételek 70,5%-al növekedtek, a költségek, ráfordítások pedig kb. 30%-al.

A 2010. évi passzív időbeli elhatárolás-csökkenés mindkét összetevője csökkenése miatt következett be. Ez, a megközelítőleg 25%-os apadás a különböző költségek (például pályázati elhatárolás, kapott kölcsön kamata, adott bónusz) elhatárolásának csökkenése (ez javulásnak tekinthető) és a passzív időbeli (5 éves illetve 7 éves) bevételek elhatárolásának csökkenése miatt volt.⁶⁰

A 2011. évi 50 m Ft-os növekedés a halasztott bevételek illetve a költségek, ráfordítások PIE-nak volt köszönhető.

5.3 Szinopszis

A cég vagyoni helyzetének megvizsgálásával megpróbáltam a legkomplexebb képet adni a Pannunion Nyrt. közelmúltbeli vagyoni helyzetéről, teljesítményéről.

Annak ellenére, hogy külső szemszögből vizsgáltam meg a céget, a legfontosabb konklúziót le tudtam vonni: Véleményem szerint a vállalkozás egyik legfőbb problémája, hogy eszközeinek nagy részét idegen tőkéből finanszírozza, ezen belül is megfigyelhető a rövid lejáratú kötelezettségek túlsúlya - így eladósodás és működésbiztonság tekintetében a vállalkozás veszélyben van.

A további következtetések levonásához még újabb elemzési lehetőségeket is alkalmaznunk kell elsősorban a jövedelmi és a pénzügyi helyzetre vonatkozóan.

⁵⁹ Melléklet, 20. táblázat

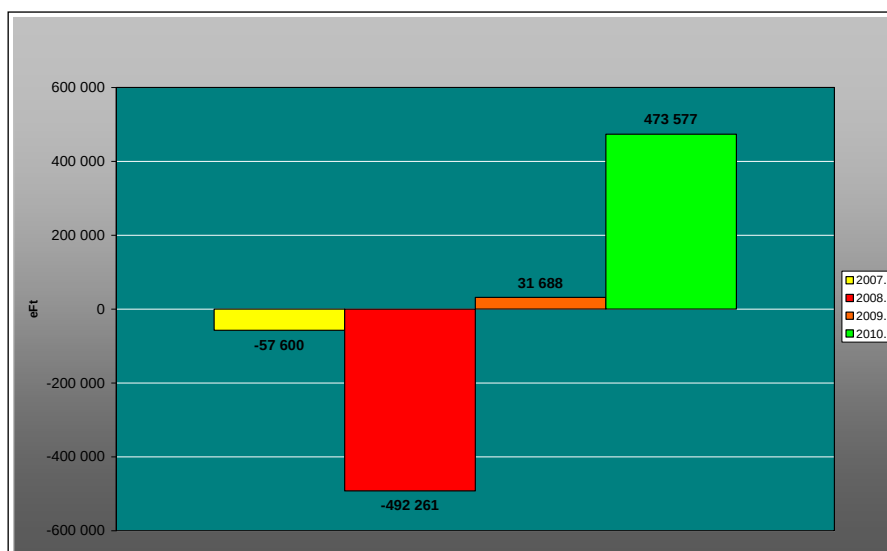
⁶⁰ Pannunion Nyrt., 2010., kiegészítő melléklet

6 A jövedelmi helyzet - az eredmény elemzése a 2007-2010. üzleti években

Jelen fejezet elsődleges célja a jövedelmezőség alakulásának iparági környezetben történő elemzése. A különböző iparági adatokat kizárólag a Központi Statisztikai Hivatal portáljáról gyűjtöttem, mely információk 2010-ig, illetve esetenként 2008-ig álltak rendelkezésre, ezért a jövedelmi helyzet elemzésére szolgáló vállalati adatokat is a 2010. gazdasági évig vizsgáltam. A 9. fejezetben, nevezetesen a csődmodellek használatakor viszont már alkalmaztam az eredménykimutatásból nyerhető 2011. évi adatokat is.

Egy vállalkozás jövedelmi helyzetéről annak eredménye árulkodik. Az eredmény elemzése során a társaság egy időszak alatt végbement gazdasági folyamatai miatt keletkező hozamokat és ráfordításokat vesszük számításba. Az eredménykimutatás megmutatja az eredmény keletkezésére ható releváns tényezőket. A mérleg szerinti eredmény az időszaki tevékenység eredményének, tehát a vállalat működéséből származó eredményének saját tőkéhez való hozzájárulása, azaz a mérleg szerinti eredmény tájékoztatja az elemzőket a vállalkozás adott időszaki tevékenységének eredményességéről.

Eredményelemzéskor kétféle úton haladhatunk: az egyik a strukturális elemzés módszere, a másik pedig a jövedelmi helyzet elemzésének technikája. Mind a kettő eredményelemzés fajta mutatószámok segítségével dolgozik. Mielőtt sorra vennénk az előbb említett módszereket, vizsgáljuk meg, hogyan változott a különböző években a mérleg szerinti eredmény, és a továbbiakban ez legyen a kiindulási pontunk. A 6. ábra mutatja a mérleg szerinti eredmény alakulását 2007-2010-ig.



6. ábra: A mérleg szerinti eredmény alakulása (2007-2010)

A 2007. évben és 2008. évben negatív volt az eredmény, tehát veszteséges volt a két gazdasági év a vállalkozás számára. 2008-ban 434 661,- eFt-ot romlott a mérleg szerinti eredmény (-57 600,- eFt-ról -492 261,- eFt-ra) a ráfordítások (elsősorban a pénzügyi műveletek ráfordításai) drasztikus megnövekedése miatt. A 2009. évben aztán a cég működésében pozitív változás következhetett be, ugyanis +31 688,- eFt-on könyvelhették a mérleg szerinti eredményt. Mindez alapvetően a pénzügyi műveletek eredményének javulásának, illetve az anyagjellegű költségek, egyéb ráfordítások apadásának, és bevételi oldalról pedig az értékesítés javulásának köszönhetően következett be. A 2010-es év az előző évhez képest még jobb eredményt hozott: 441 889,- eFt-al nőtt, vagyis 15-szörösére emelkedett, tehát még figyelemre méltóbb évet zárt a vállalkozás.

A mélyebb elemzést segítő strukturális és a jövedelmi helyzet vizsgálata a további következtetések levonásában lesz segítségünkre.

6.1 Az eredmény strukturális elemzése: bevétel- és ráfordításszerkezet vizsgálata

Mikor bevétel- és ráfordításszerkezetét vizsgáljuk, mindig arra keressük a választ, hogy az eredmény szerkezetileg milyen bevételekből és ráfordításokból állt, vagyis az eredmény milyen bevételeknek és ráfordításoknak köszönhetően alakult így a négy vizsgált gazdasági évben.

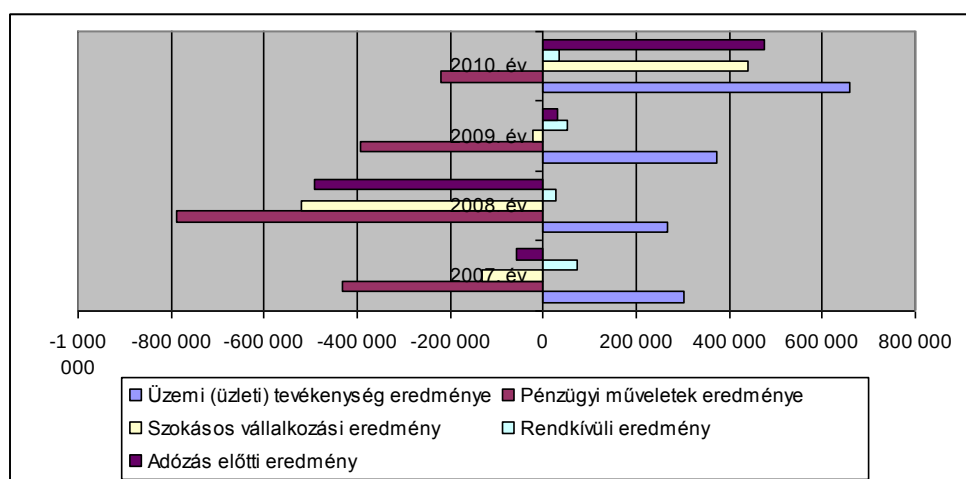
Az általam elemzett vállalkozásnak nem kellett egyik évben sem társasági adót fizetnie még pozitív adózás előtti eredmény esetén sem. Mindez azért fordulhatott elő, mert egyrésztől negatív eredménnyel zárt (2007-ben és 2008-ban), másrésztől a 2009-es és 2010-es pozitív adózás előtti eredménye ellenére az adóalapot csökkentő tételei meghaladták az adóalapot növelő tételeit, így az adóalapja negatív volt ezekben az években is. Esetünkben azzal a sajátos helyzettel találkoztunk, hogy a vállalkozásnak az adózás előtti eredménye megegyezik az adózott eredményével, sőt: a mérleg szerinti eredménye is azonos mind a négy évben, mivel osztalékot sem fizetett. Tehát jelen esetben gyakorlatilag az eredetelemzés egyúttal bevétel- és ráfordításszerkezet elemzésének is minősül. Ezért - mivel ugyanazt írhatnánk le - most eltekintek az eredetelemzéstől, és a bevétel- és ráfordításszerkezet vizsgálatára helyezem a hangsúlyt.

A következő táblázatban összefoglaltam a nagyobb eredménykategóriákat az üzemi, üzleti tevékenység eredményétől az adózás előtti eredményig.

9. Táblázat: Az eredménykategóriák alakulása (2007-2010)

<i>Eredménykategóriák</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>
A. Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye	301 527	266 781	371 232	659 240
B. Pénzügyi műveletek eredménye	-433 128	-787 214	-392 845	-220 186
C. Szokásos vállalkozási eredmény	-131 601	-520 433	-21 613	439 054
D. Rendkívüli eredmény	74 001	28 172	53 301	34 523
E. Adózás előtti eredmény	-57 600	-492 261	31 688	473 577

Az eredménykategóriák változásának áttekinthetőségét segíti elő a következő sávdiaagram:



7. ábra: Az eredménykategóriák alakulása (2007-2010)

Az üzemi (üzleti) tevékenység eredménye 2008-ban 11,52%-kal csökkent, 2009-ben viszont már 39,15%-kal magasabb a bázisévéhez képest. Rendkívül szembetűnő a 2010-es év üzemi üzleti eredménye, hiszen az előző évhez képest több mint 77 %-kal növekedett, mely alapvetően a termelés élénkülésének, az árbevétel-növekedésnek volt köszönhető. A cég 2010. évi üzleti jelentése beszámol arról, hogy az árbevétel-növekedés a tervezett érték 120,3%-a, vagyis a társaság túlszárnyalta a tervezett értéket is.

A pénzügyi műveletek eredménye rendre negatív volt, mert a pénzügyi műveletek ráfordításai (főleg a kamatjellegű ráfordítások és a pénzügyi műveletek egyéb ráfordításai) minden évben meghaladták a bevételi oldalt. Megfigyelhető, hogy bár a 2008. évben romlott az előző évhez képest több mint 81%-kal, viszont a 2010-es évben 2007-hez viszonyítva körülbelül a felére apadt.

A szokásos vállalkozási eredmény az előbbi kettő eredménykategória függvényében változott: a 2008. évi nagymértékű, majdnem 400%-os csökkenés a 2010. évben már pozitív irányba tendált, ami 2008-hoz képest megközelítőleg 960 milliós növekedést jelent.

A rendkívüli eredmény nem túlzottan jelentős, főként az apportból származó bevételből illetve ráfordításból keletkezett, négy év alatt több mint a felére csökkent.

Az alábbi táblázatban összefoglalom a különböző eredménykategóriák relatív és abszolút összegű változását.

10. Táblázat: Az eredménykategóriák százalékos és abszolút változása (2007-2010)

<i>Eredménykategóriák</i>	<i>2008/2007 (%)</i>	<i>2009/2008 (%)</i>	<i>2010/2009 (%)</i>	<i>2008-2007 (eFt)</i>	<i>2009-2008 (eFt)</i>	<i>2010-2009 (eFt)</i>
A. Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye	88,48%	139,15%	177,58%	-34 746	104 451	288 008
B. Pénzügyi műveletek eredménye	181,75%	49,90%	56,05%	-354 086	394 369	172 659
C. Szokásos vállalkozási eredmény	395,46%	4,15%	-	-388 832	498 820	460 667
D. Rendkívüli eredmény	38,07%	189,20%	64,77%	-45 829	25 129	-18 778
E. Adózás előtti eredmény	854,62%	-	1494,50%	-434 661	523 949	441 889

Az adózás előtti eredmény (ami esetünkben a mérleg szerinti eredménnyel megegyezik) 2008. évi több mint 8,5-szeres emelkedése negatív irányú, hiszen 434,6 millió forintos csökkenést jelentett. Minek volt ez köszönhető? Elsősorban a pénzügyi eredmény 354 milliós romlásának. Emellett a rendkívüli eredmény⁶¹ 62%-os, 45,8 mFt-os csökkenésével és az üzemi üzleti eredmény 34,7 mFt-os apadásával magyarázható még. Észre vehető, hogy a pozitív üzleti eredményt a mindig negatív pénzügyi műveletek eredménye rontja le. Ez alapvetően a vállalkozás eladósodottságából eredő kamatterheléssel indokolható. 2009-ben és 2010-ben azért fordulhatott elő pozitív adózás előtti eredmény, mert ekkor csökkent az eladósodottság mértéke, ennek következtében mérséklődött a kamatterhelés és a deviza hitelek árfolyamkockázata is⁶², így a pénzügyi műveletek eredménye nem rontotta le olyan mértékben a működésből származó eredményt, mint 2007-ben vagy 2008-ban. A 2009. évben az adózás előtti eredmény +524 millió forinttal növekedett. Mindez azért következett be,

⁶¹ A rendkívüli eredmény nagy részét a leányvállalattal (Unical) szembeni apportbevétel és -ráfordítás teszi ki, mely pozitív eredményű, ezenkívül a fejlesztési célra kapott támogatásból pedig csak bevétele volt.

⁶² 2009-ben a forint árfolyama jelentősen ingadozott, de gyengült, de 2010-ben már a forint árfolyama a tervezettnél megfelelően alakult: az éves átlagos árfolyam 275,32 Ft/Eur, a tervezett 276 Ft/Eur

mert mindegyik eredménykategória nőtt: a rendkívüli eredmény majdnem a kétszeresére, 25,1 mFt-tal gyarapodott. A szokásos vállalkozási eredmény ugyan még 2009-ben is negatív volt, igaz már nem olyan mértékben (-21 mFt). 2010-ben további 441,9 mFt-tal emelkedett a végső eredmény, mely rendkívüli mértékű növekedést jelent előző évhez képest. Bár a rendkívüli eredmény 64,77%-ra leesett, nem dominált már annyira az eredményben, mint előző évben, ahol negatívból pozitívba tornázta fel azt. A 2010. évi eredmény elsősorban az üzleti eredmény nagyfokú változásának (+288 mFt, 77,58%-os) és még mindig negatív (mert a pénzügyi ráfordítások nagyobbak, mint a pénzügyi hozamok) pénzügyi eredmény is növekedett (+172,6 mFt, 56,05 %-ra apadt a negatív eredmény).

A továbbiakban fontos közelebbről is szemügyre venni az üzleti eredmény változását, mert a 2010. évi több mint 77%-os növekedés feltűnően szignifikáns.

11. Táblázat: Az üzemi eredményhez viszonyított eredménytétel (2007-2010)

<i>Eredménytétel megnevezése</i>	<i>Tétel/ÜE (2007.)</i>	<i>Tétel/ÜE (2008.)</i>	<i>Tétel/ÜE (2009.)</i>	<i>Tétel/ÜE (2010.)</i>
Értékesítés nettó árbevétele	2691,02%	3125,33%	2313,93%	1581,17%
Aktivált saját teljesítmények értéke	153,28%	65,02%	-19,63%	36,09%
Egyéb bevételek	137,20%	310,66%	99,72%	83,75%
Anyagjellegű ráfordítások	2172,63%	2419,84%	1685,27%	1214,86%
Személyi jellegű ráfordítások	367,66%	433,64%	313,82%	193,37%
Értékcsökkenési leírás	189,31%	251,36%	194,98%	110,52%
Egyéb ráfordítások	151,90%	296,17%	99,95%	82,28%
Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye	100%	100%	100%	100%

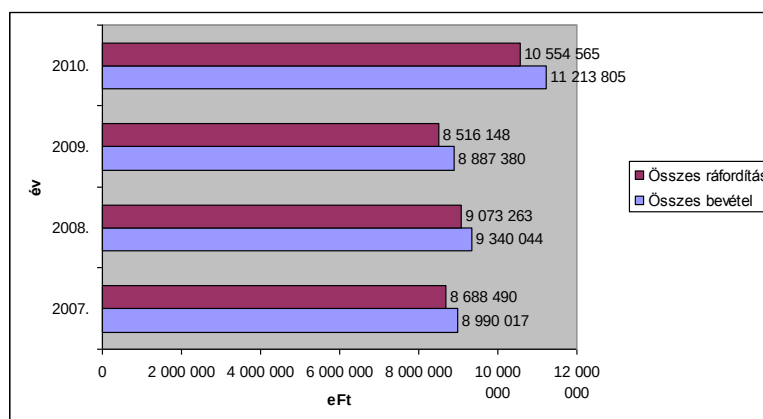
Az **üzemi (üzleti) eredmény** belső szerkezetéből látható, hogy bevételi oldalon az értékesítés nettó árbevétele, ráfordítási oldalon pedig az anyagjellegű ráfordítások a legdominánsabbak. Elmondható, hogy az árbevétel javára eredményes volt a vállalat, mert a bevételei meghaladták a ráfordításait. A két meghatározó tétel, az árbevétel és az anyagjellegű ráfordítások, üzemi eredményhez viszonyított aránya 2008-ban és 2009-ben nagymértékben változott, mert míg az árbevétel növekedett, ugyanakkor az anyagjellegű ráfordítások folyamatosan csökkentek alapvetően az anyagköltségek mérséklődése miatt. Mindez azért fordulhatott elő, mert miközben kevesebb anyagot használt fel a vállalat (közben raktározott anyagot), meglévő késztermékeit és árukat eladta⁶³ valószínűleg magasabb áron - így alakulhatott ki ez a végeredmény. A 2010. évben az árbevétel tovább növekedett (21,35%-ot), melyet követett az anyagjellegű ráfordítás is (28%-ot). Észrevehető bizonyos arányeltolódás

⁶³ ezért is csökkent a késztermékek valamint az áruk 2009. évi záró értéke

ebben a két tételben, hiszen az árbevétel 15-szerese volt az üzemi eredménynek, míg az anyagjellegű ráfordítás már csak 12-szerese.

A komplett összképet nézve a tendencia a következő, melyet az alábbi diagram is jól szemléltet: az összes bevétel - elsősorban az árbevétel-növekedésnek köszönhetően - növekedett a vizsgált négy gazdasági évben, míg az összes ráfordítás - elsősorban az anyagjellegű ráfordítások változása miatt - a 2009. évet leszámítva is emelkedett. Természetesen az itt szereplő "összes bevétel és összes ráfordítás" csak az üzleti eredményre ható összes bevételre illetve ráfordításra vonatkozik.

Az összes bevétel, mivel nemcsak az árbevételtől függ, 2009-ben csökkent, mert az aktivált saját teljesítmények értéke jelentősen csökkent (negatív értékbe ment át) és az egyéb bevételek is lepadtak.



8. ábra: Az üzemi, üzleti eredmény összetétele (2007-2010)

Arról próbálunk meggyőződni, hogy a vállalkozás anyagintenzív tevékenységet folytat⁶⁴, azaz alapvetően anyagjellegű tevékenységet végez, vagyis az anyagjellegű ráfordítások értéke az, ami meghatározza az eredményrontó tényezőit. Ilyenkor felmerül a kérdés, hogy az anyagjellegű ráfordítások változásával együtt megváltozott-e az intenzitás foka?

Az **anyagintenzitás** II⁶⁵-t az összes teljesítmény függvényében vizsgálva az intenzitás a következőképpen alakult:

12. Táblázat: Az anyagintenzitás alakulása

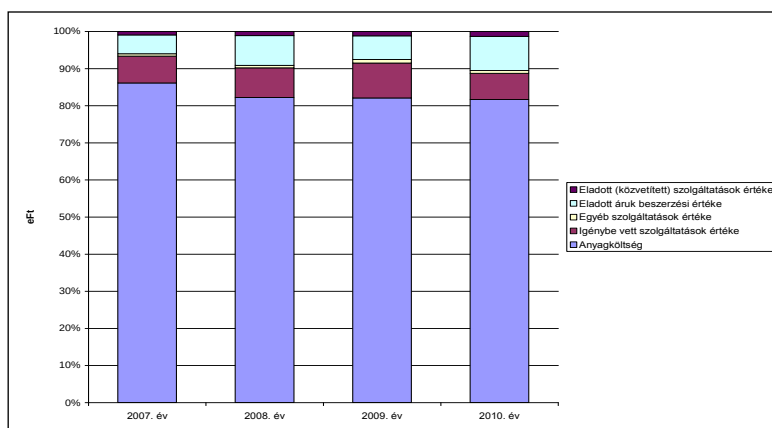
2007. év	2008. év	2009. év	2010. év
0,76	0,76	0,73	0,75

⁶⁴ Anyagintenzitás I.= Anyagjellegű ráfordítások/Üzemi, üzleti tevékenység eredménye alapján rendre az értékek 21,73; 24,2; 16,85; 12,15

⁶⁵ Anyagintenzitás II.= Anyagjellegű ráfordítások/(Árbevétel+aktivált saját teljesítmények értéke)

Alapvetően az összes teljesítményhez képest az anyagjellegű ráfordítások jelentős változást nem hoztak, azaz hogy ténylegesen az egyes anyagintenzitás mutatók némileg eltérést mutatnak, az üzemi eredmény növekedésének volt köszönhető.

Tanácsos az **anyagjellegű ráfordításokon belüli szerkezetet** is megvizsgálni, hiszen így válnak érthetőbbé az egyes változások "miért"-jei. A következő diagram is ezt hivatott szemléltetni.



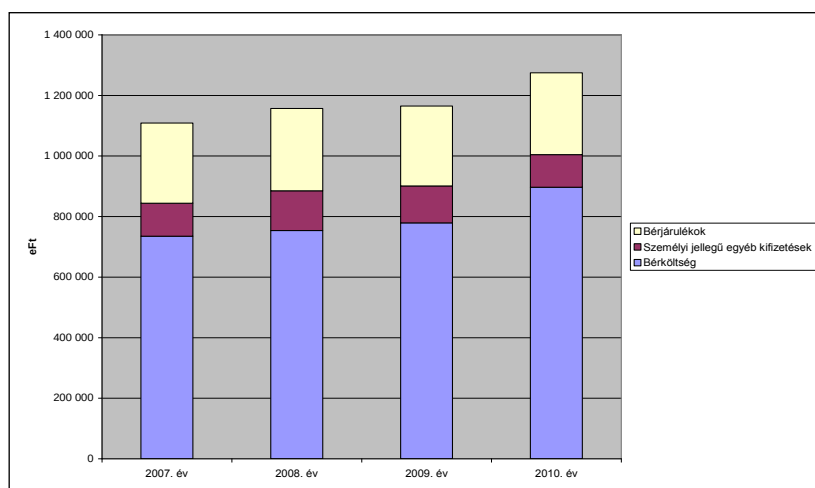
9. ábra: Az anyagjellegű ráfordítások változása (2007-2010)

Az anyagjellegű ráfordításokban egyértelműen az anyagköltség a legmeghatározóbb. Mind a 4 évben jóval 80% fölött volt. 2007-ben, 2008-ban és 2009-ben csökkenő tendenciát mutatott, minden évben az előzőhöz képest 5%-kal esett, viszont 2010-ben több mint 27%-kal növekedett. Ez a növekedés ugyanakkor a szerkezetben már nem annyira látható, hiszen a többi tétel is, főként az eladott áruk beszerzési értéke emelkedett, mely 4 év alatt +4%-os változást hozott. Az ELÁBÉ változása valószínűsíthetően a több kivezetésnek, tehát a nagyobb értékesítésnek volt köszönhető.

A ráfordításokon belül a **személyi jellegű ráfordítások** is képviselnek egy jelentős hányadot. 2007-ben 3,68-szorosa volt az üzemi (üzleti) eredménynek, 2008-ban már 4,34-szerese, tehát a munkaerőintenzitás⁶⁶ szignifikánsan növekedett, és bár 2010-ben lecsökkent körülbelül a 2-szeresére, még így is komoly jelentőséggel bírt. Az egymáshoz viszonyított arányban megfigyelhető, hogy minden évben emelkedett: 2008-ban 4,35%-kal, 2009-ben nagyjából 1%-kal, 2010-ben pedig 9,42%-kal.

A "miért"-re való válasz a szerkezetben keresendő: az alábbi oszlopdiagram bemutatja a személyi jellegű ráfordítások belső szerkezetét a négy üzleti évben.

⁶⁶ Munkaerőintenzitás I. = Személyi jellegű ráfordítások / Üzemi, üzleti tevékenység eredménye



10. ábra: A személyi jellegű ráfordítások változása (2007-2010)

A személyi jellegű ráfordításokban a bérköltségek adják a legnagyobb arányt, csaknem 67%-os volt 2007-ben, majd 2010-re már - az előző évhez képesti 15%-os emelkedésnek köszönhetően - több mint 70%-ot tett ki. A bérköltség növekedése valószínűleg a munkavállalók bérének emelése és az ehhez kapcsolódó különböző járulékok megemelkedése miatt alakulhatott ki. A bérköltség mellett tehát domináns még a bérjárulék, mely minden évben 20% fölött volt. A személyi jellegű egyéb kifizetések átlagosan tized részét tették ki a személyi jellegű ráfordításoknak, melyek nagyjából állandó értéket mutattak.

A társaság működésében, termelő képességében meglehetősen nagy szerepe van az **alkalmazottaknak**. Éppen ezért javasolt áttekinteni a **munkaerő intenzitását**, a **bérszínvonalat**, az **átlagbért**, továbbá a **munkaerő termelékenységét** is. Az alábbi táblázat mutatja ezen mutatók alakulását:

13. Táblázat: Alkalmazottak szempontjából fontos mutatók (2007-2010)

Megnevezés	2007. év	2008. év	2009. év	2010. év
Munkaerő intenzitása II. ⁶⁷	0,129	0,136	0,137	0,119
Bérszínvonal ⁶⁸	3309,3 eFt	3570,5 eFt	3782,5 eFt	3816,7 eFt
Átlagos bruttó bér ⁶⁹	2194,3 eFt	2325,9 eFt	2528,8 eFt	2684,7 eFt
Munkaerő termelékenysége ⁷⁰	25601 eFt	26269,3 eFt	27653,2 eFt	31921,2 eFt

⁶⁷ Munkaerő intenzitása II.=Személyi jellegű ráfordítások/(Árbevétel+aktivált saját teljesítmények értéke)

⁶⁸ Bérszínvonal=Személyi jellegű ráfordítások/Foglalkoztatottak átlagos létszáma

⁶⁹ Bruttó átlagbér= Bérköltség/ Foglalkoztatottak átlagos létszáma

⁷⁰ Munkaerő termelékenysége= Összes teljesítmény/Foglalkoztatottak átlagos létszáma

A munkaerő intenzitása II. mutató kifejezi, hogy a személyi jellegű ráfordítások mekkora arányban alkotják az összes teljesítményt (ÉNÁ + ASTÉ). A 2008-as évben (2007-hez képest) valamivel magasabb személyi jellegű ráfordítással nagyobb teljesítményt ért el a vállalat, 2009-re ugyanez igaz. 2010-ben már más volt a helyzet, ekkor bár a személyi jellegű ráfordítás tovább nőtt, az összes teljesítmény is nagyobb mértékben növekedett meg, elsősorban az árbevétel növekedése miatt, így a mutató értéke csökkent, míg az anyagintenzitása nőtt (0,75 lett).

Kijelenthetjük, hogy a vállalkozás anyagintenzív, az anyagköltség a meghatározó, a személyi jellegű ráfordítás változása kis mértékű változást generál az összes teljesítményben.

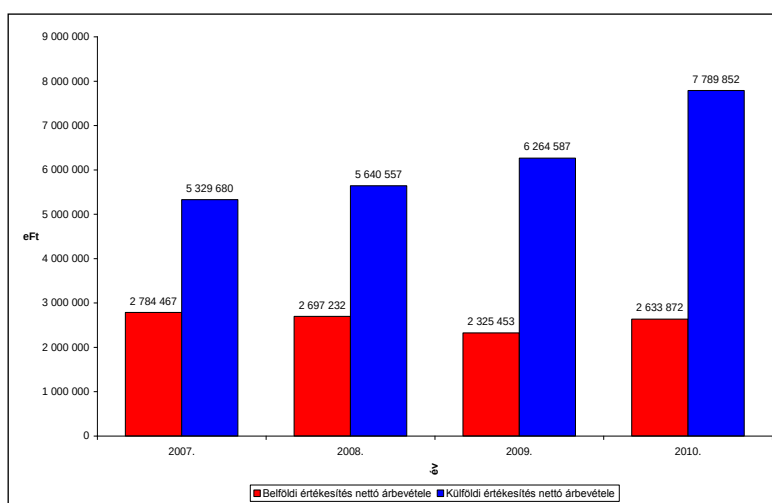
A bérszínvonal az összes személyi jellegű ráfordítás és a foglalkoztatottak átlagos létszámának aránya. Az egy főre jutó átlagos személyi jellegű ráfordítás évről-évre tovább növekszik mindenekelőtt a személyi jellegű ráfordítások emelkedése miatt. Az átlagos foglalkoztatottság létszáma rendre: 335, 324, 308 és 334 fő volt, tehát a 2010. évi 8,4%-os átlagos létszámnövekedéstől és a 2009. évi 5%-os átlagos létszámcsökkenéstől eltekintve drasztikusan nem változott.

Az átlagos bruttó bért megvizsgálva az átlagbér a 4 évben növekedett, bár az átlagos bruttó kereset nem számít túlzottan magasnak. 2010-ben átlagosan 223 725 Ft/hó egy foglalkoztatott bruttó jövedelme, ezen átlagbér nem közli a munkások illetve a vezetők bruttó bérét pontosan külön-külön, tehát például a vezetők, menedzserek bérei a gyakorlatban ezt az átlagértéket felfelé szokták téríteni.

Ha a munkaerő termelékenységét is alaposan megvizsgáljuk, megkapjuk, hogy egy foglalkoztatott átlagosan mekkora teljesítményt nyújtott. Itt is látható, hogy folyamatosan növekszik egy munkás megtermelt teljesítménye. Például 2010-ben 2007-hez viszonyítva átlagosan 24,69%-kal többet termelt egy alkalmazott.

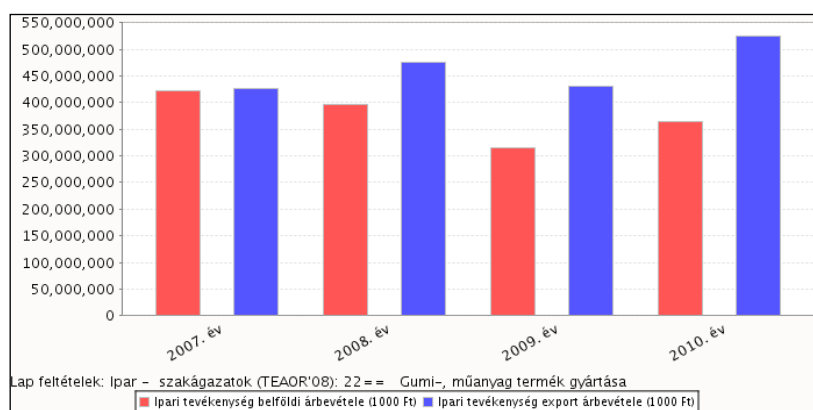
Visszatérve még az árbevételre, nézzük meg az **árbevétel szerkezetét és változását**: látható, hogy mind a négy évben az export adta a fő árbevételi forrást, tehát a vállalkozás előállított valamint vásárolt termékeit leginkább külföldre viszi: 2007-ben, 2008-ban még 2/3 részét adta az összes árbevételnek, 2009-re már majdnem 75%-át. Továbbá az is megfigyelhető, hogy míg a külföldi árbevétel minden évben növekedett (5,8%-ot, 11%-ot, majd 24,35%-ot), addig a belföldi értékesítés csak a 2010. évben növekedett, az előző évhez képest 13,26%-ot, 2009-ben pedig csökkent. A külföldi nettó árbevétel azért is tudott minden évben emelkedni, mert a forint árfolyama folyamatosan gyengült illetve jelentősen ingadozott,

s így a vállalkozás jelentős árfolyamnyereséget tudott realizálni. Utóbbi információt a vállalkozás üzleti jelentése is tartalmazza.



11. ábra: Az árbevétel alakulása (2007-2010)

Megvizsgáltam a **belföldi és külföldi értékesítés alakulását iparági szinten** is. Az alábbi diagramban meglehetősen szemet szűrő, hogy a műanyagipar egészét véve is inkább külföldre exportálnak a vállalatok. Továbbá látható, hogy 2007-2009-ig a belföldi értékesítés csökkenő tendenciát mutatott, aztán 2010-ben emelkedett, ugyanúgy, mint a vállalati szinten. A külföldi értékesítés 2007-2008-ban növekedett, majd romlott, de 2010-ben újra nőtt.



12. ábra: A műanyagipari árbevétel alakulása (2007-2010, eFt)⁷¹

Az következő táblázat mutatja, a **vállalati és az ipari tevékenység arányát**. 2007-ben az iparági belföldi értékesítés 0,6%-át adta a vállalat, 2010-re már 0,72%-át. Az külföldi iparági értékesítésnek láthatóan nagyobb százalékát teszi ki a vállalat, itt 2007-ben 1,25%-át adta, majd lecsökkent, aztán 2010-ben már túlszárnyalta a 2007. évi értéket is. Az értékesítésből

⁷¹ Forrás: Központi Statisztikai Hivatal

levonhatjuk azt a fő következtetést, hogy a vállalkozás a magyar műanyagipar piacán jelentős, meghatározó szerepet tölt be.

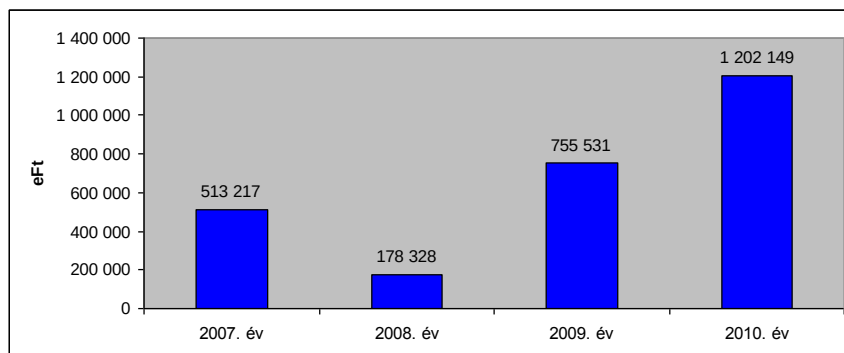
14. Táblázat: A vállalati és ipari tevékenység aránya (2007-2010)

<i>Vállalati és ipari tevékenységek aránya</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>
Belföldi	0,0066	0,0068	0,0074	0,0072
Export	0,0125	0,0118	0,0145	0,0148

6.2 Tőkejövedelem (bruttó működési eredmény)

"A tőkejövedelem vagy bruttó működési eredmény két részből áll: az egyik rész az amortizáció, mely a befektetett (és a termelés folyamatában idővel elhasználódó) eszközök pótlását biztosítani hivatott, a másik rész az amortizáció levonása után fennmaradó nyereség (nettó működési eredmény vagy adózás előtti eredmény)." ⁷²

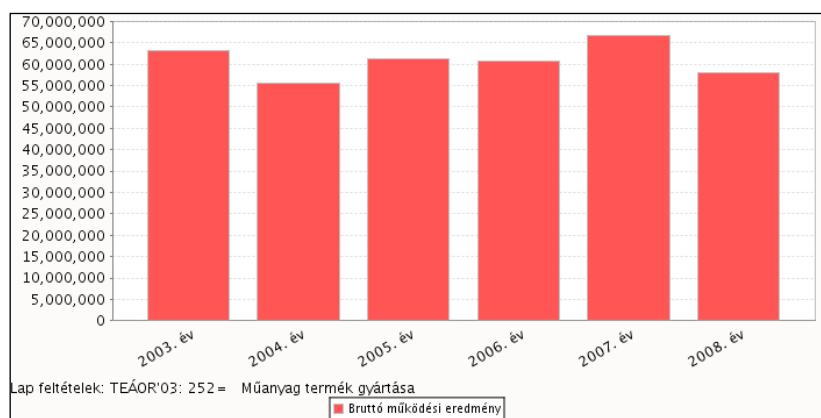
A bruttó működési eredményt vállalatra vetítve a következő diagramon követhetjük nyomon:



13. ábra: A vállalati tőkejövedelem alakulása (2007-2010, eFt)

Iparágra vetítve pedig az alábbi diagramot kapjuk (2003 és 2008 között):

⁷² http://www.hvg.hu/velemeney/20100322_adopolitika_adocsokkentess_csapda



14. ábra: Az iparági tőkejövedelem (2003-2008, eFt)⁷³

Láthatjuk, hogy az 2008-ban az iparágban is lecsökkent a tőkejövedelem, és ez valószínű, hogy a negatív adózás előtti eredmény miatt lehetett. Mindez azt jelenti, hogy a vállalaton kívül a legtöbb műanyagipari társaság is negatív működési eredményt realizált. A 2009. évi és 2010. évi iparági eredményt sajnos nem tudtam elemezni, mivel nem állt erről rendelkezésemre ide tartozó adat. Ugyanakkor azt kijelenthetjük, hogy a vállalat 2009-ben és 2010-ben a pozitív adózás előtti eredmény miatt működési szemszögből az előző évekhez képest jobban teljesített.

6.3 A jövedelmi helyzet elemzése

A jövedelmi helyzet elemzése során a **jövedelmezőség, a hatékonyság és a megtérülési mutatók** alapján vizsgáljuk a vállalatot.

6.3.1 Jövedelmezőség

Először tanulmányozzuk át a jövedelmezőség mutatóját. Jövedelmezőségi mutatókkal a vállalkozás nyereségtermelő képességét mérjük bizonyos szempontok szerint. Ezeknek a szempontoknak két fajtája van, hiszen a mutató egy viszonyszám, melynek számlálója különböző eredménykategóriákat (például adózott eredmény, üzleti eredmény, fedezeti összeg, mérleg szerinti eredmény) tartalmaz, nevezője pedig mindenféle vetítési alapokat (például nettó árbevétel, nettó eszközérték, bérköltség, saját tőke) magában foglalhat. Mivel a jövedelmezőségi mutatók önmagukban sokat még nem árulnak el a gazdálkodás eredményéről, hatékonyságáról, racionális működéséről, ezért javasolt a jövedelmezőségi mutatók által szolgáltatott információkat más mutatókkal kiegészítve értékelni.

A következőkben megpróbáltam a vállalkozás számára legfontosabb mutatók alapján elemezni a társaságot.

⁷³ Forrás: Központi Statisztikai Hivatal

Először nézzük meg az **árbevétel arányos üzleti eredményt**. Az árbevétel arányos üzemi eredmény megmutatja, hogy az árbevétel mekkora arányát alkotja az üzemi (üzleti) tevékenység eredménye.

Szembetűnő, hogy az árbevétel növekedésével az árbevétel arányos jövedelmezőség is emelkedett, kivétel a 2008. év, amikor az üzemi (üzleti) eredmény csökkent előző évhez képest 11,5%-ot. Figyelemre méltó a 2010. évi növekedés, ekkor 46,5%-kal nőtt 2009-hez viszonyítva az árbevétel arányos jövedelmezőség, mert az üzemi (üzleti) eredmény nagymértékben emelkedett, míg az értékesítés nettó árbevétele ennél alacsonyabb mértékben.

Az **árbevétel arányos adózott eredmény** megmutatja, hogy az árbevétel mekkora arányát realizálta az adózott eredményből a vállalat. 2007-ben és 2008-ban a negatív adózott eredmény miatt nem érdemes ezeket az éveket értékelni. Az adózott eredmény esetünkben értelemszerűen az adózás előtti eredménynek is megfelel. A 2009-es alacsony érték 2010-ben nagymértékben, az előző év 12-szeresére megugrott, de még így alacsonynak mondható.

Az **anyagjellegű ráfordítás arányos jövedelmezőség** azt jelenti, hogy az összes anyagjellegű ráfordítás hány százaléka jelenik meg az eredményben. Itt is megfigyelhető -, mint az árbevétel arányos üzemi eredményénél -, hogy 2008-ban esés volt, méghozzá 0,5 százalékpontos, majd 2009-ben és 2010-ben ismét növekedés tapasztalható.

Tanácsos megnézni az **árbevétel arányos fedezetet** is, **vagyis a fedezeti hányadot/összeget**. A fedezeti összeg megadja, hogy az árbevételből mekkora hányadot képvisel az értékesítés bruttó eredménye. Az értékesítés bruttó eredményét úgy kapjuk meg, hogy az értékesítés nettó árbevételéből kivonjuk az értékesítés közvetlen költségeit. Az értékesítés közvetlen költségei az árbevételhez közvetlenül hozzárendelhető költségeket jelentik, melyeket az eredménykimutatás forgalmi költség eljárásában mutatunk ki.

2008-ban azért csökkent 0,4%-ot a fedezeti hányad, mert az értékesítés közvetlen költségei nagyobb mértékben emelkedtek (3,2%), mint az árbevétel (2,76%). 2009-ben miközben az árbevétel növekedett, az értékesítés közvetlen költségei csökkentek. 2010-ben mindkét tényező rendkívül jelentős százalékban emelkedett. Ugyanakkor azért süllyedt 1,4 százalékpontot előző évhez képest a fedezeti hányad, mert ugyanaz történt, mint 2008-ban, tehát az értékesítés közvetlen költségei 23,58%-kal nőttek, míg az árbevétel ennél "csak" kisebb mértékben.

Célszerű az **élőmunka arányos és a bérarányos jövedelmezőséget** is megvizsgálni, hiszen a ráfordításokon belül ezek is nagy arányban szerepelnek. Az élőmunka arányos

jövedelmezőség (az üzemi eredmény viszonylatában) megmutatja, hogy 1 forint kifizetett személyi jellegű ráfordítás mennyi üzemi eredményt "termel" a vállalkozásnak.

Ennél a mutatónál is megfigyelhető az a tendencia, hogy a 2007-es értékhez képest lecsökken 2008-ban, majd ismét növekedik. 2009-ben például egységnyi (forint) személyi jellegű ráfordítás 0,32 forint üzemi eredményt generált. 2010-ben már fél forint üzemi eredményt hozott, ami a kisebb mértékű személyi jellegű ráfordításnak volt köszönhető, mint az üzemi eredmény-emelkedés.

A **bérrarányos jövedelmezőség** is fontos mutató a vállalkozás elemzése szempontjából, hiszen a bérköltség alkotta a személyi jellegű ráfordítások 66-70%-át. A bérrarányos jövedelmezőséget megkapjuk, ha az üzemi, üzleti eredmény és a bérköltség arányát vesszük. Mivel a vetítési alapként használt bérköltség kisebb mint a személyi jellegű ráfordítások, ezért alakultak ki rendre nagyobb értékek. A tavalyi, 2010. évi növekedés meglehetősen szignifikáns: előző évhez képest 54,2%-ot növekedett, tehát 1 forint kifizetett bérköltség 0,74 forintot realizált a cégnek.

Ha az üzemi, üzleti tevékenység eredményét elosztjuk az átlagos foglalkoztatottak létszámával, **az 1 főre jutó üzemi, üzleti eredményt** kapjuk. Látható, hogy 2007-ben 1 alkalmazott átlagosan 900 000 Ft üzemi eredményt termel meg. 2008-ban ez leapadt 8,5%-kal, ugyanis az üzleti eredmény nagyobb mértékben csökkent, mint a átlagos foglalkoztatottság. 2009-ben viszont ismét növekedett további 46,4%-ot, meghaladta a 2007. évit, 2010-ben pedig a 2007. évihez viszonyítva 2,2-szeresére emelkedett az üzemi eredmény jelentős pozitív irányú változása miatt.

Esetünkben az **1 főre jutó fedezeti összeg** is nélkülözhetetlen mutató, amely az értékesítés bruttó eredményének és a foglalkoztatottak átlagos létszámának hányadosából számítható ki. Az 1 főre jutó fedezeti hányad növekvő irányt mutatott az értékesítés bruttó eredményének évente való javulása miatt.

Végül az **eszköz arányos jövedelmezőség** az üzemi, üzleti eredmény viszonylatában vizsgáltuk meg. A mutató világosan jelzi, hogy a vállalkozás vagyona/összes eszköze kevésszer fordul meg az üzemi, üzleti eredményben. Még a 2010. évi érték is nagyon alacsonynak mondható, bár 2,5-szeresére változott a 2008-as jövedelmezőségnek.

6.3.2 Hatékonyság

Jelen fejezetben hatékonysági mutatók segítségével elemezem a vállalat jövedelmi helyzetét. A hatékonyság elemzése során azt mérjük, hogy hogyan tudja a vállalkozás erőforrásait hasznosítani, tehát adott input milyen outputot generált, eredményezett. Itt is lehet

különféle mutatókat képezni: a számlálóban a hozamok jelennek meg (például hozzáadott érték, bruttó/nettó/anyagmentes termelési érték), a nevezőben pedig a különböző vetítési alapok (például nettó eszközérték, bér, létszám, készletek). Fontos követelmény, hogy a befektetett tőke vagyonarányosan megtérüljön, és ezt lehetőleg növelni is lehessen. Ezért a cél, hogy a vállalkozás a valójában létfontosságú vagyont kösse le, így a befektetett tőke ne álljon kihasználatlanul. Ehhez még segítségünkre lesznek a megtérülési mutatók.

A vállalat eredményének szempontjából lényeges mutatók a következők:

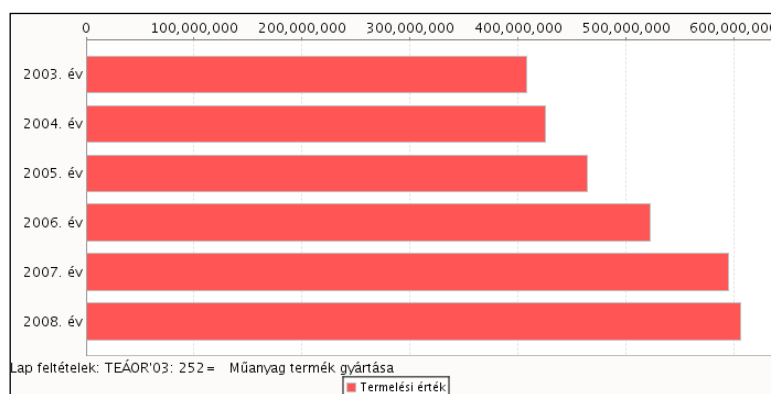
Először a néhány **hozam mutatót** ajánlatos megvizsgálni. Az alábbi táblázatban összefoglaltuk az elemzés szempontjából **kulcsfontosságú mutatókat**.

15. Táblázat: Hozam mutatók alakulása (2007-2010)

<i>Megnevezés</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>
Bruttó termelési érték	8 183 544	7 921 629	8 045 149	9 818 360
Anyagmentes termelési érték	2 025 279	2 055 567	2 260 914	2 652 855
Nettó termelési érték	1 454 462	1 384 978	1 537 071	1 924 283
Hozzáadott érték	1 621 819	1 335 185	1 920 535	2 476 932

A **bruttó termelési érték** az összes teljesítmény (ÉNÁ+ASTÉ) és az ELÁBÉ és közvetített szolgáltatások értékének különbsége. A bruttó termelési érték 2008. évi 3,2 %-os csökkenése alapvetően az ASTÉ 88 991 ezer forintnyi redukálódásának (a saját termelésű készletek állomány változásának nagymértékű csökkenése), az ELÁBÉ több mint 56%-os növekedésének volt köszönhető. A 2009. évi 1,5%-os növekedés nagyrészt szintén e kettő tényezőnek volt köszönhető: az ASTÉ negatív értékbe ment át, az ELÁBÉ pedig apadt. A 2010-es üzleti évben a figyelemre méltó árbevétel-növekedés, az ASTÉ 310 810 eFt-os emelkedése, az ELÁBÉ körülbelül 85%-os növekedése és eladott szolgáltatások értékének változása megmutatta, hogy a saját teljesítmény, értékesítés szempontjából rendkívül eredményes évet zárt a vállalkozás. Ebben az évben tehát 22%-ot növekedett a bruttó termelési érték.

Érdemes megvizsgálni **iparági szinten** is a bruttó termelési értéket és összehasonlítani ezt a vállalkozás teljesítményével. A következő diagram és táblázat érzékelteti ezt:



15. ábra: Iparági bruttó termelési érték alakulása (2003-2008, eFt)⁷⁴

16. Táblázat: A vállalati és iparági bruttó termelési érték aránya (2007-2008, eFt)

Megnevezés	2007. év (e Ft)	2008. év (e Ft)
Vállalati bruttó termelési érték	8 183 544	7 921 629
Iparági bruttó termelési érték	594 635 206	605 972 072
V/I aránya	0,0135296	0,0130726

Növekedő tendenciát mutat a műanyagipart termelési értékét szemléltető diagram, nem úgy, mint a vizsgált vállalaté. 2007-ben 1,35%-át tette ki a vállalati bruttó termelés az iparágnak, míg 2008-ban már csak 1,3%-át, mert miközben a vállalati bruttó termelés csökkent, az iparági nőtt. Sajnos a további évekről iparági szinten nem állt rendelkezésemre információ, így nem tudtam a 2009. és a 2010. évet vizsgálni.

Ahhoz, hogy tovább "csupaszítsuk" a hozammutatókat, tehát például a nettó termelési értéket is kiszámítsuk, szükségünk van az **anyagmentes termelési érték** adataira. Ez a következőképpen alakult: A 2008. évi 1,5%-os változás nem szignifikáns, viszont a 2009. évi már igen. 2009-ben nagyjából 10%-ot növekedett az anyagmentes termelési érték. Ez egyértelműen a bruttó termelési érték emelkedésének (1,5%-os) és anyagköltség (3,2 %-os) apadásának a következménye, annak ellenére, hogy az igénybevett szolgáltatások és az egyéb szolgáltatások jelentősen növekedtek. A 2010. évi több mint 17%-os növekedés pedig természetesen a bruttó termelési érték emelkedésének volt köszönhető az anyagköltség jelentős növekedése ellenére.

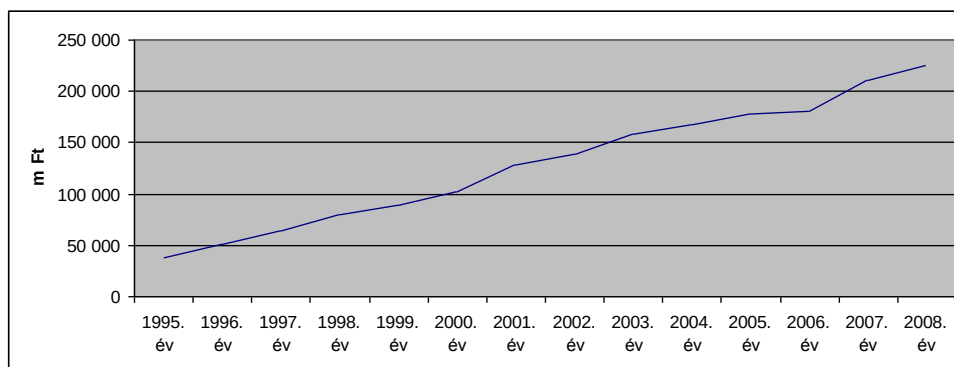
A **nettó termelési érték** így már könnyen kiszámítható. A fentiek ismeretében a nettó termelési érték változása jól látható: 4 év alatt 32,3%-kal, 469 821 eFt-ot növekedett.

⁷⁴ Forrás: Központi Statisztikai Hivatal

A vállalkozás **hozzáadott érték** mutatója az alábbiak szerint alakult: ha csak a személyi jellegű ráfordítások és az értékcsökkenése leírást vennénk számításba, akkor növekvő tendenciát mutatna a hozzáadott érték, de mivel az adózás előtti eredményt is bele kell kalkulálni, ezért csökkent például 2008-ban 17,7%-ot. A 2009. és a 2010. évi nagymértékű emelkedés alapvetően az adózás előtti eredmény rendre növekedésének a következménye.

Az alábbi diagram a **gumi, és műanyagipar hozzáadott értékének tendenciáját** mutatja 1995 és 2008 között. Könnyen látható a növekvő tendencia: 14 év alatt 37 502 mFt-ról 225 544 mFt-ra emelkedett fel.

Számunkra most a 2007. évi és a 2008. évi értékek a fontosak, mert ezeket tudjuk összehasonlítani a "vállalkozásunkkal". A diagram alatti táblázat szemlélteti a vállalati hozzáadott érték megoszlását a teljes iparághoz viszonyítva.



16. ábra: A bruttó iparági hozzáadott érték trendje (1995-2008, mFt)⁷⁵

17. Táblázat: vállalati és iparági hozzáadott érték (2007-2008, mFt)

Megnevezés	2007. év (m Ft)	2008. év (m Ft)
Vállalati hozzáadott érték	1 622	1 335
Iparági hozzáadott érték	211 041	225 544
V/I aránya	0,0077	0,006

2007-ben 0,77 százalékpont volt a vállalat hozzáadott értéke a teljes iparághoz, de 2008-ban ez jócskán lecsökkent a fent említett veszteséges működés (negatív adózás előtti eredmény) következtében. Meg kell viszont jegyeznünk, hogy ha a 2009. valamint a 2010. évet is elemezhetnénk, akkor valószínűleg azt az eredményt kapnánk, hogy javulna az arány, és megközelítené az 1%-ot.

⁷⁵ Forrás: Központi Statisztikai Hivatal

6.3.3 Megtérülési mutatók

A megtérülési mutatók a vagyonelemek optimális kihasználtságának mérlegeléséhez, a vállalkozás teljesítményének megítéléséhez nyújtanak támpontot, vagyis megmutatják, hogy a saját tőke vagy a tartós, idegen tőke (hosszú lejáratú kötelezettségek) milyen teljesítményt, hasznot generálnak. Mint ahogy a fenti két mutatónál is, itt is az eredménykategóriák és a vetítési alapok kombinációjával számos jövedelmezőségi mutató képezhető. Sajátosság, hogy vetítési alap lehet az úgynevezett működésben átlagosan lekötött tőke is, mely eszköz- illetve forrásoldalról is meghatározható. A számításában arra kell figyelni, hogy azok a tételek, amelyeknek közvetlenül a működéshez nincsen közük, negatív előjellel szerepeljenek. Az átlagos tőkelekötések az elemzett időszakokban rendre a következők: 4 032 485,- eFt; 2 938 542,- eFt; 2 661 049,- eFt.

Az elemzés szempontjából kulcsfontosságú mutatók az alábbiak:

18. Táblázat: A legfontosabb megtérülési mutatók (2007-2010)

<i>Mutató megnevezése</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>
Saját tőke arányos eredmény (ROE)	-	-0,13	0,009	0,12
Eszközarányos eredmény (ROA)	-	0,02	0,03	0,05
1 részvényre jutó eredmény (EPS)	-0,002	-0,018	0,001	0,018
Befektetések megtérülése (ROI)	-	0,066	0,126	0,248

Fontos megemlíteni, hogy az **eszközarányos eredménynél (ROA)** az üzemi, üzleti eredménnyel számoltunk, továbbá esetünkben a **befektetések megtérülése (ROI)** ekvivalens a **befektetett tőke megtérülésével (ROIC)**, mert a vállalkozás éves beszámolója (kiegészítő melléklet) alapján nem fizetett társasági adót, ezért eleve lehetetlen kiszámítani az adózott üzemi, üzleti eredményt.

A fenti mutatók világosan kifejezik, hogy összességében a vállalat nem működik a leghatékonyabban, a különböző vagyonelemek kihasználása nem a legideálisabb, nem igazán térültek meg a befektetések (a 2010. évet leszámítva). A saját tőke arányos eredmény - a vizsgált 3 évben - rendkívül alacsony értékeket mutat. Bár 2010-ben 13-szorosára emelkedett, még ez az érték is nagyon alacsonynak tekinthető, vagyis az adózott eredmény meglehetősen csekély része a saját tőke átlagos összegének. Az eszközarányos eredmény évről-évre növekedő tendenciát (2009-ben 50%-kal, 2010-ben 66,7%-kal nőtt) mutatott, mégis ezek az értékek is alacsonynak tekinthetők. Az 1 részvényre jutó nyereség meglehetősen javult, de például a tavalyi érték (1 részvényre 18 forint jut) sem túl magas. Azt gondolhatjuk, hogy a

kibocsátott 26 949 830 db részvény soknak számít, ugyanakkor 1 részvény értéke nem jelentős, elemzésem időpontjában, tehát 2011.10.08-án 191 Ft volt.⁷⁶

A befektetések megtérülése eleinte nem volt relatíve magas, de aztán 2009-ben 91%-ot, 2010-ben 97%-ot emelkedett az üzemi eredmény növekedésnek, de még inkább az átlagos tőkelekötés-csökkenésnek köszönhetően.

7 Pénzügyi helyzet, likviditás vizsgálata a 2007-2010-es gazdasági években

A vállalat pénzügyi helyzetéről való tájékoztatást leginkább a **likviditási mutatók, ráták** szoktak adni. A mutatók jól informálják a vállalkozás külső érdekeltjeit (például üzleti partnereket) annak fizetőképességéről. Általában jónak mondható a vállalkozás pénzügyi helyzete, - vagy legalábbis az empirikus kutatások ezt mutatják -, ha 1-nél nagyobb értéket mutat likviditása. De egy mindenképpen biztos: minél nagyobb a ráta értéke, annál jobb a vállalkozás likviditási helyzete.

Likviditási ráta (CR), mely a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek aránya.

19. Táblázat: A likviditási ráta alakulása

2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
0,84	0,73	0,58	0,57	0,65

Szembetűnő, hogy mind az öt évben tartósan 1 alatt volt a mutató. 2007-ben 770 385 eFt-tal haladták meg a rövid lejáratú kötelezettségek a forgóeszközöket, tehát a nettó forgótőke negatív. Ez 2008-ban tovább nőtt, hiszen a forgóeszközök csak kis mértékben (2%-kal) emelkedtek, míg a rövid lejáratú kötelezettségek ennél jóval nagyobb mértékben (18%-kal) emelkedtek, így már 1 555 914 eFt-tal haladták meg a forgatási célú eszközöket. A 2009. évi arány tovább csökkent a forgóeszközök 24%-os romlásának köszönhetően. 2010-ben a nagyarányú rövid lejáratú kötelezettség-emelkedés miatt történt az újabb mutató-esés. 2011-ben viszont a forgóeszköz növekedése miatt ismét javult (65%-ra). Túlnyomórészt a rövid lejáratú kötelezettségek növekvő tendenciája az ebben domináns rövid lejáratú hitelek és szállítói tartozások növekedése miatt következett be. A forgóeszközökben pedig elsősorban a vevőváltásnak és a késztermék készleteken belüli romlásának volt köszönhető. Továbbá a mélyebb vizsgálódás után gyanítható, hogy a 2010. évben egy "új, magasabb pályára" került a vállalkozás, tehát eszköz oldalról legalábbis próbálja a forgóeszközöket minimum a 2007. évi

⁷⁶ Így a saját tőke piaci értéke (kapitalizáció)= 26 949 830 db*191 Ft=5 147,4 millió Ft

szintre hozni, noha a forrásokat alkotó kötelezettségeken belül a hosszú lejáratú illetve a rövid lejáratú kötelezettségek közötti arányeltolódásról jelenleg nem beszélhetünk. Természetesen ezek csak feltételezésen alapulnak. Annyi azonban biztos, hogy 2010-ben a hosszú lejáratú kötelezettségek tovább apadtak, a rövid lejáratú kötelezettségek pedig - már említettük - nagyfokúan növekedtek.

A **likviditási gyorsráta (QR)** is egy fontos mutató, melyet a gyorsdiagnózis felállításánál már megnéztünk. Most tovább visszük az ott leírt gondolatmenetet: láthattuk, hogy mind az 5 évben jóval 1 alatt volt QR értéke.

Ez leginkább a rövid lejáratú kötelezettségek állandó⁷⁷ növekedése miatt van - a vagyoni helyzet elemzésénél már láthattuk, hogy az idegen tőkén belül a rövid lejáratú kötelezettségek, ezen belül is a rövid lejáratú (főként forgóeszköz) hitelek és a szállítói tartozások a meghatározóak -, kivétel ez alól a 2009. év, amikor a legkritikusabb üzleti éve volt a vállalkozásnak, mert ebben az évben bár 4,4%-kal csökkentek a rövid lejáratú kötelezettségek, ugyanakkor a követelések (és a pénzeszközök) ennél nagyobb mértékben romlottak: 26,7%-ot (és 87,4%-ot). A 2010-es gazdasági évben már kis mértékben korrigálta a QR-t a vállalat, de még így is rendkívül kilátástalan helyzetben van likviditás szempontjából: a követelések növekedtek - előző évhez képest - 15,7%-kal, de a rövid lejáratú kötelezettségek is, 10,2%-ot emelkedtek, amely abszolút összegben 230 585,- eFt-tal több, mint a rövid lejáratú kötelezettségek növekedése.

Érdemes említést tenni az azonnal rendelkezésre álló likvid eszközről is, nevezetesen a pénzeszközökről. A pénzeszközök nem képviseltetik magukat nagy arányban a forgóeszközökön belül, mégis esszenciális a vállalkozás mindennapi működése nézőpontjából, hogy nagy mennyiségű pénzeszköz álljon rendelkezésére. Ennek ellenére 4 év alatt 96,7%-os csökkenésnek lettek kitéve a pénzeszközök, melyek okát majd a likviditás elemzésénél tovább vizsgáljuk.

A **készpénz likviditási (PR)** ráta arról ad választ, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek mekkora részét egyenlíti ki a vállalkozás pénzeszközökből - csupán a szemléltetés végett mutatjuk meg ezeket az arányokat, mert látható lesz, hogy rendkívül kevés eszközét tartja a vállalkozás a leglikvidebb eszközben (bankbetétben, pénztárban): 2007-ben 2%-át, 2008-ban már csak 0,39 %-át, 2009-ben 0,05%-át, 2010-ben 0,04%-át, 2011-ben pedig 0,05%-át alkották. A pénzeszközök mérlegbeli értékei csak statikus képet mutatnak, vagyis csak a

⁷⁷ A 2009. évi kis mértékű csökkenést leszámítva

nyitó- és záróállományukat láthatjuk, a cash flow kimutatás és a későbbiekben bemutatásra kerülő negyedéves cash flow-k viszont pontosabb képet adhat az éven belüli változásokról.

7.1 Forgási idő, likviditási idő kiszámítása

A készleteken belüli forgási idő, sebesség megvizsgálása elengedhetetlen a megalapozott következtetésekhez. A vállalat azért is tart eszközöket, hogy ezek segítségével rövid vagy hosszútávon támogassa alapvető bevételszerző képességét, amely lehet készletértékesítés vagy szolgáltatásnyújtás.

A tervezéshez, elemzéshez első lépésben a következő kérdéseket kell megválaszolni:

- Milyen gyorsan válnak értékesíthetővé készleteink?
- Milyen gyorsan fogy el árukészletünk, illetve késztermékünk?
- Milyen gyorsan folyik be vevőkövetelésünk?⁷⁸

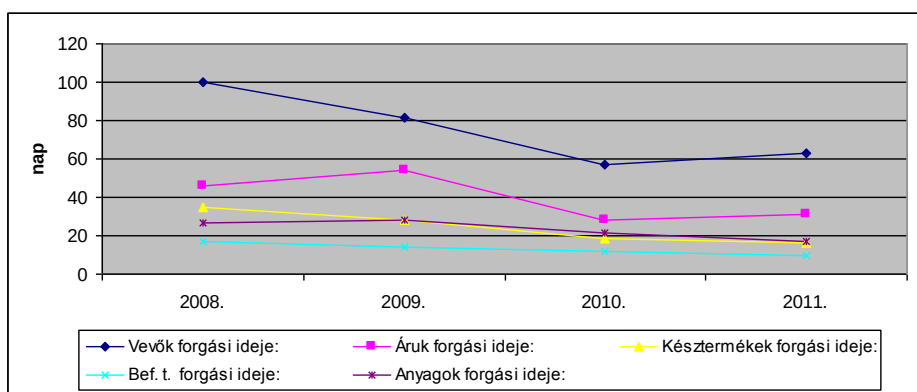
Az *első kérdés* megválaszolásánál elsősorban nem a vásárolt készletekre kell fókuszálnunk, hanem a saját előállítási készletekre, ezen belül pedig a késztermékekre. Késztermékek anyagokból és befejezetlen termelésből lesznek, tehát az előbbi kettő termékké válásának időtartamát kell meghatároznunk. A *második kérdésnél* az a fő szempont, hogy mennyi ideig vannak a készleteink raktáron, miután már elkészültek vagy beszereztük őket. A *harmadik kérdésünk* a vevőköveteléssel kapcsolatos, és ezt érdemes a szállítói kötelezettségekkel összevetni.

Mindezen kérdések megválaszolására lesz segítségünkre a forgási idő, amely azt az időt mutatja meg, mely alatt egy eszközből egy másik eszköz jön létre. Továbbá a likviditási idő is fontos mutató, amely arra ad választ, hogy adott eszközből mennyi időn belül jön létre pénzeszköz. A mutatók kiszámítása a kiegészítő melléklet és az eredménykimutatás nélkül nem lehetséges.

A forgási és likviditási idő kiszámolásának kiindulópontjában célszerű a vevőkötelessel kezdeni, tehát úgymond a legnagyobbval, mert a vevők állnak a legközelebb az értékesítéshez, a pénzeszközhöz számviteli szempontból.

A **forgási idők** a következőképpen néztek ki:

⁷⁸ Karai-Laáb-Rózsa, 2011, 31.o.



17. ábra: Forgási idők 2008 és 2011 között (nap)

A **vevőkövetelés kiegyenlítése** 2009-ben 18 napot csökkent, 2010-ben pedig további 25 napot javult, tehát gyorsabban fizettek a vevők, ez pozitívumnak tekinthető. Az átlagosan gyorsabb pénzügyi teljesítés 2009-ben, 2010-ben magasabb árbevétellel, illetve évről-évre alacsonyabb átlagos vevőértékkel indokolható. 2011-ben a vevőkövetelés arányaiban nagyobb mértékben növekedett, mint a forgalom, ezért volt a 6 napos forgási idő-emelkedés.

A szállítói kötelezettség forgási idejét most célszerű megvizsgálni és összehasonlítani a vevőkövetelés forgási (likviditási) idejével. A **szállítók forgási idejét** megkapjuk, ha az átlagos szállítóállomány 365 nappal megszorozott értékét osztjuk az időszakos árbevétellel. 2008-ban és 2009-ben a vevők forgási ideje meghaladta a szállítók forgási idejét, azaz a szállítók kiegyenlítése sokkal gyorsabban megtörténik, mint ahogyan a vevők fizetnének a vállalatnak, vagyis a vállalkozás követelése egy részét nem képes szállítóival finanszírozni, így ez a helyzet pótlólagos finanszírozási költségeket vont maga után. A 2010. évben viszont amint befolytak vevőkövetelései, már tudta kiegyenlíteni szállítói tartozásait, tehát lényegesen kényelmesebb helyzetben volt ebben az évben a cég, 2011-ben pedig előző évhez képest még jobb pozícióban.

A 2009. évben meglehetősen megnőtt az **árak forgási ideje** 46 napról 54 napra. Az áruk forgási idejének növekedése mögött az alacsonyabb kivezetési érték, illetve a 2009. évi alacsonyabb záróérték húzódik meg. Az alacsonyabb ráfordítás és zárókészlet érték mögött forgalom csökkenés, vagy jelentős beszerzési ár-csökkenés miatt következhetett be. Az eredménykimutatás felhasználásával inkább a beszerzési ár csökkenést valószínűsíthetjük, mert az értékesítés nettó árbevétele 2009-ben 252.251 eFt-tal nőtt, így forgalom csökkenés nem gyanítható. A beszerzési árról ugyanakkor viszont sajnos nem áll rendelkezésemre információ. A 2010. évi majdnem 50%-os javulás az ELÁBÉ előző évhez képest több mint

84%-os növekedésének volt köszönhető. 2011-ben a valamivel kisebb ELÁBÉ-érték következtében lett 3 nappal nagyobb a forgási idő.

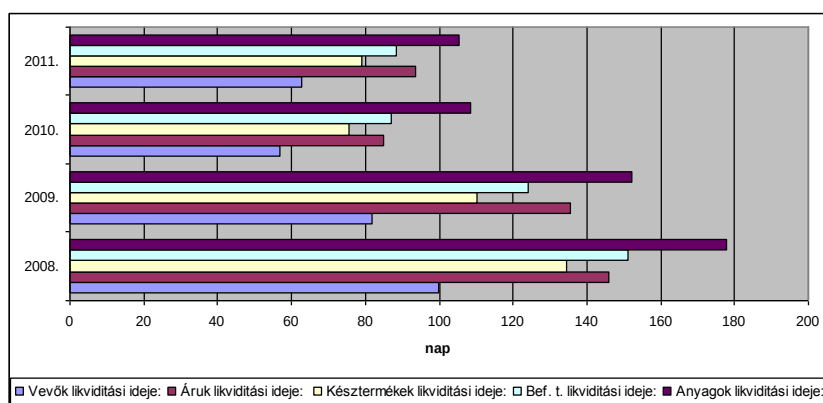
A **késztermék forgási idejének** meghatározásához az értékesítés elszámolt közvetlen költségét és az átlagos késztermék-értéket vettük alapul.

2009-ben az 1 hetes csökkenés, 2010-ben pedig a 9 napos, 2011-ben 3 napos apadás a késztermék átlagos állományának csökkenésével magyarázható, amelyek feltehetőleg a jobb értékesítési politika következményei.

Következtethetünk arra, hogy a **befejezetlen termelés forgási ideje** csökkenése a termelésben eltöltött idő csökkenésével magyarázható, mely a termelési technológia javulásának, a termelési politikának a gyümölcse.

Anyagok forgási idejénél az a kérdés, hogy az anyagnövekedésünk abból adódott-e, hogy több időt töltött az anyag a raktárban. Valószínűsíthető, hogy az anyagnövekedés a raktárban töltött idő növekedése mellett a beszerzés árának változásának is volt köszönhető 2009-ben. 2010-ben már 7 napos, 2011-ben pedig 4 napos csökkenésről beszélhetünk az átlagos anyagérték romlás miatt, amely valószínűleg a megnövekedett anyagfelhasználás (anyagköltség) eredménye.

A **likviditási idők** az alábbiak szerint alakultak:



18. ábra: Likviditási idők (2008-2011, nap)

A vállalkozás beszámolójából megtudhattuk, hogy fő tevékenysége a műanyag csomagolóeszközök gyártása, így ebből van a fő bevételi forrásai is. Tehát most a legnagyobb értéket, az anyagok likviditási idejét nézzük, mert ez ad választ arról, hogy az anyagfelhasználásból kiindulva a gyártáson keresztül, az értékesítésig mennyi idő alatt lesz az alapanyagból pénzeszköz. Látható, hogy 2009-ben 26, 2010-ben 43, 2011-ben pedig 4 nappal

csökkent a likviditási idő alapvetően az árbevétel értékének javulása (jobb értékesítési politika) miatt.

A vállalkozás gyártás, értékesítés szempontjából megfelelő állapotban van. Alapvetően a probléma az lehet, hogy az eladósodottság miatt a vevőkövetelésből befolyt pénzüsszeg rögtön, vagy legalábbis nagyon gyorsan a kötelezettségekre költődik el, de erre a cash flow elemzése során fény derülhet.

7.1.1 A négyfokozatú likviditási mérleg⁷⁹

A likviditási mérlegekben az eszközöket mobilitásuk, azaz pénzzé válásuk gyorsasága, a forrásokat pedig esedékességük, tehát lejáratuk szerint csoportosíthatjuk. A négyfokozatú likviditási mérleg, mint ahogy általában a likviditási mérlegek, statikus mérleg, amely azt jelenti, hogy egy adott múltbeli állapotból kiindulva próbálunk következtetéseket levonni a rövidtávon vett jövőre. A négyfokozatú mérleg összeállítása a hagyományos (vagyon)mérleg strukturális átrendezése segítségével történik.

A **négyfokozatú likviditási mérleg** tehát csak a vagyonmérleget rendezi át strukturálisan, így mérlegfőösszeg nem változik. Az elemzésből kapott információkat csak fenntartásokkal szabad kezelnünk, értelmeznünk, hiszen minél nagyobb időszakot vizsgálunk, annál nagyobb a differencia a statikus állapothoz képest, így a levont konzekvenciák megkérdőjelezhetők. Egy azonban biztos, az első két szint (I. és II.) közül érdemi információt a vállalat pénzügyi helyzetéről.⁸⁰

A likviditási mérleg kiértékelése a következő:

20. Táblázat: A négyfokozatú likviditási mérleg értékelése (2007-2011, eFt)

<i>Eszközök-Források</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>	<i>2011. év</i>
I. fokozat	-1 032 544	-1 134 648	-1 162 198	-1 272 284	-1 460 101
II. fokozat	-1 996 969	-2 677 718	-3 011 449	-3 273 337	-2 650 019
III. fokozat	-3 333 557	-3 637 125	-3 884 706	-3 784 109	-3 177 109

Nem kell tüzetes elemző munkát végezni ahhoz, hogy lássuk: teljes pénzügyi egyensúlytalanságban van a vállalkozás, a forrás oldal mindenhol lényegesen nagyobb mint az eszköz oldal.

⁷⁹ Jelen fejezet részben kizárólag a mérlegben és a kiegészítő mellékletben található adatokkal dolgoztam, az átalakított mérleget a könnyebb áttekinthetőség végett nem használtam.

⁸⁰ A négyfokozatú likviditási mérleg további bemutatását, részletezését jelen dolgozatban nem tárgyalom, csak az értékelésére helyezem a fő hangsúlyt.

A részletesebb vizsgálathoz a **többszintű likviditási mérleget** lehetne összeállítani, de külső elemzőként erre nincs lehetőségem, mert olyan analitikai nyilvántartásokra, illetve egyéb információkra is szükségem lenne ehhez, melyeket sajnos a cég beszámolója nem tartalmaz.

7.1.2 A Cash flow kimutatás elemzése⁸¹

Korábban már megállapítottuk, hogy a vállalkozás számára rendelkezésre álló pénzeszközök évről-évre fogytak. Még 2007-ben sem volt a likviditás szempontjából elegendő pénzeszköze a társaságnak, 2010-ig pedig ennek értéke szinte a nullára redukálódott (körülbelül 2 és fél millió forint). A **cash flow kimutatás** tüzetes vizsgálata ennek a fontos tényezőnek az alakulására adhat választ. A vállalkozás cash flowja, vagy magyarul pénzáram, a vállalkozás pénzbevételeinek és pénzkidásainak különbsége.

"A vállalkozás pénzügyi helyzetével összefüggésben a cash flow értékek alapján számított mutatószámok gyakran pontosabb információt szolgáltatnak az elemzők számára, mint a mérleg vagy az eredménykimutatás más hasonló adataiból számított értékei. A cash flow értékek jövedelmeket (eredményeket) mutatnak, amelyeket a vállalkozás pénzben is realizált egy adott időszakban."

A cash flow kimutatás legfőbb részeinek alakulását 2007-2011-ig az alábbi táblázatban foglaltuk össze:

21. Táblázat: CF alakulása (2007-2011, eFt)

<i>Megnevezés</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>	<i>2011. év</i>
Működési CF	-890 799	-183 988	1 522 638	955 172	383 501
Befektetési CF	-3 159 240	103 085	-495 958	-1 077 487	-474 843
Finanszírozási CF	4 113 230	27 054	-1 046 083	122 008	91 885
Összes CF	63 191	-53 849	-19 403	-307	543

2007-ben a vállalkozás összes pénzállománya növekedett a **finanszírozási cash flow** miatt, amely pedig a hitelfelvételnek, a véglegesen fejlesztési célra kapott pénzeszköznek és a hosszú lejáratra nyújtott kölcsönöknek, bankbetéteknek köszönhetően emelkedett ilyen mértékben. Mivel a vállalat törlesztette hiteleit, ezért a finanszírozási cash flow egyenlegét ez csökkentette. A **működési cash flow** elsősorban az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek és a vevőkövetelések csökkenése miatt lett negatív az értéke, tehát 2006-hoz képest a forgóeszközökön belüli követelések lecsökkentek. A **befektetési cash flow** a befektetett

⁸¹ Veit, 2005, 122-126.o. alapján

eszközök beszerzése következtében alakult így (a befektetett eszközök eladása, tehát a pénzbevétellel járó változás nem volt jelentős).

2008-ban a társaság pénzeszközei lecsökkentek alapvetően a működés romlásának következtében, vagyis az adózás előtti eredmény és a vevőkövetelés tovább rosszabbodott. A befektetett eszközök eladása és beszerzése nagyjából azonos volt, ezenkívül osztalékot is kapott a vállalkozás. A pénzügyi műveletekből származó pénzeszköz-változás (finanszírozási cash flow) a nagyobb értékű hitelfelvétel (mint hitelvisszafizetés) következtében történt így.

2009-ben és 2010-ben a működés javulásának következtében a szokásos tevékenységből származó cash flow (működési cash flow) jelentősen pozitív volt. Mindkét évben a befektetések eszközök beszerzése jóval meghaladta eladásukat, ezért volt negatív a befektetési cash flow. A finanszírozási cash flow 2009-ben a hiteltörlesztés miatt és a hosszú lejáratra adott kölcsönök negatív értéke miatt romlott, 2010-ben a hitelfelvétel körülbelül megközelítette annak visszafizetését, így a hosszú lejáratra adott kölcsönöknek és bankbetétek megszüntetésének pozitív alakulása miatt javult fel a finanszírozási cash flow. 2011. év hasonló volt 2010-hez, viszont lényegesen kevesebb beruházással.

A működési cash flow segítségével számítható legfontosabb mutatószámok a következők:

22. Táblázat: Fontosabb CF mutatók (2007-2011. év)

<i>Mutatószám megnevezése</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>	<i>2011. év</i>
Adósságfedezet ⁸²	-0,33	-0,08	0,79	0,62	0,25
Adósságszolgálat ⁸³	0,35	0,17	-0,88	-0,51	-0,17
Tőkearányos jövedelmezőség ⁸⁴	-0,22	-0,05	0,42	0,23	0,09

"Az adósságfedezet azoknak az éveknek a számát mutatja, amennyi idő alatt a vállalkozás önerőből képes lenne a hosszú lejáratú tartozásait kifizetni. Minél nagyobb a mutató értéke, annál kedvezőbb a helyzet finanszírozás szempontjából."⁸⁵ Látható, hogy csak 2009-től mondhatjuk kedvezőnek az adósságfedezetet, de még itt is csak megközelíti az 1 évet, majd 2011-re ismét rendkívül alacsony lesz. Mindez azt jelenti, hogy hosszú távon nem képes csak önerőből fennmaradni, indokolt a hitelek (rövid lejáratúak is) felvétele.

⁸² Adósságfedezeti mutató= Működési CF/Hosszú lejáratú kötelezettségek

⁸³ Adósságszolgálati mutató= Működési CF/Hosszú lejáratú kötelezettségek esedékes törlesztő részlete

⁸⁴ Tőkearányos jövedelmezőség= Működési CF/Saját tőke

⁸⁵ Veit, 2005, 125.o.

"Az adósságszolgálat során azt vizsgáljuk, hogy az esedékes tartozások törlesztő részletét milyen mértékben sikerült pénzben kitermelni és mennyiben fedezi a tárgyévi törlesztéseket saját erőből a vállalkozás."⁸⁶ 2007-ben és 2008-ban negatív volt a működési cash flow, így az adósságszolgálat mutatója -, mivel a hiteltörlesztés is negatív (pénzkiadással járt) - pozitív lett. Ismét láthatjuk, ha megnézzük a 2009. évi és 2011. évi eredményeket, hogy saját erőből nem képes fedezni a fennálló törlesztéseit.

"A tőkearányos jövedelmezőség mutatója rávilágít arra, hogy a lekötött tőkével milyen nagyságrendű pénzben realizált működési jövedelmet sikerült tárgyéven elérni."⁸⁷ A vizsgált első két évben a negatív működési CF miatt veszteséget ért el a vállalat, utóbbi 3 évben viszont már nyereséget, de egyre csökkenőt.

A cash flow-kimutatást a *Melléklet 21. táblázata* tartalmazza. A Trendek című fejezetben tovább vizsgáljuk a cash flow-kat.

8 A fizetéseképtelenség előrejelzése – csődmodellek

A XX. század második felétől egyre több vállalat lett fizetéseképtelen, került csődhelyzetbe. Azért, hogy ezeket az esetleges csődhelyzeteket megelőzzék, a világ számos pontján foglalkoztak a szakemberek a fizetéseképtelenség előrejelzésével. Noha az első modellek nem voltak kimagaslóan sikeresek, de később folyamatosan finomítottak a modelleken, illetve más módszerekkel próbálkoztak.

8.1 A csődmodellek története és fejlődése⁸⁸

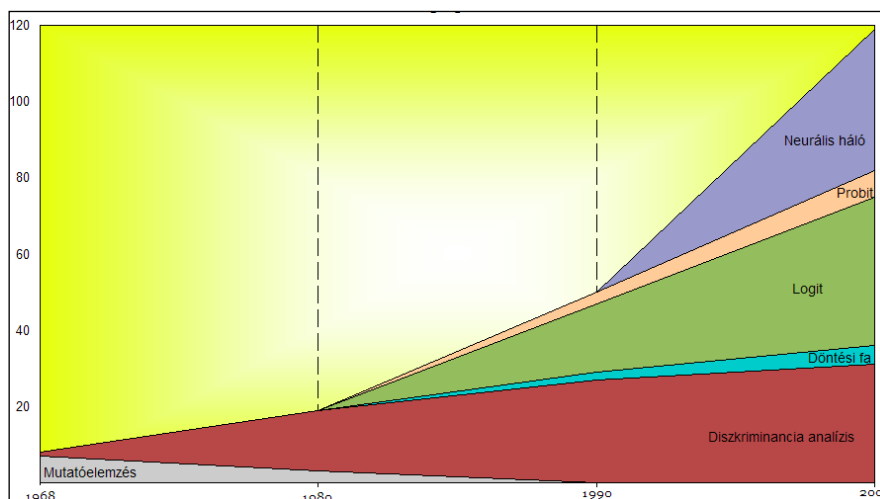
A csődmodellek közös jellemzője, hogy viszonylag könnyen rendelkezésre állnak a számításukhoz szükséges adatok, hiszen az éves beszámoló és az ehhez kapcsolódó kiegészítő melléklet segítségével a különböző mutatók kikalkulálhatók. Noha a különböző modellek célja, hogy egy, a modell számára ismeretlen vállalat esetén is megbízhatóan be tudja sorolni a működő/túlélő vagy a fizetéseképtelen csoportba, tehát az univerzalitás alapkövetelmény, nyilvánvaló, ha minél nagyobb időintervallumot próbálnak előrejelezni ezek a modellek, annál kisebb lesz azok előrejelző pontossága.

A csődmodellek fejlődését az alábbi ábra mutatja. A x tengelyen az évszám, az y tengelyen pedig a publikált tanulmányok száma található.

⁸⁶ Veit, 2005, 125.o.

⁸⁷ Veit, 2005, 126.o.

⁸⁸ Alábbi fejezet Imre Balázs: A csődmodellek története és fejlődése (2007.) munkája nyomán készült.



19. ábra: A csődmodellek fejlődéstörténete

Forrás: Imre Balázs - A csődmodellek története és fejlődése

Tulajdonképpen tehát a következő 4 szakaszt tudjuk elkülöníteni:

0. **A csődmodellek kialakulásának korszaka (1931-1967):** még nem tekinthető korszaknak, mert a szerzők csak amolyan egyváltozós csőd elemzéseket végeztek. A legfontosabb csődelőrejelző mutatószám a likviditási mutató volt.
1. **A diszkriminancia-analízis korszaka (1968-1979):** ekkor még előfordulnak egyváltozós analízisek, de nagyrészt itt már felváltja azt a diszkriminancia-elemzés. Legfontosabb képviselője, korszakalkotója: Altman.
2. **A logisztikus regresszió korszaka (1980-1989):** Úttörője Ohlson volt, és mind a mai napig használják. Ide tartozik még két mellékág: a probit és a rekurzív felosztás.
3. **A mesterséges intelligencia korszaka (1990-től napjainkig):** A legnépszerűbb módszertan bevezetése Odom és Sharda nevéhez fűződik.

A továbbiakban nézzük meg, milyen csoportokba sorolhatjuk a csődmodelleket, a megjelenés időpontját figyelembe véve:

- **Egyváltozós megközelítés:** A modell úttörője, Beaver 1966-ban egyetlen viszonyszám alapján próbálta meg elemezni a csődközelben lévő és a működő vállalatokat. 30 mutató felhasználásával arra az eredményre jutott, hogy a Cashflow/Eszközök, a Cashflow/Kötelezettségek és a Értékesítés nettó árbevétele/Kötelezettségekben térnek el a legnagyobb mértékben a vállalkozások

egymástól. Továbbá megállapított még egy úgynevezett cut-off pointot⁸⁹ is, amely felett a cégek túlélőnek, alatta viszont fizetéképtelennek bizonyulnak. Beaver modellje nem terjedt el széles körben valószínűleg a módszertana, vagyis az egyváltozós szemlélet miatt. Ugyanis megeshet, hogy egy adott viszonyszám szerint a vállalat egészséges, ugyanakkor már egy másik szerint csődközelben van, tehát nem ad pontos képet a vállalkozás valódi helyzetéről, a mutató nem általánosítható minden vállalatra.

- **Többváltozós diszkriminancia-analízis:** Ezzel a módszerrel elsőként Edward I. Altman foglalkozott 1968-ban. A **Z-modell**ként is sokat emlegetett csődelőrejelző mutató méltán népszerű lett, hiszen azzal kalkulált, hogy az éves beszámolóból olyan viszonyszámok képezhetők, melyek segítségével adott vállalat csődhelyzetét meghatározhatjuk. A módszer további élenjárói: Deakin, Blum, Edmister. A későbbiekben még részletesen szó lesz Z-modellről - és annak továbbfejlesztett változatáról is, a ZETA-modellről - a Pannunionról szóló széleskörű elemzésben.
- **Logisztikus regresszió**⁹⁰: Ohlson volt az, aki először alkalmazta ezt a technikát. 1980-ban hozta nyilvánosságra modelljét, mely körülbelül 83%-os pontosságú volt. Zmijewski volt az, aki az ún. probit modellt⁹¹ alkalmazta először. Zmijewski modelljének kiszámítása nem túl bonyolult, és 98%-os besorolási pontossággal rendelkezik. A módszertan további képviselői (a teljesség igénye nélkül): Martin, Zavgren, Keasey-McGuinness. 1991-ben pedig Virág Miklós, Hajdú Ottóval egyetemben készítette az első magyarországi csődmodellt a diszkriminancia-analízis és a logisztikus regresszió módszertanát ötvözve, melyről később majd szó esik.
- **Rekurzív felosztás (döntési fa):** a módszert elsőként Altman-Frydman-Kao trió alkalmazta az 1980-as évek második felében. A modell összesen tizenkét mutatószám alapján vonja le a konzekvenciát, besorolási pontossága 94%-os, melyet rendkívül pontosnak érezhetünk, bár ha külön-külön is megvizsgáljuk az egyes kategóriák prognózisának precizitását, akkor már jelentős eltérést fedezhetünk fel (a túlélők besorolási pontossága 99%-os, míg a csődközelbeni csoporté csak 84%-os). Mckee és Greenstein 2000-ben adta ki ugyancsak a rekurzív felosztás módszerével készült tanulmányát. Kísérleteik azt tükrözték, hogy a döntési fák másodfajú hibák esetén

⁸⁹ cut-off point: kritikus pont, töréspont

⁹⁰ logisztikus regresszió: ökonometria szakkifejezés, a csőd valószínűségét hivatott előrejelezni.

⁹¹ probit regresszió: ökonometria szakszó, a modell gondolatmenete rokon a logisztikus regresszió modelljével, a módszertan a feltételes valószínűség eloszlástípusában különbözik.

sokkal akkurátusabbak mind a többváltozós diszkriminancia-analíziseknél, mind a neurális hálónál, elsőfajú hibák⁹² vizsgálatánál viszont már alulmaradnak. Annak ellenére, hogy könnyen kiszámítható és egyszerűen értelmezhető, nem terjedt el a gyakorlatban.

- **Neurális hálók (mesterséges intelligencia):** A mesterséges intelligencia (MI) egy olyan módszer, mely algoritmusokon és tudáshálókra alapul. A neurális hálók legnépszerűbb tanuló algoritmus az ún. backpropagation⁹³ eljárás. Egy neurális hálót úgy tudunk megtanítani egyes feladatok elvégzésére, hogy közben beállítjuk a neuronok súlyait azért, hogy redukáljuk a hibát (eltérést) a kívánt output és a tényleges output között. Az egész neurális háló megvalósítása, implementálása még a gazdasági szakembereknek is nagy feladat elé állítja. Mindazonáltal viszont sikerült néhány közgazdásznak létrehozni neurális hálót, többek között egy magyar szerzőpárosnak is, Virág Miklósnak és Kristóf Tamásnak. Modelljük mind a diszkriminancia-analízisnél, mind a logisztikus regressziónál pontosabbnak bizonyult, besorolási pontossága 86.5% volt, továbbá első- és másodfajú hiba esetében is jobb eredményt mutatott.

8.2 A többváltozós diszkriminancia-analízis⁹⁴

"A többváltozós diszkriminancia-analízis egyidejűleg elemzi több mutatószám eloszlását, és olyan osztályozási szabályt állít fel, amely több súlyozott pénzügyi mutatószámot – ezek a modell független változói – tartalmaz, és ezeket egyetlen diszkriminanciaértékké fogja össze. Az alkalmazott mutatószámok kiválasztásának előfeltétele, hogy azok kevésbé korreláljanak egymással, különben a bevont újabb mutatószámok csak minimális mértékben járulnak hozzá a csoportképzés megbízhatóságának növekedéséhez." A csődprognózishoz a vállalatok által nyilvánosságra hozott beszámolóban és kiegészítő mellékletében található pénzügyi-számviteli adatokat szükséges beírni a lineáris diszkriminancia-függvénybe. A modellenként

⁹² Első- és másodfajú hiba: statisztikai szakkifejezések, melyeket akkor használunk, amikor statisztikai hipotézisvizsgálatot hajtunk végre. A statisztikai hipotézisvizsgálatban mindig felállítunk egy "H₀" nullhipotézist és egy "H₁" alternatív hipotézist, és ezek tükrében valószínűsítjük, hogy melyik feltevésünk igaz. Ha a nullhipotézist elvetjük, pedig az valójában igaz, akkor elsőfajú hibát idézünk elő. Például amikor egy csődközel helyzetben lévő vállalatot hibásan a fizetőképesekek közé sorolunk. Ha a nullhipotézist ellenben elvetjük, viszont ez nem igaz, akkor másodfajú hibát követünk el. Például amikor a fizetőképese vállalatokat soroljuk tévesen a fizetéseképtelenek közé.

⁹³ backpropagation: magyarul visszacsatolós hibajavítást jelent.

⁹⁴ Az alábbi fejezet Virág-Kristóf (2005., 146-147.o.) tanulmánya alapján készült.

különböző cut-off ponthoz való viszonyítás után pedig megkapjuk a végeredményt: a cég fizetőképese vagy csődveszélyes helyzetben van-e.

A diszkriminancia-függvény általános alakja a következő:

$$Z = w_1X_1 + w_2X_2 + w_3X_3 + \dots + w_nX_n \quad (1)$$

ahol

Z : diszkriminancia-érték

w_i : diszkriminancia-súlyok

X_i : független változó (= pénzügyi-számviteli mutatók)

i = pénzügyi-számviteli mutatók száma

8.3 A logisztikus regresszió⁹⁵

A logisztikus regresszió egy olyan eljárás, mely egy logisztikus függvényt illeszt a bináris (ordinális) adatokra a maximum likelihood módszerrel⁹⁶. "A logisztikus regresszió ugyanazzal a módszerrel választja ki a modellváltozókat, mint a diszkriminancia-analízis. Az összesúlyozott, független változókhoz egy, a mintában szereplő vállalatok fennmaradásának valószínűségével kifejezett Z értéket rendel. A logisztikus regresszió nemlineáris összefüggéssel dolgozik, és a csődelőrejelzésre a kumulált logisztikus függvényt használja az alábbi képlet segítségével":

$$P(\text{fizetőképese}) = \frac{e^z}{1 + e^z} = \frac{e^{\beta_0 + \sum(\beta_j X_j)}}{1 + e^{\beta_0 + \sum(\beta_j X_j)}} \quad (2)$$

ahol

P : valószínűség, a logisztikus regresszió értéke

β_j : regressziós paraméterek

X_j : független változók (= pénzügyi mutatók)

$j = 1, 2, \dots, m$, ahol m a pénzügyi mutatók száma

⁹⁵ Az alábbi modell Virág-Kristóf (2005., 148-149.o.) tanulmánya nyomán készült.

⁹⁶ Maximum likelihood (ML) becslés: olyan ökonometriai módszer, mely a megfigyelt esemény valószínűségét maximalizálja. Érdemes tehát azt a pontot venni, ahol a ML a legnagyobb.

9 A Pannunion fizetéseképtelenségének előrejelzése

Mivel úgy érezzük, hogy a vállalat súlyos pénzügyi problémákkal küzd, jelen fejezetben kísérletet teszünk a Pannunion fizetéseképtelenségének részletes, két módszertan alapján való elemzésére.

9.1 A diszkriminancia-analízis segítségével

Először a többváltozós diszkriminancia-analízis, ezen belül pedig különböző modellek segítségével vizsgáljuk meg a vállalat csődhelyzetét.

9.1.1 Altman: Z-modell (módosított)

Altman modelljének végső felállításához 66 vállalatot elemzett, 22, általa készített mutató alapján, és végül kiválasztotta az 5 legfontosabb mutatót, melyeket egy többváltozós függvénybe beillesztve megkapjuk a hatékony modell egyenletét, amely a következő:

$$Z' = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,107X3 + 0,420X4 + 0,998X5 \quad (3)$$

A Pannunionra kapott eredmények a következők:

23. Táblázat: Altman-féle módosított Z-modell (2007-2011)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
X1	-0,066	-0,135	-0,210	-0,220	-0,173
X2	0,059	0,017	0,020	0,060	0,087
X3	0,026	0,023	0,034	0,057	0,052
X4	0,544	0,453	0,492	0,543	0,591
X5	0,699	0,722	0,780	0,894	0,990
Z'	1,009	0,900	0,956	1,188	1,349

Az egyes X értékek jelentése pedig a következő:

- **X1:** a likvid eszközhányad, a nettó forgótőke (forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek különbsége) és az összes eszköz hányadosa. X1 évről-évre egyre nagyobb mértékben volt negatív a elsősorban a negatív nettó forgótőke miatt. X1 értéke tehát nagymértékben befolyásolta a végső eredményt.
- **X2:** a visszatartott nyereség és az összes eszköz aránya. Visszatartott nyereségbe a mérleg szerinti eredményt, az eredménytartalékot, valamint a lekötött tartalékot is ide

szokták sorolni, vagyis a visszatartott nyereség a vállalkozás realizált eredményének ki nem osztott részét jelenti. X2 értéke a négy évben 1,7% és 6% százalék között mozgott. Könnyen rájöhettünk, hogy az 1,7%-os érték a 2008. évben volt (mélypont), a 6%-os pedig a 2010. évben ("konszolidáció éve").

- **X3:** az adózás előtti üzemi, üzleti eredmény és a vállalat vagyona közötti arány, mely a vállalkozás eszközeinek termelékenységét méri. Látható, hogy az egyenletben is kitüntetett szerepe van az X3-as mutatónak, mivel 3,107-es együtthatóval illette Altman. Az üzemi, üzleti eredmény már ismertetett változása okozta azt, hogy ez a mutató is nagyon alacsony pozitív értéket mutatott, és így jelentősen hatást gyakorolt a Z-mutató végső végeredményére is.
- **X4:** a kapitalizáció mutatója, tehát a saját tőke piaci értéke és az idegen tőke hányadosa lenne, de mivel nem tőzsdei vállalkozást elemzünk, ezért a saját tőke könyv szerinti értékével kell dolgoznunk a piaci értéke helyett. X4 értéke 2009-ig fokozatosan csökkent, de 2010-ben már 54%-al elérte a 2007-es értéket.
- **X5:** az értékesítés nettó árbevétele és az összes eszköz hányada. Az X5-ös mutató fontossága a legalacsonyabb az egyenletben, ennek ellenére kiváló eszköze annak lemérésére, hogy mennyire volt képes megfelelni a versenyfeltételeknek a vállalkozás. Elmondhatjuk, hogy ez a mutató teljesített a legjobban, mivel az értékesítés hatékonysága évről-évre emelkedett, javult. Az X5-ös változó bír a 2. legnagyobb jelentőséggel a modellben, ezért ennek köszönhető, hogy kis mértékben korrigálódott a Z'-mutató.

A módosított modellt kényszerből kellett választanom, ugyanis a Pannunion 2011. novemberétől már nem tőzsdén jegyzett vállalat, így az X4-es mutatót, a kapitalizációt nem lehet a saját tőke piaci értékével meghatározni. Ezért fejlesztette ki Altman a módosított modelljét, hogy a nem tőzsdei vállalatok is könnyen meg tudják állapítani a saját csődhelyzetüket. Ezzel viszont a modell legnagyobb hátránya is megjelenik: sokkal alacsonyabb a megbízhatósága, mint az eredeti Z-modellnek.

A csődöt kétségtelen, hogy az **1,23** cut-off point alatt deklarálnak, a túlélés pedig **2,9** érték felett várható.

Látható, hogy a vállalat 2007-2010. évben jóval elmaradt az életben maradáshoz jelentő 2,9-es értéktől, sőt emellett még a vállalati biztos csődöt is előrevehettük volna. Ugyanakkor viszont nem jelenthetjük ki a fizetéseképtelenséget, egyrészt azért nem, mert a 2011. évben kapott érték (1,349) már a cut-off felett van, másrészt ez az 1968-ban létrejött modell

elavultnak tekinthető, továbbá a módosítás miatt fellépő hitelességsorbulás következtében is veszít végleges előrejelző-képességéből.

Nézzük meg, hogy ehhez hasonló eredményt kapunk-e, ha a Z"-modellt alkalmazzuk.

9.1.2 Altman: Z"-modell

A Z"-modell annyi változást hozott, hogy az X5 értékét (ÉNÁ/Összes eszköz) nem kalkulálta bele Altman, és értelemszerűen az együtthatók is megváltoztak. Ezt a módosítást azért hozta meg a szerző, hogy "minimalizálja a potenciális iparági hatást, amely nagyobb valószínűséggel történik meg akkor, ha például egy érzékeny iparági változót (eszközforgalmat) tartalmaz"⁹⁷. Altman egyébként már alkalmazta ezt a mutatót a feltörekvő piacú Mexikóban olyan vállalatokon, amelyek Eurókötvényeket bocsátottak ki dollárban denominálva.

A Z"-modell tehát a következőképpen néz ki:

$$Z'' = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4 \quad (4)$$

ahol

X1: Nettó Forgótőke/ Összes eszköz

X2: Visszatartott nyereség/ Összes eszköz

X3: EBIT/ Összes eszköz

X4: Saját tőke könyv szerinti értéke/ Összes adósság könyv szerinti értéke

A Pannunionra kiszámított eredmények:

24. Táblázat: Altman-féle Z"-modell (2007-2011)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
X1	-0,066	-0,135	-0,210	-0,220	-0,173
X2	0,059	0,017	0,020	0,060	0,087
X3	0,026	0,023	0,034	0,057	0,052
X4	0,544	0,453	0,492	0,543	0,591
Z''	0,503	-0,199	-0,570	-0,296	-0,120

A mutató sokkal lehangolóbb képet fest, mint az elődje, elsősorban kétségtelenül az X5-ös változó kivétele miatt, sőt ezenfelül az utolsó 4 év negatív is volt az X1-es változó

⁹⁷ Altman, 2000., 26.o.

kitüntetett szerepe miatt. Bár a nettó forgótőke valóban rosszul teljesített, de azt is figyelembe kell venni, hogy a forgóeszközök 2011-ben a 2007. évi szintet megközelítették, tehát javultak. Ugyanakkor továbbra is tény, hogy a termelő vállalatokra jellemző magas befektetett eszköz arány miatt alacsony a vagyonton belül a forgóeszközök nagysága. Jelen esetben a nettó forgótőke másik összetevőjét a rövid lejáratú kötelezettségekben kell inkább a hibákat keresni, ez pedig egyértelműen a rövid lejáratú hitelek folyamatos⁹⁸ emelkedése miatt lehetséges: valószínűsíthető, hogy a vállalat egy olyan időszakát elemezzük, melyben a hitelek többsége 1-3 éven belüli -, erről egyébiránt a kiegészítő mellékletek is tanúskodnak -, továbbá az is gyanítható, hogy a vállalkozás adott évben lejáru, eredetileg hosszú lejáratú hitelét, abban az adott évben egy könyvelési tétellel átvezette a rövid lejáratúak közé, ezért is adhatott túlzott negatív képet a mutató.

Így mivel erős inkonzisztenciát érzékelünk, és egyértelműen nem tudjuk meghatározni a vállalat helyzetét - tovább kell vizsgálódnunk.

9.1.3 Altman: ZETA-modell

1977-ben Altman, Haldeman és Narayanan hármasként alkotta meg a több kiegészítésen is áteső második generációs modellt, a ZETA-modellt. Egy új modell kifejlesztésének okai leginkább a következők miatt voltak: a csődbe jutott vállalatok átlagos mérete drámaian növekedett (egy cég sem volt, melynek kevesebb mint 20 millió dollár vagyona lett volna⁹⁹); a korábbi modellje nem koncentrált eléggé a (kis)kereskedelmi vállalatokra, hanem csak a nagyobb iparvállalatokra; az előrejelzés valamint a besorolás pontosságát javítani kellett; végül korrigálni kellett az időközben felmerülő számviteli változásokat.¹⁰⁰

Tanulmányuk célja eredetileg az volt, hogy teszteljen egy új fizetéseképtelenségi modellt, amely a legújabb üzleti fejlesztések mellett a kudarcokat is figyelembe veszi. Kutatásuk során 58 túlélő- és 53 csődbe ment vállalatot vizsgáltak 27 változó alapján, melyek közül végül a publikált változatban 7 változó maradt, viszont egyenlet és súlyozás nélkül, ugyanakkor azt rögzítették, hogy milyen X-érték milyen fontossággal rendelkezik.

Az X-értékek az alábbiak:

- $X1 = \frac{\text{Eszközjövödelmezőség: Adózás és kamatfizetés előtti eredmény (EBIT)}}{\text{Eszközök}}$

⁹⁸ a 2009. évet leszámítva

⁹⁹ Az Amerikai Egyesült Államokban.

¹⁰⁰ Altman, 2000., 32.o.

- X2 = Jövedelmezőség stabilitása: a 10 éves trendtől való eltérés
- X3 = Adósságszolgálat: Adózás és kamatfizetés előtti eredmény (EBIT) / Kamatfizetés logaritmusa
- X4 = Kumulatív jövedelmezőség: Visszatartott nyereség / Eszközök
- X5 = Likviditás: Forgóeszközök / Rövid lejáratú kötelezettségek
- X6 = Tőkésítettség: Jegyzett tőke / Saját tőke
- X7 = Méret: Összes eszköz logaritmusa

A legfontosabb változónak a Kumulatív jövedelmezőségi arányt (X4) tekintették, sőt ez az arány 25%-os erősséggel bír a teljes modellben. A második a Jövedelmezőség stabilitása (X2), aztán a Tőkésítettség (X6). Legcsekélyebb dominanciával az Eszközjövedelmező (X1) bír, de még ez is szignifikánsnak mondható.

Mindezek tükrében tekintsük a Pannunionra kapott eredményeket!

25. Táblázat: Altman-féle ZETA-modell (2007-2011)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
X1	0,026	0,023	0,034	0,057	0,052
X2	-	-	-	-	-
X3	0,987	0,971	0,990	1,066	1,072
X4	0,059	0,017	0,020	0,060	0,087
X5	0,841	0,727	0,576	0,574	0,655
X6	0,659	0,749	0,743	0,657	0,606
X7	16,267	16,262	16,215	16,272	16,298

A Kumulatív jövedelmezőségről (X4) már korábban is szó esett, nevezetesen, hogy 1,7% és 8,7% között mozgott. Az X4-es mutató tehát megfelelő eredményt mutat, 2008 óta fokozatosan emelkedik. A 10 éves trend (X2), mivel 5 évet vizsgálunk, elemzésére nincs lehetőségünk. Ám a következő fejezetben, tehát a trendek felállítása keretében, megpróbálkozunk a jövedelmezőség stabilitását is bemutatni. A Tőkésítettség (X6) azért növekedett 2009-ig, mert míg a jegyzett tőke nagysága nem változott, addig a saját tőke csökkent (elsősorban a mérleg szerinti eredmény miatt). A Likviditásról (X5) is volt már szó korábban, miszerint csökkenő tendenciát mutat 2010-ig, aztán 2011-ben a forgóeszközök nagymértékű növekedése miatt újból növekedett. A 2010. évben pedig megfigyelhető, hogy csak nagyon kis mértékben csökken - mindez annak tudható be, hogy noha a rövid lejáratú kötelezettségek növekedtek, a forgóeszközök (alapjában véve a követelések miatt) is értéke is emelkedett. Az Adósságszolgálat (X3) 2008-ban minimálisat csökkent, majd 2010-re már

106,6%-os lett az EBIT nagymértékű javulásának köszönhetően, 2011-ben a kamatfizetés-apadásból kifolyólag emelkedett tovább. Az Eszközjövödelmezőség (X1) a korábbiakban már megismert változás (EBIT) miatt csökkent le 2008-ban, majd 2010-re már 5,7%-os növekedést hozott. Az Méret (X7) mutató pedig relatív jelentőséggel bír, annyit azonban bizonyosan tudunk, hogy nagyvállalatnak számít iparágon belül a Pannunion, így relatíve nagynek számít az X7-es érték, 5 év alatt minimális változásokkal enyhén növekedett.

Mivel a ZETA-modellben a negatív eredmények csődveszélyre utalnának, de esetünkben negatív érték nincs, ezért ezen modell szerint nem kell csődfenyegetettségtől tartani. Ugyanakkor megjegyzi a szerzőhármás, hogy a $-1,45 < ZETA < +0,87$ -es intervallumban bizonytalan az értékelés, márpedig szinte minden érték ide esik - további elméletek segítségével is analizálni szükséges.

9.1.4 Az első hazai csődmodell - Virág: Z-modell

Az első hazai csődmodellt Virág Miklós, Hajdú Ottó segítségével készítette el 1993-ban, mely 1990-1991-es adatokon alapul. A teljes adatbázis összesen 154 vállalatból állt, ennek fele csődös, fele túlélő, 300 főnél nagyobb foglalkoztatottsággal rendelkező, a feldolgozó iparban tevékenykedő vállalat volt.

A Virág-féle Z-modell:

$$Z = 1,3566X1 + 1,63397X2 + 3,66384X3 + 0,03366X4 \quad (5)$$

ahol

X1: Likviditási gyorsráta: $(\text{Követelések} + \text{pénzeszközök}^{101}) / \text{Rövid lejáratú köt.}$

X2: Dinamikus likviditás: $\text{Összes cashflow} / \text{Összes tartozás}$

X3: Forgóeszközök/ Összes eszköz

X4: Dinamikus jövödelmezőség: $\text{Összes cashflow} / \text{Összes eszköz}$

A kritikus pont 2,61612-nél található. A modell besorolási pontossága 73,38%.

A Pannunionra vetített mérés az alábbi:

26. Táblázat: Virág-féle Z-modell (2007-2011)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
X1	0,563	0,502	0,383	0,401	0,491
X2	0,008	-	-	-	0,0001

¹⁰¹ Értékpapírja nem volt a vállalkozásnak egyik évben sem.

X3	0,350	0,359	0,285	0,296	0,329
X4	0,005	-	-	-	0,00005
Z	2,061	1,997	1,565	1,628	1,871

A likviditási gyorsráta (X1) a vizsgált négy évben mindig meglehetősen 1 alatt volt, 2009-ben megfigyelhető a mélypont, majd 2010-2011-ben már némi korrekció.

A dinamikus likviditás (X2) a pénzmozgás rossz teljesítménye következtében (2007-ben 63 eFt, de 2008-tól már negatív volt [rendre -54 eFt; -19 eFt; -0,3 eFt]) nem mérhető összességében, függetlenül attól, hogy az összes adósság 7,3 és 7,9 mrd Ft között mozgott, pedig a modellben ez a 2. legnagyobb fontosságú. A dinamikus jövedelmezőség (X4) is a CF miatt nem szolgáltat releváns információt, és a jelentősége is kicsi.

A legfontosabb mutató, a Forgóeszközök/ Összes eszköz (X3) arány főként az iparági sajátosság (bektetett eszközök nagy szerepe) miatt alakult a fentiek szerint.

A Z-értékek mind a 4 évben elmaradt a túlélést jelentő 2,61612-től, vagyis a cut-off ponttól, de legalább pozitív szaldót hoztak, és 2011-re némi korrigálás a 2007. év irányába megfigyelhető.

Véleményem szerint kissé torzít a modell, mégpedig az X3-as mutató miatt: a Forgóeszközök/ Összes eszköz ráta a legdominánsabb viszonyszám a modell szerint. Azonban mivel egy műanyagipari cégről van szó, általában előre predesztinálva van az, hogy a befektetett eszközök legalább kétszer meghaladják a forgóeszközöket. Tehát úgy gondolom, hogy egy műanyagipari cégre ez a mutató nem megfelelő az X3 kitüntetett szerepe miatt.

9.2 A logisztikus regresszió felhasználásával

A logisztikus regresszió módszertana egy, hazai modelljét szeretném bemutatni: a Virág-féle Logit-modellt.

9.2.1 Az első hazai csődmódel - Virág: Logit-modell

A Virág-Hajdú páros kutatásuk során megpróbálkozott a logisztikus regresszió módszerével is, és végül erőfeszítéseiket siker koronázta: bebizonyították, hogy van lehetőség a magyar piaci viszonyokra is több pénzügyi-számviteli mutatót felvonultató regressziót illeszteni, így ez is bekerült az első hazai csődmódel-tanulmányukba. A lineáris regresszió előnye egyébként, hogy a diszkriminancia-analízissel ellentétben nem írja elő a változók normál eloszlását és a folytonosságot. Az alábbiakban tekintsük át a modellt:

$$P(csőd) = \frac{e^{3,432-10,32X_1+0,01439X_2-4,438X_3-0,02992X_4+8,17X_5}}{1 + e^{3,432-10,32X_1+0,01439X_2-4,438X_3-0,02992X_4+8,17X_5}} \quad (6)$$

ahol

X1: Likviditási gyorsráta: (Követelések+pénzeszközök¹⁰²)/ Rövid lejáratú köt.

X2: Árbevétel arányos nyereség: Adózott eredmény*100/ (Értékesítés nettó árbevétele+Egyéb bevétel)

X3: Összes cash flow/Összes tartozás

X4: Forgóeszközök/Összes eszköz

X5: Vevők/Szállítók

Kritikus pont: 0,525, e felett fizetéseképtelenség, ez alatt túlélés prognosztizálható. A logisztikus regresszió teljes besorolási pontossága 81,82%, amely lényegesen jobb az összes, fentebb vizsgált diszkriminancia-analízisnél. "Az okok között mindenekelőtt figyelembe kell venni (...) néhány alapvető feltételezés (például normalitás) elhagyását és a statisztikai technika robusztusságát."¹⁰³

Az alábbi eredményeket kaptuk a Pannunion adatait behelyettesítve:

27. Táblázat: Virág-féle Logit-modell (2007-2011)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
X1	0,563	0,502	0,383	0,401	0,491
X2	-0,675	-5,370	0,354	4,315	2,805
X3	0,008	-0,007	-0,003	0,000	0,000
X4	0,350	0,359	0,285	0,296	0,329
X5	1,290	1,654	1,019	0,987	1,342
P	0,677	0,711	0,673	0,667	0,691

Szembetűnő, hogy mind az 5 évben a cut-off pont felett teljesített a vállalkozás, ami nem is csoda, hiszen a likviditási gyorsráta folyamatosan csökkent. Az árbevétel arányos nyereség csak 2009-től volt mérhető, és ettől az évtől kezdve enyhe javulás is észlelhető, ugyanis 71,1%-ról 67,3%-ra csökkent a csőd valószínűségének értéke, 2010-ben pedig ismét javult. A vevőkövetelés 2009. évi drasztikus csökkenése miatt az X5-ös mutató értéke 1 körüli lett, és gyakorlatilag 2010-ben is hasonló volt. Ennél a modellnél tehát megnyugtatónak látszik a

¹⁰² Értékpapírja a vállalkozásnak nem volt.

¹⁰³ Virág, 2004., 13.o.

kapott végeredmények, ugyanis 2007-2011 között a fizetőképesség valószínűsége 67 és 71 % között ingadozott.

Mindazonáltal úgy gondolom, hogy ennél a mutatónál sokkal lényegesebb a forgási és likviditási idő ráta a vevőkre és a szállítókra, mert ezek adnak pontosabb képet a vállalkozás pénzügyi helyzetéről. A korábbiakban láthattuk, hogy a forgási és likviditási idők pozitívan teljesítettek, tehát nem itt van a fő probléma. Fő probléma egyrészt - a korábban már említett torz kép eredményezése miatt - az X4-es mutatóval van, valamint azzal, amit az X3-es mutató megmutatott: a pénzeszközök vagy még éppen fedezték az egész évben szükséges pénzeszköz-igényt, vagy kis mértékben átlépték a negatív határt. Ha megfigyeljük, ez főként a pénzügyi cash-flow miatt volt, hiszen a vállalkozás folyamatosan törlesztett hitelt. Ezzel eddig nem is lenne probléma, viszont azt is láthattuk, hogy a társaság minden évben vett fel újabb hiteleket - ez pedig hosszú távon, ilyen látens piaci viszonyok között majdhogynem életveszély!

Megoldás lehetne a cash pooling nagyobb mértékű kihasználása, mely a vállalat banki számláit egy folyószámlára vonná össze, így biztosítva kedvezőbb banki kondíciókat. Ezenkívül pedig az úgynevezett vállalatcsoporton belüli konszern hitelkeret jelentősebb kihasználása, mert ez, egy negatívumát leszámítva (magasabb kamatlábbal kínálják általában), a cégcsoporton belüli likvidebb vállalatok akár hosszabb távra, 10-15 évre való hitelnyújtása a másik, vállalatcsoporton belüli társaságnak. Mivel a mai, kiszámíthatatlan piaci viszonyok kövekeztében a bankok gyakorlatilag nem adnak hosszú lejáratú hitelt, ha igen, akkor is csak nagyon magas kamattal, utóbbi megoldás lehet a legkézenfekvőbb kiútja a Pannunionnak. A konszern hitelkeret egy esetleges hiteltörlesztés-elmaradás miatt sem olyan kockázatos, hiszen ebben az esetben például "csak" megvonná a hitelező kapcsolt partner (vállalkozás) a Pannuniontól vásárolt anyagai/késztermékei transzferára végösszegének az 5-10%-át. Mindezt csak érzékeltetésképpen említettem, hangsúlyozva azt, hogy jogi, bírósági út nem lenne az "ügyből".

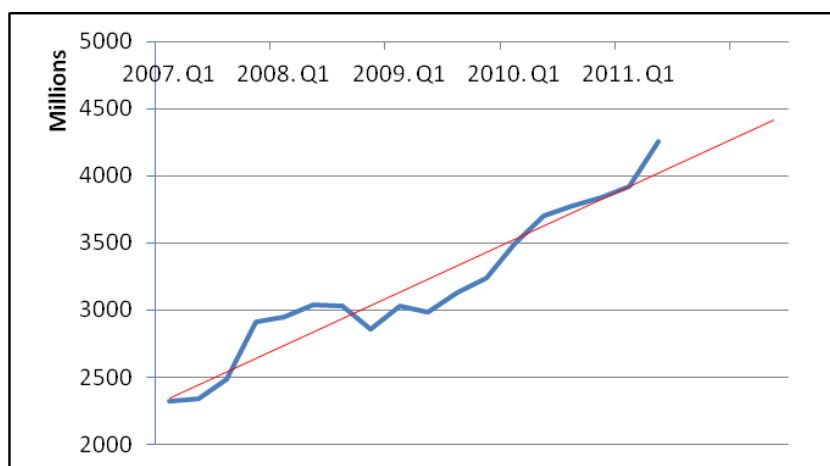
10 Trendek

Bár öt év távlatából való vizsgálódás nem annyira hosszú idő bizonyos trendek felállításához, mégis megpróbálkozunk vele.

A trend és a szezonális módszerének segítségével rövidtávú előrejelzéseket adhatunk adott vállalatra, ha ismerjük bizonyos, fontos tényezők negyedévenkénti adatait sok, de legalább 3 éven keresztül.

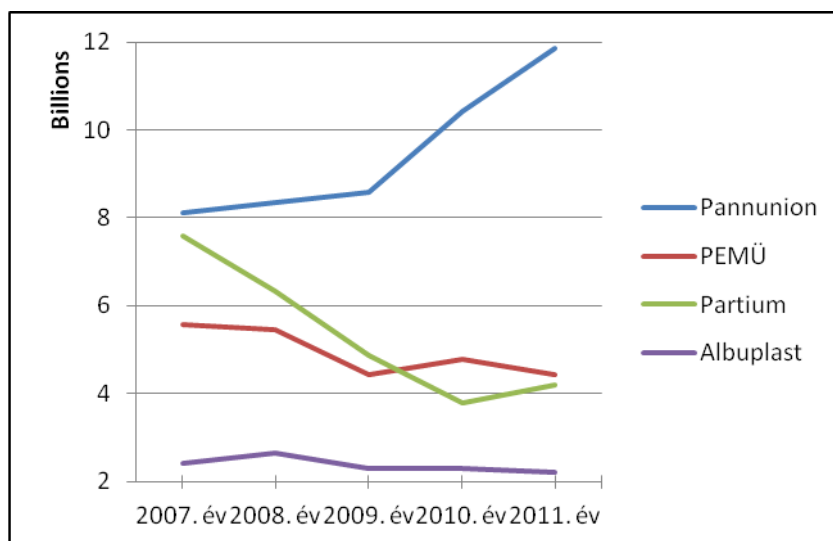
A vállalat 2008-tól negyedévente adott ki tőzsdei gyorsjelentést 2011. második negyedévéig (mint ismeretes, 2011. novemberétől már nem tőzsdei vállalkozásközlésről beszélünk), így ezek a jelentések nagy segítségünkre voltak. A jelentésekben szereplő adatok az egész Pannunion Csoport adatai, tehát a Pannunion leányvállalatai is benne foglaltatnak, ezért kicsit torz, ám mégis használható képet kapunk, mivel a Pannunion messze a "legnagyobb" vállalkozás a csoporton belül.

Térjünk vissza a ZETA-modell X2-es részére, a jövedelmezőség stabilitására. Megállapíthatjuk, hogy egy vállalat jövedelmezőségéről, nyereségtermelő képességéről leginkább annak árbevétele és üzemi, üzleti eredménye árulkodik. Az alábbi diagramon kézzel jelöltük az ÉNÁ-t, pirossal pedig a lineáris trendfüggvényt egy évet előrejelezve.



20. ábra: Az ÉNÁ alakulása negyedévenként (2007-2011. 2. negyedév, mFt)

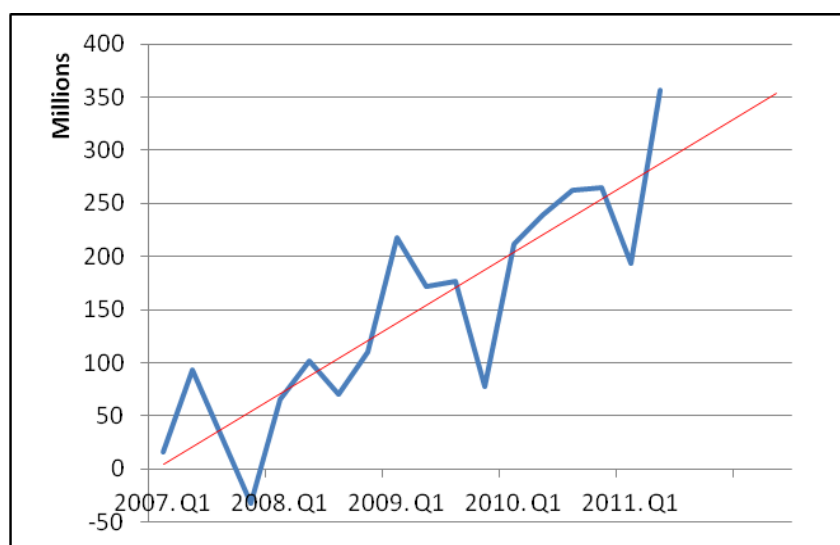
Szembevetendő, hogy az árbevétel trendje erőteljesen emelkedő mutat, átlagosan negyedévről-negyedévre javul, tehát megfigyelhető az, hogy a mozgóátlagok, vagyis a trend erőteljesen növekvő alapirányzatot mutat. Láthatjuk viszont azt is, hogy megvizsgálva az egyes negyedéveket, csupán kétféle olyan alkalom volt, amikor enyhén csökkent; egy olyan alkalom volt, amikor pedig stagnált, ezeket leszámítva folyamatosan növekedett az értéke. Ez mind betudható a korábban már megtárgyalt a külföldön is jól működő, hatékony értékesítési politikának, továbbá a forint árfolyam-ingadozásának. A Pannunion PACCOR-csoportba való "beolvasztásával" (Európában németországi központtal) még további árbevétel-növekedést várhat. Bár az úgynevezett W alakú irányvonala a gazdaságnak még nem teljesen kristályosodott ki, egy azonban biztos: a 2011-es év - az árbevétel növekedésétől eltekintve - hasonló (stagnáló) üzleti évet mutatott, mint a 2010-ben.



21. ábra: A 4 vállalkozás árbevételének alakulása (2007-2011., mrd Ft)

Ha az árbevételt a többi iparági versenytársra levetítjük, látványos a Pannunion (főleg export miatti) árbevétel elsősege. Míg a Pannunion árbevétele fokozatosan növekedett, úgy - eltekintve az Albuplast 2008. évi kis mértékű ÉNÁ-emelkedésétől - a többi konkurens vállalaté végig csökkenő pályán mozgott. Hogy eme piaci részesedését a Pannunion mennyire hatékonyan használta ki, az adózás előtti eredmény (AEE) elemzésében a Gyorsdiagnózisban már láthattuk.

A továbbiakban a teljeskörű elemzés érdekében érdemes figyelembe venni még az üzemi, üzleti eredmény (EBIT) szezonális értékeit is:

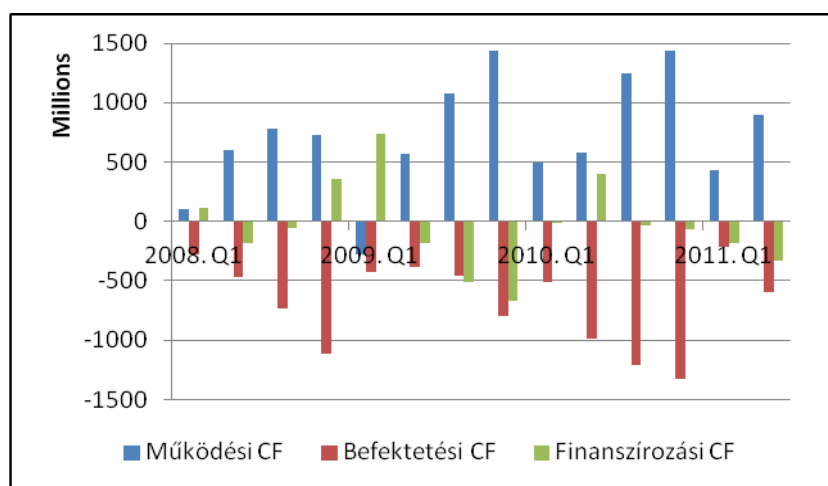


22. ábra: Az EBIT változása (2007-2011. 2. negyedév, mFt)

Az EBIT szemmel láthatóan volatilis volt, de hogyha az átlagos trendet nézzük, akkor itt is növekedő trendvonalat tudunk az adatokra illeszteni. Az első három évben a 3. (2008.) illetve a 4. (2007., 2009.) negyedévben esett vissza jelentős mértékben, majd 2010-re és 2011. második negyedévéig végig növekedő tendenciát produkált az EBIT.

Tehát a ZETA-modell X2-es mutatóját a vállalaton - más módszerrel - megvizsgálva kijelenthetjük, hogy a cég jövedelmezősége stabil.

Azt vettük észre a különböző csődmodellekben (is), hogy a vállalat likviditása van a legnagyobb veszélyben. Ezt leginkább a negyedéves cashflow kimutatásokon tudjuk nyomon követni:

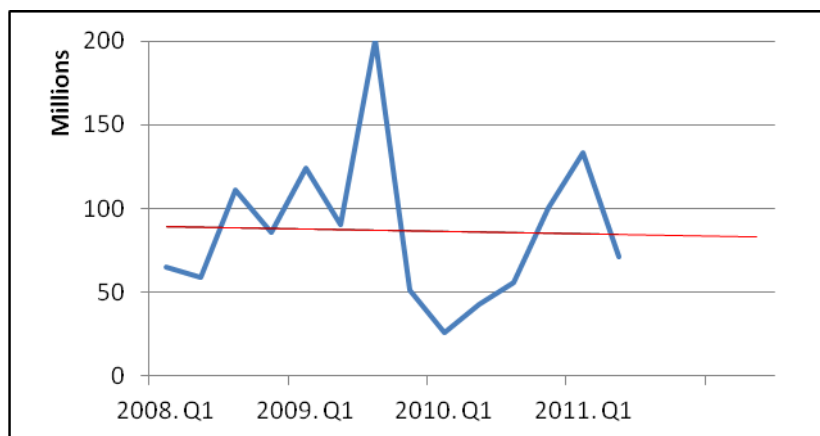


23. ábra: A negyedéves cashflow-ok alakulása (2008-2011. 2. negyedév, mFt)

Megfigyelhetjük, hogy a igencsak változékony képet mutatnak az egyes cashflow-elemek. A Befektetési cashflow magától értetődően minden évben negatív volt, 14 negyedév alatt négy jelentősen kiugró eredménnyel: 2008. negyedik; 2010. második, harmadik és negyedik negyedévében ruháztak be a vállalkozásba nagy mértékben. 2010. 3. illetve 4. negyedéve egyébként működés szempontjából is kiemelkedő volt, továbbá a 2009. évi 3-4. negyedév is - de ezt már sejthettük is, hiszen az adózott eredmény ebben a két évben már pozitív volt. Tehát működés terén kezd normalizálódni a helyzet, és körülbelül 750 millió - 1 milliárd Ft körül fog alakulni a jövőben, ha nem lesznek gátló tényezők, és könnyen tud fejlődni a vállalat. Ami még figyelemre méltó, az a Finanszírozási cashflow, hiszen a 14 negyedévből 4-ben produkált pozitívat a finanszírozás, amely annyit jelent hogy a 14 negyedévből 4-ben vett fel inkább hitelt a vállalat, mint visszafizetett volna. Például, ha vesszük 2009. első negyedévé,

amikor 743 millió Ft értékben vett fel hitelt, de a többi 3 negyedévben viszont csak visszafizetett - ez rendkívül pozitív tény.

Noha jelentéktelen a pénzeszközállománya a vállalkozásnak¹⁰⁴, mégis fontos szerepet képez a finanszírozásban:



24. ábra: A pénzeszközállomány változása (2008-2011. 2. negyedév, mFt)

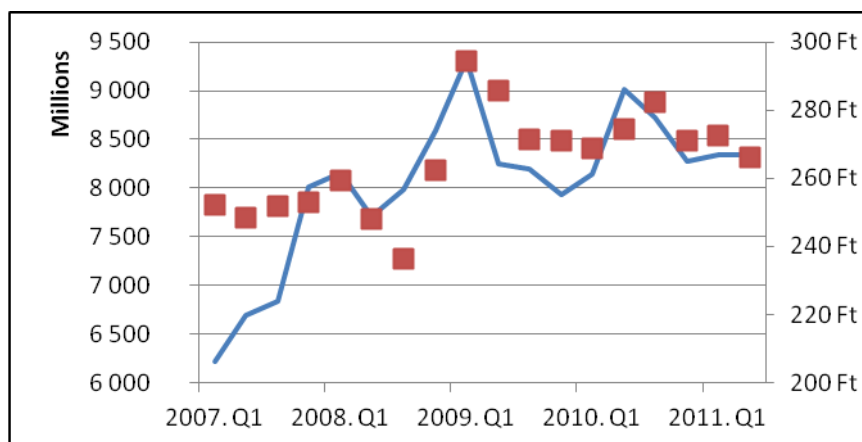
A lineáris trendfüggvény enyhén csökkenő tendenciát mutat. A 2009. év kimagasló teljesítményét itt is megfigyelhetjük, hiszen a harmadik negyedévben teljesített a legjobban a vállalkozás: +115 millió Ft-os pénzeszköz-változást hozott, amely így a pénzállományban is megfigyelhető volt. Aztán a 4. negyedévben a túlzott beruházások következtében visszaesett az állomány. Majd 2010. 2. negyedévében újra növekedett, mivel nagymértékű hitelfelvétel volt a vállalatnál. Később ismét a működési cashflow jó hatékonysága következtében emelkedett. 2011. első félévében viszont a működés visszaesése (de még mindig pozitív volt) és a hiteltörlesztés miatt ismét leapadt.

A likviditást összegezve elmondhatjuk, hogy bár nem példaértékű cashflow-eredményekkel rendelkezik a vállalat, de úgy látjuk, hogy noha volatilisen, de 2009-től elindult egy felfelé ívelű (konszolidációs) pályán, egyetlen nagy kétségünk e felől a még fennmaradó hitelek...

Utolsóként pedig arról is szeretnénk szót ejteni, hogy a társaság adósságállománya, kötelezettségei is nagymértékben befolyásolták a mutatók negatív alakulását, és sarkalltak minket arra, hogy inkább pesszimisták legyünk a vállalat jövőjét illetően.

¹⁰⁴ Ami nem feltétlen igaz, ugyanis az, hogy nyitáskor és záráskor nem képvisel nagy arányt a forgóeszközökön belül, attól még óriási a fontossága év közben!

Az alábbi ábra a vállalat összes tartozását (kék egyenes) és a forint árfolyamának alakulását (piros pontok) jelöli negyedévenként, 4 és fél éven keresztül:



25. ábra: A vállalat kötelezettségeinek alakulása (2007-2011. 2. negyedév, mFt)

Megfigyelhetjük, hogy általában amikor a forint erősödött az euróval szemben, akkor a vállalat kötelezettségei is csökkentek, talán egyetlen kivételtől eltekintve: ez pedig a 2008. év 3. negyedévében következett be. Ekkor ugyanis a forint majdnem 5%-ot javult az euróval szemben, a vállalkozás kötelezettségei mégis növekedtek. Vajon miért lehetett ez? A tőzsdei jelentés ezt azzal magyarázza, hogy kedvezőtlen pénzügyi eredmény következett be a deviza hitelállományon és a határidős ügyleteken¹⁰⁵ elszámolt árfolyamveszteség miatt. Kérdés, hogy itt tőzsdei vagy tőzsdén kívüli határidős ügyletekről van-e szó. Mert ha tőzsdeiről, akkor egyértelmű, hogy ilyen történéseket nagyon érzékenyen reagál le a vállalat, mely egyébként a pénzügyi műveletek ráfordításaiban is szemet szűrő volt ez. Noha a jövőben már nem függ a tőzsdétől a Pannunion, mégis ez a múltat meglehetősen befolyásoló, egyik legfontosabb tényező volt.

11 Összefoglalás

Kutatómunkám keretében lehetőségem nyílt megismerni egy, a csomagolóipar piacán meghatározó szereppel bíró vállalkozást. Külső elemzőként a 2008-as, a 2009-es, a 2010-es, valamint esetenként a 2011. évi éves beszámolójának segítségével megpróbáltam részletesen és deduktívan elemezni a vállalkozás vagyoni, jövedelmi és pénzügyi helyzetét. Esetenként lehetőségem volt a vizsgált négy üzleti év különböző tendenciáit is megállapítani.

¹⁰⁵ Határidős ügylet: egy eszköz egy, a jelenben kialakult áron való jövőbeli adásvétele.

Dolgozatom bevezető részében az elemzéssel kapcsolatos legfontosabb pontokat tanulmányoztam, mint például az elemzés fogalma, fajtái, célja.

Elemzésem következő részében bemutattam a vizsgálandó vállalkozást, annak rövid történetét, fő tevékenységét, továbbá a jelenbeli történéseket a vállalkozás háza táján.

Ezután - még a dolgozat leglényegibb szakasza előtt - az úgynevezett gyorsdiagnózisban számos mutató vizsgálata után elért eredményeket összevetettem három versenytárrsal azért, hogy diagnosztizálni tudjam a társaság helyzetét az iparágban.

Dolgozatom negyedik részében a vagyoni helyzet vizsgálata előtt a beszámolókbán található mérlegeket a jobb átláthatóság és az elemzés megkönnyítése céljából korrigáltam, átrendeztem. A vállalat vagyoni helyzetének elemzésekor (a vertikális és a horizontális elemzés módszertanának segítségével) ezeket az előkészített mérlegeket illetve a kiegészítő mellékleteket használtam fel.

A jövedelmi helyzet vizsgálatánál pedig kizárólag a beszámolóban található eredménykimutatás alapján összeállított különböző mutatók (jövedelmezőségi, megtérülési, hatékonysági) analizálásával vontam le a fontos következtetéseket.

A pénzügyi, likviditási helyzet tanulmányozásakor az alapvető likviditási mutatókon és a forgási, likviditási időkon kívül felállítottam egy négyfokozatú likviditási mérleget, továbbá kitértem a cash flow kimutatás által szolgáltatott információk ismertetésére.

A következő részben, a további konzekvenciák levonásához fontosnak tartottam, hogy az Altman által kidolgozott Z-modelleket is alkalmazzam a fizetéseképtelenség, csőd előrejelzésére, majd az első hazai csődmodellen (Virág-féle) keresztül is megvizsgáltam a társaság csődhelyzetét.

Végül, az utolsó tartalmi részben trendeket kíséreltem meg felállítani a jövedelmezőség, a stabilitás, a likviditás és az eladósodottság középpontba állításával.

Az említett módszereknek és a különféle mutatóknak köszönhetően arra a konklúzióra jutottam, hogy a vállalkozás életébe is begyűrűzött a gazdasági világválság, mely főként a 2007. és 2008. évi beszámolókbán figyelhető meg. Ezekben a gazdasági években az eredmény arról tájékoztatott, hogy valóban problémák vannak a jövedelmezőséggel. A következő két évben viszont már megnyugtatóbb volt a helyzet, mert kiemelkedően növelte árbevételét és javította eredményességét a társaság, sőt 2010-ben még a tervezett értéket is jóval meghaladta az eredmény. Így megállapítottam, hogy a vállalkozás hatékonyság, jövedelmezőség szempontjából (ROIC mutató) megfelelő állapotban van 2009-től, hiszen nemcsak, hogy évről-évre növekedett az árbevétel és az eredmény, hanem a vállalkozás árbevételének egyre

nagyobb hányadát tudta eredményként realizálni, tehát az árbevétel növekedését nem követte hasonló arányú összes ráfordítás-növekedés. Igaz, hogy a jövőbeli jövedelmezőséget csak megbecsülni tudjuk, egy azonban biztos: 2010/2011-ben, összehasonlítva a konkurenssekkel, egyértelműen a legjobb eredményt a Pannunion érte el, vagyis ha a műanyagipar piacán a piaci részesedést kimondottan csak a piacra vitt mennyiségből és ebből következően az árbevételből vezetjük le¹⁰⁶, láthatjuk, hogy domináns szerepe van a vállalkozásnak.

Ugyanakkor a vállalkozás helyzetét más szempontból, például fizetőképesség, likviditás szempontjából nézve elmondhatjuk, hogy súlyos pénzügyi egyensúlytalanságban szenved, elsősorban azért, mert a rövid lejáratú kötelezettségek - a 2009. évi kis mértékű csökkenést leszámítva - folyamatosan növekedtek, mindazonáltal 2008-ban volt a legerősebb a növekedése a rövid lejáratú kötelezettségeknek elsősorban a rövid lejáratú hitelek nagymértékű emelkedése miatt.

A stabilitás aspektusát tekintve láthattuk, hogy fokozatosan csökkentek a vállalat hosszú lejáratú kötelezettségei, amely nem feltétlen lenne probléma, de ezzel párhuzamosan növekedtek a rövid lejáratú kötelezettségei és - 2008-at leszámítva - a befektetett eszközök is, így a tartós eszközök nagy részét rövid lejáratú hitelekkel kellett finanszíroznia. Még ha el is fogadjuk, hogy a vállalkozásnak jelentős a tartóseszköz igénye, működésbiztonság szempontjából akkor sem mindegy, hogy a tartós eszközöket milyen forrásból fedezik. A tartós eszközöknél alacsonyabb forgóeszköz arány pedig arra enged következtetni, hogy a készletek, követelések változása nagyban összefüggött a forgási, likviditási időkkel, mely évről-évre csökkenő tendenciát mutatott, tehát egy eszközből egy másik eszköz egyre gyorsabban lett, ebből következően pénzeszköz is.¹⁰⁷ A 2010. év ebből a szempontból is eredményes volt, mivel ekkor a szállítói kötelezettség kiegyenlítése átlagosan éppen egyszerre történt (57 nap) a vevőkiegyenlítéssel, ez mindenképpen a vállalkozás fizetési gondjainak mérséklését jelentette.

Az idegen tőke változása elsősorban az ebben domináns rövid lejáratú kötelezettségek "mozgását" követte. A saját tőke pedig jobbra a mérleg szerinti eredmény, eredménytartalék alakulása miatt változott pozitív vagy negatív irányban. Az eladósodottság mértéke tehát könnyen látható: amikor jobb volt a mérleg szerinti eredmény, a vállalkozásnak javult az állapota. A 2010-2011. évek jobb végeredményt hoztak, mint a többi évben, de még ezekben az években is magas volt az idegen tőke aránya.

¹⁰⁶ Eltekintve most a piaci ártól.

¹⁰⁷ Leszámítva most az áruk és az anyagok 2009. évi forgási idő-növekedését.

A csődmodellek is gyakorlatilag - a torz mutatókat leszámítva - arra világítottak rá, hogy a vállalkozás összességében jól működik, ugyanis az EBIT és a MSZE évről-évre javult, az árbevételről nem is beszélve. A különböző modellek ennek ellenére rendre nem megfelelő eredményeket hoztak elsősorban a társaság likviditási és adósságbeli nehézségei miatt. Viszont az utolsó tartalmi részben, a trendek felállításánál láthattuk, hogy a negyedéves cashflow-ok alakulása egyáltalán nem mutatott rossz képet az utolsó két évet tekintve, sőt megfigyelhettük, hogy a működés rendben van, a befektetések átlagosan minden évben nagy méretekben valósulnak meg, egyedül a finanszírozás nem rendelkezik akkora volumennel, mint két társa (működési CF és befektetési CF), hiszen észrevehető, hogy 14 negyedév alatt (2008. 1. negyedév - 2011. 2. negyedév) inkább hitelt törlesztett a vállalkozás, de mégsem akkora mértékben, mint amennyire valójában kellett volna.

Ellenben mivel a fizetésképtelenséget előrejelző mutatók mindegyike csődöt jelzett előre, valami még sincsen rendben. Minden egyes mutatónál, ahol megjelentek a kötelezettségek mint mutatót alkotó tényezők, mindig rossz irányba vitték az prognózist. Igaz, hogy a regressziós modelleknél a legfőbb probléma az volt, hogy nagyon érzékeny a kiugró vagy hiányzó értékekre, míg a diszkriminancia analízis pedig a független változók súlyozásában nem volt megfelelő. Végeredményben a műanyagiparra nem interpretálhatóak teljes mértékben a csődmodellek, kellene még valamilyen iparágra specifikus változó is a modellekbe. Végezetül problémát jelent az a tény is, hogy a csődmodellek által értelmezett pénzügyi csőd nem feltétlenül jelenti egyszerre a jogi csődöt, felszámolást, továbbá arról sem szabad elfelejtkezni, hogy a mérlegadatok pillanatnyi, adott évi, december 31-i állapotot tükröznek. Így esetünkben lehetséges, hogy a Pannunion egy ideig elhúzza az időt, míg végül a modellek előrejelzése által mégiscsak a túlélők közé fog kerülni.

Miért lehetséges, hogy mégsem ment csődbe a vállalat? Elsősorban azért, mert az utóbbi 3 évet tekintve nagyon kedvezőek a külső (külföldi elsősorban) piaci viszonyok, továbbá nyereségessége, jövedelmezősége pozitív a cégnek, de mégsem a vállalat méretéhez illeszkedő, valamint azért, mert mindenekelőtt a rövid lejáratú kötelezettségek növekedtek az átlagosan, évi legalább 1-1,5 mrd Ft-os hitelfelvétel miatt, mely pillanatnyilag megkönnyíti a működést, de közép-hosszútávon nem kifizetődő. Ezen felül azt is meg kell jegyezni, hogy a PACCOR-ral való egyesülés új lehetőségeket rejthet, vagy már rejtett magában, melyeket sajnos külső elemzőként lehetetlen látni.

Azt gondolom és továbbra is fenntartom azt, hogy a fentiek figyelembevételével feltétlenül szükség van az idegen tőke, ezen belül mindenekelőtt az adósságállomány további csökkentésére, mert ezt relatíve könnyebb lenne mérsékelni, mint a befektetett eszközök

forgóeszközökre való "cserélésével", ami a vállalkozás profiljából adódóan eleve lehetetlen. Ugyanakkor viszont az idegen tőkét nagymértékben alkotó rövid lejáratú kötelezettségeket pedig a korábban már megfogalmazott konszern hitelek jelentősebb alkalmazásával lehetne átcsoportosítani, mert a hiteltörlesztésekre, egyéb finanszírozásokra nem elegendőek a működésből származó pénzeszközök, a vállalatnak a jelenlegi piaci-iparági viszonyokat is figyelembe véve, további, de hosszú lejáratú kapcsolt-hitelt kell felvennie, és mihelyst már a működés is megfelelő pénzeszközt biztosít -, amennyiben a piaci viszonyok is engedik -, akkor jelentősen csökkenteni a kötelezettségeket.

Ha ezek valamelyike megtörténne és a piaci viszonyok se fordulnának recesszióba, akkor mindhárom "egészségmutató" kétségtelen javulna, ha nem, akkor előbb-utóbb a fizetéseképtelenség mély gödrébe esne a vállalkozás.

12 Irodalomjegyzék

1. Karai Éva - Laáb Ágnes - Rózsa Ildikó: Pénzügyi számviteli elemzések, Budapest, 2011.
2. Adorján Csaba - Lukács János - Róth József - Veit József: Számvitel és Elemzés II/B, Budapest, 2003.
3. Laáb Ágnes: Számviteli alapok - Elmélet és módszertan, Budapest, 2006.
4. Karai Éva: Könyvelésmódszertan felsőfokon, Budapest, 2006.
5. Kissné Madák Andrea: Számvitel elemzés, Dunaújváros, 2006.
6. Dr. Veit József: A számviteli adatokra épülő cash flow-kimutatások összeállításának elméleti és gyakorlati problémái, doktori értekezés, Veszprémi Egyetem, Veszprém, 2005.
7. Edward I. Altman: Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, The Journal of Finance, 1968.
8. Edward I. Altman - Robert G. Haldeman - P. Narayanan: ZETA analysis, Journal of Banking and Finance 1, 1977.
9. Edward I. Altman: Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA models, New York University, 2000.
10. Edward I. Altman: Corporate distress prediction models in a turbulent economic and Basel II environment, New York University, 2002.

11. Imre Balázs: A csődmodellek történe és fejlődése, www.e-tudomany.hu, 2007/III.szám
12. Virág Miklós: A csődmodellek jellegzetessége és története, Vezetéstudomány, 2004/X.szám
13. Virág Miklós - Kristóf Tamás: Az első hazai csődmodell újraszámítása neurális hálók segítségével, Közgazdasági szemle, LII. évfolyam, 2005. február
14. 2000. évi C. törvény a számvitelről
15. Központi Statisztikai Hivatal (www.ksh.hu)
16. Pannunion Csomagolóanyag Nyrt.: 2008. évi Éves beszámoló, Szombathely, 2009.
17. Pannunion Csomagolóanyag Nyrt.: 2009. évi Éves beszámoló, Szombathely, 2010.
18. Pannunion Csomagolóanyag Nyrt.: 2010. évi Éves beszámoló, Szombathely, 2011.
19. PACCOR Hungary Zrt.: 2011. évi Éves beszámoló, Szombathely, 2012.
20. A Pannunion Csomagolóanyag Nyrt. negyedéves tőzsdei jelentései, Szombathely, 2008. első negyedévtől 2011. 2. negyedévig
21. http://www.hvg.hu/velemenyt/20100322_adopolitika_adocsokkentes_csapda
22. <http://www.econom.hu/gazdasagi-fogalmak-elmelet/#szamvitel>
23. <http://www.vg.hu/vallalatok/vallalati-hirek/a-pannergymegvalt-a-pannuniontol-360622>
24. <http://www.elemzeskozpont.hu/content/gvh-enged%C3%A9lyezte-pannunity-ir%C3%A1ny%C3%ADt%C3%A1sszerz%C3%A9s%C3%A9t-pannunionban#>
25. http://www.napi.hu/tozsdek-piacok/megkezdodik_a-pannunion-kiszoritas.500212.html
26. http://erstebroker.hu/file/pannunion_mukodesi_terv.pdf

13 Mellékletek

A vállalkozás mérlegének előkészítése elemzésre:

A mérleg finomítását célszerű elvégezni, mert így egyszerűbbé válik az elemzés, illetve így könnyebben össze lehet hasonlítani a vállalkozást például egy hasonló vállalkozási tevékenységet végző külföldi vállalattal.

A 2008. évi mérleg előkészítéséhez a következő egyszerűsítéseket, átsorolásokat végeztem:

- Az *aktív időbeli elhatárolások*nál a vállalkozásnak tárgyévben és bázisévben is *bevételek aktív időbeli elhatárolása és költségek, ráfordítások aktív időbeli elhatárolása* volt. Mindkettőt - mivel tartalmilag követelésjellegű tételek - a *követelések* mérlegtételbe soroltam át.
- A *passzív időbeli elhatárolásokat* pedig a *rövid lejáratú kötelezettségek*hez soroltam, mert a vállalkozásnak bázisévben és tárgyévben is *költségek, ráfordítások passzív időbeli elhatárolása és halasztott bevétele* volt, ezeket jellegükből következően a rövid lejáratú kötelezettségek közé soroltam.
- A kiegészítő melléklet segítségével a követelések kapcsolt vállalkozással szembeni tételt felbontottam. A bázisévben az összes, 722 002,- eFt-ot áttettem a *vevőkövetelésbe*, míg tárgyévben a 1 303 500,- eFt-ból 1 087 985,- eFt-ot soroltam át a vevőkhöz, és mivel ebben az évben volt még a leányvállalatának adott tartós kölcsöne is (70 515,- eFt), ezt a *befektetett eszközökön belül tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban* mérlegtételbe raktam át, továbbá a maradék, 145 000,- eFt kapott osztalékot *egyéb követelésbe* helyeztem. Bázisévben nem volt tartósan adott kölcsöne és kapott osztaléka sem a vállalatnak.
- A *kapcsolt vállalkozással szembeni rövid lejáratú kötelezettségek* áruszállításból és szolgáltatás teljesítése miatt voltak a vállalatnak, így a szállítói tartozás (99,9%-ban leányvállalatnak való tartozás) előző évi értékét, 57 450,- eFt-ot, a *szállítókhoz* soroltam. Tárgyévben pedig a 12 205,- eFt-tal jártam el ugyanígy (itt már megoszlik nagyjából fele-fele arányban anya- és leányvállalat között).
- A vállalkozás 2008. évben *céltartalékot* nem képzett.
- A vállalat nem élt az *értékhelyesbítés* lehetőségével.

A 2009-es évben is hasonlóképpen jártam el, mint a 2008-as év elemzésénél, tehát itt is végrehajtottam a kézenfekvő lépéseket, egyszerűsítéseket, átsorolásokat.

- Az *aktív időbeli elhatárolások* összetétele nem változott - csak értéke -, így a *bevételek aktív időbeli elhatárolását és a költségek, ráfordítások aktív időbeli elhatárolását* átsoroltam a *követelések*hez.
- Az összes *passzív időbeli elhatárolást* jellegéből következően pedig a *rövid lejáratú kötelezettségek*hez helyeztem át.
- A *követelések kapcsolt vállalkozással szembeni* tételnél a tárgyévi 783 759,- eFt-ból 405 423,- eFt vevőkövetelés (leányvállalattól), ezt a vevőkhöz tettem, a 197 186,- eFt

tartós kölcsön (leányvállalatban) a *befektetett pénzügyi eszközökön* belül a *tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban* mérlegtételbe soroltam át, a hátramaradó 181 150,- eFt osztalékot pedig egyéb követelésbe helyeztem át.

- A *kapcsolt vállalkozással szembeni rövid lejáratú kötelezettségekben* a tárgyévi szállítói tartozást (5 464,- eFt-ot), mely kizárólag csak a leányvállalat felé volt, a *szállítókhoz* soroltam.
- A vállalkozás a 2009-es évben sem képzett *céltartalékot*.
- A vállalat továbbra sem élt az *értékhelyesbítéssel*.

A 2010-2011. években is a fentebb alkalmazott módszer segítségével korrigáltam a mérleget.

A 2008-as, 2009-es, 2010-es illetve a 2011-es összevont és egyben elemzésre előkészített mérleget a Melléklet 1. táblázata tartalmazza.

1. táblázat: 2007-2011. évi beszámolók mérlegének előkészített változata

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2007. év(eFt)</i>	<i>2008. év(eFt)</i>	<i>2009. év(eFt)</i>	<i>2010. év(eFt)</i>	<i>2011. év(eFt)</i>
BEFEKTETETT ESZKÖZÖK	7 541 260	7 397 705	7 871 202	8 213 186	8 036 524
IMMATERIÁLIS JAVAK	1 341 514	1 313 384	1 231 975	1 248 438	1 286 794
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	28 379	26 043	18 857	11 847	6 964
Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	444 106	423 943	372 632	406 948	452 350
Vagyoni értékű jogok	79 073	73 442	50 530	39 687	37 524
Üzleti vagy cégérték	789 956	789 956	789 956	789 956	789 956
TÁRGYI ESZKÖZÖK	4 156 517	3 509 340	3 425 046	3 890 654	3 670 493
Ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	987 637	1 095 814	1 240 044	1 245 232	1 207 851
Műszaki berendezések, gépek, járművek	1 862 249	1 874 836	1 695 996	2 230 244	2 076 412
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	142 299	210 811	200 634	270 020	282 651
Beruházások, felújítások	1 144 220	321 732	267 862	114 209	77 210
Beruházásokra adott előlegek	20 112	6 147	20 510	30 949	26 369
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI	2 043 229	2 574 981	3 214 181	3 074 094	3 079 237

ESZKÖZÖK					
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	2 040 704	2 090 766	2 243 149	2 275 553	2 392 537
Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	0	481 847	968 755	795 992	684 453
Egyéb tartósan adott kölcsön	2 525	2 368	2 277	2 549	2 247
FORGÓESZKÖZÖK	4 065 743	4 148 861	3 141 342	3 451 179	3 937 106
KÉSZLETEK	1 344 650	1 285 008	1 054 433	1 038 185	986 571
Anyagok	384 187	390 620	400 081	369 368	344 184
Befejezetlen termelés és félkész termékek	326 125	235 419	239 003	212 374	227 450
Késztermékek	565 591	596 828	359 739	397 952	370 182
Áruk	68 747	62 141	55 610	58 491	44 755
KÖVETELÉSEK	2 645 035	2 841 644	2 084 103	2 410 495	2 947 493
Követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	2 201 149	2 354 113	1 491 291	1 749 407	2 323 427
Egyéb követelések	375 297	391 025	512 246	656 519	619 764
Aktív időbeli elhatárolások	68 589	96 506	80 566	4 569	4 302
ÉRTEKPAPÍROK	0	0	0	0	0
PÉNZESZKÖZÖK	76 058	22 209	2 806	2 499	3 042
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	11 607 003	11 546 566	11 012 544	11 664 365	11 973 630
SAJÁT TŐKE	4 089 637	3 597 376	3 629 065	4 102 642	4 448 449
Jegyzett tőke	2 694 983	2 694 983	2 694 983	2 694 983	2 694 983
Tőketartalék	710 677	710 677	710 677	710 677	710 677
Eredménytartalék	269 092	233 991	-199 772	-195 390	237 668
Lekötött tartalék	472 485	449 986	391 489	418 795	459 314
Mérleg szerinti eredmény	-57 600	-492 261	31 688	473 577	345 807
CÉLTARTALÉKOK	0	0	0	0	0
IDEGEN TŐKE	7 517 366	7 949 190	7 383 479	7 561 723	7 525 181
HÁTRASOROLT KÖTELEZETTSÉGEK	0	0	0	0	0
HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	2 681 238	2 244 415	1 927 690	1 548 957	1 513 661

Beruházási és fejlesztési hitelek	2 389 603	2 039 705	1 749 858	1 409 246	1 404 234
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	291 635	204 710	177 832	139 711	109 427
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	4 836 128	5 704 775	5 455 789	6 012 766	6 011 520
Rövid lejáratú hitelek	2 428 701	3 146 052	2 769 393	3 055 277	3 224 174
Vevőtől kapott előlegek	0	1 206	0	0	0
Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	1 706 503	1 423 360	1 464 051	1 772 667	1 731 513
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	370 047	611 168	591 828	525 980	487 373
Rövid lejáratú köt. egyéb rész. viszonyban lévő váll. szemben	0	157 701	165 148	199 867	0
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	182 579	193 624	203 785	262 171	321 285
Passzív időbeli elhatárolások	148 298	171 664	261 584	196 804	247 175
FORRÁSOK ÖSSZESEN	11 607 003	11 546 566	11 012 544	11 664 365	11 973 630

2.a) táblázat: Eredménykimutatás - összköltség eljárással (2007-2011, eFt)

Sorszám	A tétel megnevezése	2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
01.	Belföldi értékesítés nettó árbevétele	2 784 467	2 697 232	2 325 453	2 633 872	2 848 761
02.	Külföldi értékesítés nettó árbevétele	5 329 680	5 640 557	6 264 587	7 789 852	9 007 103
I.	Értékesítés nettó árbevétele (01.+02.)	8 114 147	8 337 789	8 590 040	10 423 724	11 855 864
03.	Saját termelésű készletek állomány változása	148 460	-59 469	-233 505	11 584	-12 694
04.	Saját előállítású eszközök aktivált értéke	313 728	232 931	160 637	226 358	178 068
II.	Aktivált saját teljesítmények értéke (03.+04.)	462 188	173 462	-72 868	237 942	165 374
III.	Egyéb bevételek	413 682	828 793	370 208	552 139	471 226
	ebből visszaírt értékvesztés	46 134	-	6 059	7 004	1 619
05.	Anyagköltség	5 641 716	5 306 676	5 135 713	6 540 263	7 636 264
06.	Igénybe vett szolgáltatások értéke	473 913	516 351	587 772	565 124	613 818
07.	Egyéb szolgáltatások értéke	42 636	43 035	60 750	60 118	77 863
08.	Eladott áruk beszerzési értéke	330 988	517 215	399 150	737 616	609 940
09.	Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke	61 803	72 407	72 873	105 690	87 010
IV.	Anyagjellegű ráfordítások (05.+06.+07.+08.+09.)	6 551 056	6 455 684	6 256 258	8 008 811	9 024 895
10.	Bérek költsége	735 103	753 621	778 859	896 693	1 048 852
11.	Személyi jellegű egyéb kifizetések	108 943	131 184	121 980	107 649	108 797
12.	Bérfizetések	264 556	272 052	264 165	270 441	305 494
V.	Személyi jellegű ráfordítások (10.+11.+12.)	1 108 602	1 156 857	1 165 004	1 274 783	1 463 143
VI.	Értécsökkenési leírás	570 817	670 589	723 843	728 572	790 000

VII.	Egyéb ráfordítások	458 015	790 133	371 043	542 399	587 417
	ebből értékvesztés	32 568	46 442	37 283	57 630	160 519
A.	Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye (I.+II.+III.+IV.+V.+VI.+VII.)	301 527	266 781	371 232	659 240	627 009
13.	Kapott (járó) osztalék és részesedés	-	145 000	181 150	157 000	216 000
	ebből kapcsolt vállalkozástól kapott	-	145 000	181 150	157 000	216 000
16.	Egyéb kapott (járó) kamatok és kamatjellegű bevételek	797	20 766	31 576	33 657	31734
	ebből kapcsolt vállalkozástól kapott	-	20 515	31 378	33 626	31 389
17.	Pénzügyi műveletek egyéb bevételei	135 754	711 120	554 930	345 005	864 553
VIII.	Pénzügyi műveletek bevételei (13.+16.+17.)	136 551	876 886	767 656	535 662	1 112 287
19.	Fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások	357 552	388 826	424 261	289 037	256 813
20.	Részesedések, értékpapírok, banbetétek értékvesztése	10 568	-	-	-	-
21.	Pénzügyi műveletek egyéb ráfordításai	201 559	1 275 274	736 240	466 811	1 228 789
IX.	Pénzügyi műveletek ráfordításai (19.+20.+21.)	569 679	1 664 100	1 160 501	755 848	1 485 602
B.	Pénzügyi műveletek eredménye (VIII.-IX.)	-433 128	-787 214	-392 845	-220 186	- 373 315
C.	Szokásos vállalkozási eredmény (A.+B.)	-131 601	-520 433	-21 613	439 054	253 694
X.	Rendkívüli bevételek	268 691	36 238	175 613	34 523	92 113
XI.	Rendkívüli ráfordítások	194 690	8 066	122 312	-	-
D.	Rendkívüli eredmény (X.-XI.)	74 001	28 172	53 301	34 523	92 113
E.	Adózás előtti eredmény (C.+D.)	-57 600	-492 261	31 688	473 577	345 807
XII.	Adófizetési kötelezettség	-	-	-	-	-
F.	Adózott eredmény (E.-XII.)	-57 600	-492 261	31 688	473 577	345 807
G.	Mérleg szerinti eredmény	-57 600	-492 261	31 688	473 577	345 807

2.b) Eredménykimutatás - forgalmi költség eljárással (2007-2011, eFt)

Sorszám	A tétel megnevezése	2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
01.	Belföldi értékesítés nettó árbevétele	2 784 467	2 697 232	2 325 453	2 633 872	2 848 761
02.	Külföldi értékesítés nettó árbevétele	5 329 680	5 640 557	6 264 587	7 789 852	9 007 103
I.	Értékesítés nettó árbevétele (01.+02.)	8 114 147	8 337 789	8 590 040	10 423 724	11 855 864
03.	Értékesítés elszámolt közvetlen önköltsége	6 116 638	6 128 848	6 155 892	7 347 177	8 640 240
04.	Eladott áruk beszerzési értéke	330 988	517 215	399 150	737 616	609 940
05.	Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke	61 803	72 407	72 873	105 690	87 010
II.	Az értékesítés közvetlen költségei (03.+04.+05.)	6 509 429	6 718 470	6 627 915	8 190 483	9 337 190
III.	Az értékesítés bruttó eredménye (I.-II.)	1 604 718	1 619 319	1 962 125	2 233 241	2 518 674
06.	Értékesítési, forgalmazási költségek	349 641	370 974	455 660	392 422	424 404
07.	Igazgatási költségek	344 897	314 452	340 637	356 702	374 877
08.	Egyéb általános költségek	564 320	705 772	793 761	834 617	976 193
IV.	Az értékesítés közvetett költségei (06.+07.+08.)	1 258 858	1 391 198	1 590 058	1 583 741	1 775 474
V.	Egyéb bevételek	413 682	828 793	370 208	552 139	471 226
	ebből visszaírt értékvesztés	46 134	-	6 059	7 004	1 619
VI.	Egyéb ráfordítások	458 015	790 133	371 043	542 399	587 417
	ebből értékvesztés	32 568	46 442	37 283	57 630	160 519
A	Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye (III.-IV.+V.-VI.)	301 527	266 781	371 232	659 240	627 009

3. táblázat: Eszközök 2007-2011. évi szerkezeti változása

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2007. (%)</i>	<i>2008. (%)</i>	<i>2009. (%)</i>	<i>2010. (%)</i>	<i>2011. (%)</i>
BEFEKTETETT ESZKÖZÖK	64,97	64,07	71,47	71,41	67,12
Immateriális javak	11,56	11,37	11,19	10,70	10,75
Tárgyi eszközök	35,81	30,39	31,10	33,36	30,65
Befektetett pénzeszközök	17,6	22,31	29,19	26,35	25,72
FORGÓESZKÖZÖK	35,03	35,93	28,53	28,59	32,88
Készletek	11,58	11,13	9,57	8,90	8,24
Követelések	22,79	24,61	18,92	20,67	24,62
Pénzeszközök	0,66	0,2	0,03	0,02	0,03
Értékpapírok	0	0	0,00	0,00	0,00
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	100	100	100	100	100

4. táblázat: Az immateriális javak 2008. évi változása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2007)</i>	<i>Tárgyév (2008)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
IMMATERIÁLIS JAVAK	1 341 514	1 313 384	-28 130	97,9
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	28 379	26 043	-2 336	91,77
Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	444 106	423 943	-20 163	95,46
Vagyoni értékű jogok	79 073	73 442	-5 631	92,88
Üzleti vagy cégérték	789 956	789 956	0	100,00

5. táblázat: Az immateriális javak 2009. évi változása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2008)</i>	<i>Tárgyév (2009)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
IMMATERIÁLIS JAVAK	1 313 384	1 231 975	-81 409	93,80
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	26 043	18 857	-7 186	72,41
Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	423 943	372 632	-51 311	87,90
Vagyoni értékű jogok	73 442	50 530	-22 912	68,80
Üzleti vagy cégérték	789 956	789 956	0	100,00

6. táblázat: Az immateriális javak 2010. évi alakulása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2010)</i>	<i>Tárgyév (2010)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
-------------------	----------------------------	---------------------------	-----------------------	------------------------

IMMATERIÁLIS JAVAK	1 231 975	1 248 438	+16 463	101,34
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	18 857	11 847	-7 010	62,83
Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	372 632	406 948	+34 316	109,21
Vagyoni értékű jogok	50 530	39 687	-10 843	78,54
Üzleti vagy cégérték	789 956	789 956	0	100,00

7. táblázat: A tárgyi eszközök 2008. évi változása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2007)</i>	<i>Tárgyév (2008)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
TÁRGYI ESZKÖZÖK	4 156 517	3 509 340	-647 177	84,43
Ingtatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	987 637	1 095 814	+108 177	110,95
Műszaki berendezések, gépek, járművek	1 862 249	1 874 836	+12 587	100,68
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	142 299	210 811	+68 512	148,15
Beruházások, felújítások	1 144 220	321 732	-822 488	28,12
Beruházásokra adott előlegek	20 112	6 147	-13 965	30,56

8. táblázat: A tárgyi eszközök 2009. évi változása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2008)</i>	<i>Tárgyév (2009)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
TÁRGYI ESZKÖZÖK	3 509 340	3 425 046	-84 294	97,6
Ingtatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	1 095 814	1 240 044	+144 230	113,16
Műszaki berendezések, gépek, járművek	1 874 836	1 695 996	-178 840	90,46
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	210 811	200 634	-10 177	95,17
Beruházások, felújítások	321 732	267 862	-53 870	83,26
Beruházásokra adott előlegek	6 147	20 510	+14 363	333,66

9. táblázat: A tárgyi eszközök 2010. évi alakulása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2009)</i>	<i>Tárgyév (2010)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
TÁRGYI ESZKÖZÖK	3 425 046	3 890 654	+465 608	113,59
Ingtatlanok és kapcsolódó vagyoni		1 245 232	+5 188	100,42

értékű jogok	1 240 044			
Műszaki berendezések, gépek, járművek	1 695 996	2 230 244	+534 248	131,50
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	200 634	270 020	+69 386	134,58
Beruházások, felújítások	267 862	114 209	-153 653	42,64
Beruházásokra adott előlegek	20 510	30 949	+10 439	150,90

10. táblázat: A befektetett pénzügyi eszközök 2008. évi változása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2007)</i>	<i>Tárgyév (2008)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	2 043 229	2 574 981	+531 752	126,03
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	2 040 704	2 090 766	+50 062	102,45
Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	0	481 847	+481 847	-
Egyéb tartósan adott kölcsön	2 525	2 368	-157	93,78

11. táblázat: A befektetett pénzügyi eszközök 2009. évi változása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2008)</i>	<i>Tárgyév (2009)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	2 574 981	3 214 181	+639 200	124,82
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	2 090 766	2 243 149	+152 383	107,29
Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	481 847	968 755	+486 908	201,05
Egyéb tartósan adott kölcsön	2 368	2 277	-91	96,16

12. táblázat: A befektetett eszközök 2010. évi alakulása

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2009)</i>	<i>Tárgyév (2010)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	3 214 181	3 074 094	-140 087	95,64
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	2 243 149	2 275 553	+32 404	101,44
Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	968 755	795 992	-172 763	82,17

Egyéb tartósan adott kölcsön	2 277	2 549	+272	111,95
------------------------------	-------	-------	------	--------

13. táblázat: Eszközcsoporton belüli megoszlási viszonyszámok 2007-2010. évben: forgóeszközök

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2007. (%)</i>	<i>2008. (%)</i>	<i>2009. (%)</i>	<i>2010. (%)</i>
KÉSZLETEK	100,00	100,00	100,00	100,00
Anyagok	28,57	30,40	37,94	35,58
Befejezetlen termelés és félkész termékek	24,25	18,32	22,67	20,46
Késztermékek	42,06	46,45	34,12	38,33
Áruk	5,11	4,84	5,27	5,63
KÖVETELÉSEK	100,00	100,00	100,00	100,00
Követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	83,22	82,84	71,56	72,57
Egyéb követelések	14,19	13,76	24,58	27,24
Aktív időbeli elhatárolások	2,59	3,40	3,87	0,19
PÉNZESZKÖZÖK	100,00	100,00	100,00	100,00
Pénztár, csekkek	3,10	2,37	33,54	35,1
Bankbetétek	96,90	97,63	66,46	64,9

13. táblázat folytatása:

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2008./2007. (%)</i>	<i>2009./2008. (%)</i>	<i>2010./2009. (%)</i>
KÉSZLETEK	-	-	-
Anyagok	106,39	124,82	93,78
Befejezetlen termelés és félkész termékek	75,54	123,72	90,25
Késztermékek	110,42	73,46	112,34
Áruk	94,59	109,06	106,83
KÖVETELÉSEK	-	-	-
Követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	99,55	86,37	101,41
Egyéb követelések	96,98	178,62	110,82
Aktív időbeli elhatárolások	130,97	113,83	4,91
PÉNZESZKÖZÖK	-	-	-
Pénztár, csekkek	76,47	1413,25	104,65
Bankbetétek	100,75	68,08	97,65

14. táblázat: Eszközcsoporton belüli megoszlási viszonyszámok 2007-2010. évben: befektetett eszközök

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2007. (%)</i>	<i>2008. (%)</i>	<i>2009. (%)</i>	<i>2010. (%)</i>
IMMATERIÁLIS JAVAK	100,00	100,00	100,00	100,00

Alapítás-átszervezés aktivált értéke	2,12	1,98	1,53	0,95
Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	33,10	32,28	30,25	32,60
Vagyoni értékű jogok	5,89	5,59	4,10	3,18
Üzleti vagy cégérték	58,89	60,15	64,12	63,28
TÁRGYI ESZKÖZÖK	100,00	100,00	100,00	100,00
Ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	23,76	31,23	36,21	32,01
Műszaki berendezések, gépek, járművek	44,80	53,42	49,52	57,32
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	3,42	6,01	5,86	6,94
Beruházások, felújítások	27,53	9,17	7,82	2,94
Beruházásokra adott előlegek	0,48	0,18	0,60	0,80
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	100,00	100,00	100,00	100,00
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	99,88	81,20	69,79	74,02
Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	0,00	18,71	30,14	25,89
Egyéb tartósan adott kölcsön	0,12	0,09	0,07	0,08

14. táblázat folytatása:

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2008./2007. (%)</i>	<i>2009./2008. (%)</i>	<i>2010./2009. (%)</i>
IMMATERIÁLIS JAVAK	-	-	-
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	93,73	77,19	62,09
Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	97,50	93,70	107,77
Vagyoni értékű jogok	94,87	73,35	77,56
Üzleti vagy cégérték	102,14	106,61	98,69
TÁRGYI ESZKÖZÖK	-	-	-
Ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	131,41	115,95	88,40
Műszaki berendezések, gépek, járművek	119,24	92,69	115,75
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	175,47	97,51	118,43
Beruházások, felújítások	33,30	85,31	37,60

Beruházásokra adott előlegek	36,20	341,87	133,33
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	-	-	-
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	81,30	85,95	106,06
Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	-	161,07	85,90
Egyéb tartósan adott kölcsön	74,42	77,03	114,29

15. táblázat: A források szerkezeti változása 2007-2011-ben

<i>Mérlegkételemek megnevezése</i>	<i>2007. (%)</i>	<i>2008. (%)</i>	<i>2009. (%)</i>	<i>2010. (%)</i>	<i>2011. (%)</i>
SAJÁT TŐKE	35,23	31,16	32,95	35,17	37,15
Jegyzett tőke	23,22	23,34	24,47	23,10	22,51
Tőketartalék	6,12	6,15	6,45	6,09	5,94
Eredménytartalék	2,32	2,03	-	-	-
Lekötött tartalék	4,07	3,90	3,55	3,59	3,84
Mérleg szerinti eredmény	-	-	0,29	4,06	2,89
IDEGEN TŐKE	64,77	68,84	67,05	64,83	62,85
HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	23,10	19,44	17,50	13,28	12,64
Beruházási és fejlesztési hitelek	20,59	17,67	15,89	12,08	11,73
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	2,51	1,77	1,61	1,20	0,91
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	41,67	49,41	49,54	51,55	50,21
Rövid lejáratú hitelek	20,92	27,25	25,15	26,19	26,93
Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	14,70	12,33	13,29	15,20	14,46
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	3,19	5,29	5,37	4,51	4,07
Rövid lejáratú köt. egyéb rész. viszonyban lévő váll. szemben	0,00	1,37	1,50	1,71	-
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	1,57	1,68	1,85	2,25	2,68
Passzív időbeli elhatárolások	1,28	1,49	2,38	1,69	2,06
FORRÁSOK ÖSSZESEN	100	100	100,00	100,00	100,00

16. táblázat: A saját tőke szerkezeti változása 2007-2010-ben

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2007. (%)</i>	<i>2008. (%)</i>	<i>2009. (%)</i>	<i>2010. (%)</i>
SAJÁT TŐKE	100,00	100,00	100,00	100,00
Jegyzett tőke	65,90	74,92	74,26	65,69
Tőketartalék	17,38	19,76	19,58	17,32
Eredménytartalék	6,58	6,50	5,50	-
Lekötött tartalék	11,55	12,51	10,79	10,21
Mérleg szerinti eredmény	-	-	0,87	11,54

16. táblázat folytatása:

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2008./2007. (%)</i>	<i>2009./2008. (%)</i>	<i>2010./2009. (%)</i>
SAJÁT TŐKE	-	-	-
Jegyzett tőke	113,68	99,13	88,46
Tőketartalék	113,68	99,13	88,46
Eredménytartalék	98,85	-	-
Lekötött tartalék	108,27	86,24	94,62
Mérleg szerinti eredmény	-	-	1326,44

17. táblázat: Az idegen tőke szerkezeti változása 2007-2010. évben

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2007. (%)</i>	<i>2008. (%)</i>	<i>2009. (%)</i>	<i>2010. (%)</i>
IDEGEN TŐKE	100,00	100,00	100,00	100,00
HÁTRASOROLT KÖTELEZETTSÉGEK	0,00	0,00	0,00	0,00
HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	35,67	28,23	26,11	20,48
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	64,33	71,77	73,89	79,52

17. táblázat folytatása:

<i>Mérlegtételek megnevezése</i>	<i>2008./2007. (%)</i>	<i>2009./2008. (%)</i>	<i>2010./2009. (%)</i>
IDEGEN TŐKE	-	-	-
HÁTRASOROLT KÖTELEZETTSÉGEK	-	-	-
HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	79,16	92,47	78,44
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	111,55	102,96	107,62

18.táblázat: A rövid lejáratú kötelezettségek alakulása 2008-ban

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2007)</i>	<i>Tárgyév (2008)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
IDEGEN TŐKE	7 517 366	7 949 190	+431 824	105,74
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	4 836 128	5 704 775	+868 647	117,96
Rövid lejáratú hitelek	2 428 701	3 146 052	+717 351	129,54
Vevőtől kapott előlegek	0	1 206	+1 206	-
Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	1 706 503	1 423 360	-283 143	83,4
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	370 047	611 168	+241 121	165,16
Rövid lejáratú köt. egyéb rész. viszonyban lévő váll. szemben	0	157 701	+157 701	-
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	182 579	193 624	+11 045	106,05

19. táblázat: A rövid lejáratú kötelezettségek alakulása 2009-ban

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2008)</i>	<i>Tárgyév (2009)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
IDEGEN TŐKE	7 949 190	7 383 479	-565 711	92,88
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	5 704 775	5 455 789	-248 986	95,64
Rövid lejáratú hitelek	3 146 052	2 769 393	-376 659	88,03
Vevőtől kapott előlegek	1 206	0	-1 206	-
Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	1 423 360	1 464 051	+40 691	102,86
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	611 168	591 828	-19 340	96,84
Rövid lejáratú köt. egyéb rész. viszonyban lévő váll. szemben	157 701	165 148	+7 447	104,72
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	193 624	203 785	+10 161	105,25

20. táblázat: A rövid lejáratú kötelezettségek változása 2010-ban

<i>Megnevezés</i>	<i>Előző év (2009)</i>	<i>Tárgyév (2010)</i>	<i>Változás (eFt)</i>	<i>Tárgy/Bázis (%)</i>
IDEGEN TŐKE	7 383 479	7 561 723	+178 244	102,41
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	5 455 789	6 012 766	+556 977	110,21
Rövid lejáratú hitelek	2 769 393	3 055 277	+285 884	110,32

Vevőtől kapott előlegek	0	0	0	-
Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	1 464 051	1 772 667	+308 616	121,08
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	591 828	525 980	-65 848	88,87
Rövid lejáratú köt. egyéb rész. viszonyban lévő váll. szemben	165 148	199 867	+34 719	121,02
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	203 785	262 171	+58 386	128,65

21. táblázat: Cash flow-kimutatás (2007-2011, eFt)

Sorszám	Adatok	2007. év	2008. év	2009. év	2010. év	2011. év
1.	Adózás előtti eredmény	-57 600	-492 261	31 688	473 577	345 807
2.	Elszámolt amortizáció	570 817	670 589	723 843	728 572	790 000
3.	Elszámolt értékvesztés	32 568	46 442	37 283	57 630	160 519
4.	Céltartalék képzés és felhasználás különbözete	0	0	0	0	0
5.	Befektetett eszközök értékesítésének eredménye	27 223	-3 429	-33 415	-8 560	-34 335
6.	Szállítói kötelezettség változása	250 649	-281 937	39 485	308 616	-41 154
7.	Egyéb rövid lejáratú kötelezettség változása	-1 028 210	252 166	-9 178	-7 463	20 507
8.	Passzív időbeli elhatárolások változása	-27 090	23 366	89 920	-64 780	50 371
9.	Vevőkövetelés változása	-462 313	-160 419	857 094	-270 343	-702 618
10.	Forgóeszközök (vevő és pénzeszköz nélkül) változása	-205 092	-210 588	-230 022	-338 074	-205 863
11.	Aktív időbeli elhatárolások változása	8 249	-27 917	15 940	75 997	267
12.	Fizetett adó (nyereség után)	0	0	0	0	0
13.	Fizetett, jóváhagyott osztalék, részesedés	0	0	0	0	0
I.	Működési cash flow	-890 799	-183 988	1 522 638	955 172	383 501
14.	Befektetett eszközök beszerzése	-3 366 699	-625 253	-884 071	-1 540 109	-899 545
15.	Befektetett eszközök eladása	207 459	583 338	206 963	305 622	208 702
16.	Kapott osztalék	0	145 000	181 150	157 000	216 000
II.	Befektetési cash flow	-3 159 240	103 085	-495 958	-1 077 487	-474 843
17.	Részvénykibocsátás bevétele (tőkebevonás)	0	0	0	0	0
18.	Kötvénykibocsátás bevétele	0	0	0	0	0
19.	Hitelfelvétel	3 050 095	1 613 200	1 053 248	1 828 467	2 158 814
20.	Hosszú lejáratra adott kölcsönök, bankbetétek megszüntetése	0	157	-360 146	180 138	158 151
21.	Véglegesen kapott pénzeszköz	1 185 000	0	0	0	0
22.	Részvénybevonás (tőkeszállítás)	0	0	0	0	0
23.	Kötvény-visszafizetés	0	0	0	0	0
24.	Hiteltörlesztés, -visszafizetés	-2 579 388	-1 088 046	-1 739 185	-1 886 597	-2 225 080
25.	Hosszú lejáratra nyújtott kölcsönök, bankbetétek elhelyezése	2 457 523	-498 257	0	0	0
26.	Véglegesen átadott pénzeszköz	0	0	0	0	0
27.	Alapítókka szembeni egyéb hosszú lejáratú köt. Változása	0	0	0	0	0

III.	Finanszírozási cash flow	4 113 230	27 054	-1 046 083	122 008	91 885
IV.	Összes cash flow (I.+II.+III.)	63 191	-53 849	-19 403	-307	543
V.	Pénzeszközök záróállománya	76 058	22 209	2 806	2 499	3 042

22.táblázat: A QR mutatók a négy vállalkozásnál (2007-2011)

<i>QR mutató</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>	<i>2011. év</i>
Pannunion	0,56	0,5	0,38	0,4	0,49
PEMÜ	0,48	0,37	0,53	0,42	0,575
Partium	0,63	0,58	2,1	2,07	1,8
Albuplast	0,51	0,63	0,8	0,76	0,817

23. táblázat: Az adózás előtti eredmények a négy vállalatnál (2007-2011, eFt)

<i>Adózás előtti eredmény</i>	<i>2007. év</i>	<i>2008. év</i>	<i>2009. év</i>	<i>2010. év</i>	<i>2011. év</i>
Pannunion	-57 600	-492 261	31 688	473 577	345 807
PEMÜ	107 074	71 154	26 273	85 014	86 451
Partium	222 555	91780	223 942	68 549	57 685
Albuplast	63 145	65 032	60 162	21 589	-80 175