



MULTIDISZCIPLINÁRIS KIHÍVÁSOK, SOKSZÍNŰ VÁLASZOK

18  57

BGE



2019



2. szám

Online folyóirat

Szerkesztette: VÁGÁNY Judit Bernadett, PhD - FENYVESI Éva, PhD

Borító: FLOW PR

Kiadja: Budapesti Gazdasági Egyetem, Kereskedelmi, Vendéglátóipari és
Idegenforgalmi Kar, Közgazdasági és Üzleti Tudományok Tanszék

Felelős kiadó: FENYVESI Éva, PhD
a Közgazdasági és Üzleti Tudományok Tanszék vezetője

ISSN 2630-886X

2019.

A MAGYAR TOP CÉGEK A TURIZMUSBAN, AVAGY EGY SIKERRE ÉHES ÁGAZAT PÉNZÜGYI DIAGNÓZISA

HUNGARIAN TOP COMPANIES IN TOURISM, OR FINANCIAL DIAGNOSIS FOR A SUCCESSFUL SECTOR

KATITS Etelka - SZALKA Éva - NAGY Franciska - KÖNCZÖL Tamás

Kulcsszavak: *turizmus eset- és adatbázis elemzés, pénzügyi diagnózis, növekedési lehetőségek, nem szisztematikus kockázat*

Keywords: *tourism case and database analysis, financial diagnosis, growth opportunities, non-systematic risk*

JEL kód: *C10, G30, M21, Z3*

<https://doi.org/10.33565/MKSV.2019.02.04>

ÖSSZEFOGLALÓ

Azt a hazai gazdasági szektort vizsgáljuk, amely napjainkban már 1000 milliárd forint feletti forgalmat teljesít. A pénzügyi átvilágítás tartalmi jegyeire fókuszálunk. Az integrált és intelligens hozammenedzselés, a növekedési indikátorok, a nem szisztematikus és egyedi kockázatok menedzselése napjainkban különös jelentőséggel bír. A vizsgálat célja: pénzügyi diagnózist készíteni. A vizsgálat tárgya: a magyarországi top cégeket magukban foglaló 'szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás' ágazat. Az alkalmazott módszertan: eset- és adatbázis elemzés FINel diagnosztikai és értékkalkoló rendszerrel, valamint az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő számítógépes szakértői rendszerrel. A vizsgált adatbázis: a magyar top 500 és a megyei top 1000 vállalatok szűrt ágazati mintája, amely mérleg és eredménykimutatásokat tartalmaz. A vizsgálat kérdései: A vizsgált cég vagy ágazat vajon jövedelmező, miközben fizetőképes, nem eladósodott, perspektivikus a működése, valamint hatékony eszköz- és vagyongazdálkodást folytat? Hogyan változott a piaci pozíció térkép a jövedelmezőségi és kockázati mix függvényében? A pénzügyi elemzésből eredő diagnosztikakészítés keretében következtetni lehet a turizmus ágazat növekedési perspektíváira, pénzügyi esélyeire és finanszírozhatóságára. A vizsgálatunk eredményei segíthetik a pénzügyi vezetők tervezési, menedzselési és kontrolling munkáját, itt különösen az IGR és SGR növekedési ráták vizsgálatát SNR ismeretében, az eszközfinanszírozás megfelelőségében, valamint a likviditás felügyeletében.

SUMMARY

We look at the economic sector that today has been achieved sales of over HUF 1,000 billion. We focus on the content of financial audit. Integrated and intelligent benefit management, growth indicators, non-systematic and specific risk management are of particular importance today. The purpose of the study is to make a financial diagnosis. The subject of the study: is the 'accommodation and catering' sector, which includes the top Hungarian companies. Applied methodology: case- and database analysis with FINel Diagnostic and Value Creation System and EkoWIN Financial Analyzer, Forecasting and Company Valuation Computer Expert System. Investigated database: is a filtered sectoral sample of the Hungarian top 500 and the county's top 1000 companies, which includes balance sheet and profit and loss accounts. The results of the study may help work financial decisions makers for planning, management, monitoring and controlling. The study question: Is the examined company or sector profitable, while it is solvency, non-indebted, perspective efficient asset management? How did the market position map change as a function of profitability and risk mix? In the framework of the diagnostic preparation resulting from the financial analysis, one can infer the growth prospects, financial chances and financing of the tourism sector. The results of our study can help financial managers to plan, manage and control, especially the IGR and SGR growth rates by knowing SNR, asset financing adequacy and liquidity management.

BEVEZETŐ

A múltbelitől teljesen eltérő gyártástechnológiába való átlépést ipari forradalomnak hívják. Az új gyártási technológiák alapjaiban változtatják meg az emberek munkafeltételeit és életvitelét. Tanulmányom első fejezetében az eddigi ipari forradalmak alakulását tekintem végig, majd megvizsgálom fő témám, a 4. ipari forradalom különös sajátosságait.

Az egyik ilyen jelentős sajátosság a hálózat, mely okos eszközök sokaságát köti össze, így a kommunikációnak, távközlésnek kiemelt jelentősége van ebben a folyamatban, ez indokolja a telekommunikációs cégek vizsgálatát a téma keretében, így a továbbiakban ezen cégek pénzügyi mutatószámait fogom bemutatni. Megvizsgálom ezeknek a mutatószámoknak az alakulását, és pénzügyi standardokkal összevetve feltárom alakulásuk irányát (kedvező, vagy kedvezőtlen alakulását), majd ebből vonok le következtetéseket. Fontosnak tartom kiemelni, hogy a mutatószámrendszer vonatkozásában az adott ágazat/szektor sajátosságaira tekintettel indokolt a kapott adatokat értelmezni, így be fogom mutatni, hogy az általam vizsgált cégek mutatóinak értéke hogyan viszonyul a szakágazati vállalatok értékeihez képest. Elemzésem alapját a céginfo.hu oldalon található pénzügyi-számviteli beszámolók (mérleg, eredménykimutatás és kiegészítő melléklet) és a cégek honlapján szereplő információk alkotják. (MAGYAR TELEKOM NYRT. (2018a), TELENOR MAGYARORSZÁG ZRT. (2018b), Vodafone Magyarország Zrt. (2018c)).

SZAKIRODALOMFELDOLGOZÁS

A témaválasztásunknak a következő oka van: A magyar turizmus olyan stratégiai ágazat, amely napjainkban már 1000 milliárd forint feletti forgalmat teljesít. A turizmus jelentős mértékben járul hozzá Magyarországon a gazdaság élénkítéséhez és a munkahelyteremtéshez. A KSH szatellit számla adatai szerint 2018-ban a turizmus gazdasághoz való közvetlen hozzájárulása a GDP 6,8%-a, a közvetett hatásokat is magába foglaló hozzájárulás pedig a GDP 10,7%-a. A turisztikai ágazatokban betöltött állások száma 428 ezer fő, a munkahelyek 10,0%-át a turizmus generálta közvetlenül, a közvetlen és közvetett hatásokat összesítve pedig a nemzetgazdasági foglalkoztatottság 13,2%-át adja a turizmus (mtu.gov.hu, 2018).

A turizmus fontosságát mi sem bizonyítja jobban az, mint hogy 2018. év január és március időszakban mind a vendégéjszakák száma, mind pedig az általuk eltöltött vendégéjszakák száma 11%-os emelkedést mutat az előző év azonos időszakához viszonyítva. A belföldi vendégek száma 13%-kal haladta meg a tavalyi első negyedéves értékeket. A KSH által 2018-ban közzétett statisztika alapján az év első három hónapjában a kereskedelmi szálláshelyek 15%-kal több bruttó bevételt realizáltak. Továbbá, a szobák kihasználtsága 3,5 százalékponttal volt nagyobb, mint egy évvel ezelőtt (ksh.hu, 2018).

Ebben a munkában a turizmus ágazat pénzügyi átvilágítás tartalmi jegyeire fókuszálunk. Az integrált és intelligens hozammenedzselés, a növekedési indikátorok, a nem szisztematikus és egyedi kockázatok menedzselése napjainkban különös jelentőséggel bír.

A célunk: pénzügyi diagnózist készíteni. A vizsgálat tárgya: a magyarországi top cégeket magukban foglaló 'szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás' ágazat. Az alkalmazott módszertan: eset- és adatbázis elemzés FINel pénzügydiagnosztikai és értékalkotó rendszerrel, valamint az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő számítógépes szakértői rendszerrel. A vizsgált adatbázis: a magyar top 500 és a megyei top 1000 vállalatok szűrt ágazati mintája, amely mérleg és eredménykimutatásokat tartalmaz.

A következő két kutatási kérdésre szeretnénk válaszolni: A vizsgált cég vagy ágazat vajon jövedelmező, miközben fizetőképes, nem eladósodott, perspektivikus a működése, valamint hatékony eszköz- és vagyongazdálkodást folytat? Hogyan változott a piaci pozíció térkép a jövedelmezőségi és kockázati mix függvényében? A pénzügyi elemzésből eredő diagnóziskészítés keretében következtetni lehet a turizmus ágazat növekedési perspektíváira, pénzügyi esélyeire és finanszírozhatóságára.

SZAKIRODALOMFELDOLGOZÁS

A választott témánk hazai és nemzetközi szakirodalma nagyon gazdag, ezért itt kizárólag a vizsgálatunkhoz kapcsolódó szerzők munkáját emeljük ki az alábbi két nézőpontra fókuszálva:

1. A pénzügyi elemzés logikai váza.
2. A mono- és multikauzális ok-okozati kapcsolatok vizsgálata.

A hatályos magyar számviteli törvény (netjogtar.hu, 2019) szerint: *...a vállalkozó vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetéről, annak változásáról a tényleges körülményeknek megfelelő, megbízható és valós képet kell mutatnia...* értékelni kell a vállalkozó valós vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetét, az eszközök és a források összetételét, a saját tőke és a kötelezettségek tételeinek alakulását, a likviditás és a fizetőképesség, valamint a jövedelmezőség alakulását. Vajon a törvény készítői gondoltak arra, hogy az elemzés tartalma és logikai váza megfelelő, ahogyan az említett hatályos szöveget olvassuk?

FAZAKAS (2001) munkájában közli a jövedelmezőség mérését, a hatékonyságot, a vállalat piaci megítélését, az eladósodottságot, a likviditást, végül pedig a piaci pozíció vizsgálatát. SINKOVICS (2012) könyvében azt hangsúlyozza, hogy a pénzügyi mutatószámok jelentik a legfőbb gazdasági információs bázist és forrást a külső érdekelt gazdasági környezet számára. Ennek alapján döntenek a piaci szereplők a beruházásokról. A következők számítását tartja fontosnak: a jövedelmezőségi, tőkemegtérülési mutatók a legalapvetőbbek a vállalat megítélésben, az általános pénzügyi mutatók a mérleg alapján és az eredmény-kimutatásból adataiból képezzük (eszközszerkezeti mutatók, likviditási mutatók, forrásszerkezeti, tőkeáttételi mutatók, eszköz-forrásszerkezeti mutatók, hatékonysági mutatók, eladósodottsági mutatók, adósságszolgálati terhek, cash-flow mutatók).

TAKÁCS (2009) a számviteli tv. szerinti logikát követi, amit kiegészít a hatékonyság elemzésével, így négy vizsgálati területet különböztet meg.

BREALEY-MYERS (1999) először a tőkeáttétel, aztán a likviditás, majd a jövedelmezőség vagy hatékonyság, végül pedig a piaci érték alakulását vizsgálja. Szeretnénk itt jelezni, hogy nem értünk egyet a 'vagy' kötőszó használatával, mert a jövedelmezőség és a hatékonyság elemzését nem cserélhetjük fel.

BODIE – MERTON – CLEETON (2011) szerint a vállalati teljesítményt öt fő szempontból elemezhetjük: a nyereségességi, az eszközhatékonysági, a pénzügyi tőkeáttételi, a likviditási és a piaciérték-hányados.

DAMODARAN (2006) a monokauzális ok-okozati kapcsolatok elemzését először az eszközök, majd a finanszírozási szerkezet, aztán az eredmény és a jövedelmezőség, végül pedig a kockázat mérése sorrendben végzi.

CHANDRA (2011) a következő sorrendet közli: likviditási, áttételi, hatékonysági, jövedelmezőségi és piaci értékelési ráták. Külön kiemeli az iparági adatok ismeretében történő időbeni összehasonlítást, vagyis a vertikális és horizontális elemzést. FAZEKAS (2001:83) véleménye is hasonló: „Egy vállalat működésének elemzése óhatatlanul az összehasonlításon alapul: a saját múltbeli adataihoz, vagy a vetélytársak, az adott iparágban tevékenykedő többi vállalat mutatóihoz képest milyen eredményeket mutat fel a mi vállalatunk.”

Mindegyik megfogalmazásból kitűnik az, hogy a vállalkozás működésének elemzését a monokauzális ok-okozati kapcsolaton alapuló mutatószámok számításával és a kapott eredmények értékelésével szükséges megkezdeni. Azt viszont nem szabad elfelejteni, hogy nem mindegy milyen időszakot vizsgálunk. A vállalkozás mérlege az üzleti év adott időpontjára, míg az eredménykimutatás az üzleti év egészére vonatkoztatva tükrözi a vállalkozás helyzetét.

A – monokauzális ok-okozati összefüggéseken túllépő – multikauzális pénzügyi mutatószám rendszereknek két nagy csoportja létezik: analitikus és szintetikus. A multikauzális analitikus pénzügyi mutatószámrendszerekben egy ún. mutatószám-piramis keletkezik, amely megkönnyíti a mutatószám felépítését és kiértékelését a számlási interdependencián keresztül. A pénzügyi kiértékelésen kívül az információszerzés összefüggéseit is jól szemlélteti (Du Pont-rendszer, ZVEI mutatószámrendszer, Reichmann-Lachnit-rendszer). Ellenben kikapcsolja a döntésreleváns komponenseket, mivel azok a mutatókban nem dokumentálhatók, algebrailag más mutatókkal nem kapcsolhatók össze (BUCHNER, 1985).

A DuPont modell (DAVIS – DAVIS, 2011; FABOZZI – MARKOWITZ, 2011) piramisformájú, matematikai összefüggéseken alapuló rendszer, amelyben a mutatószámok a ROA mint csúcsmutató tartalmát bontjuk fel. A ROA mutatószám piramis eredetileg kialakított rendszere részletes dokumentációra épül. Minden részleghez (profitcenterhez vagy divízióhoz) egy úgynevezett kontrolltáblázat tartozik, amely bemutatja a mutatószámok képzését és tartalmát, biztosítva ezáltal az alapadatok és a mutatószámok egységes tartalmát. E táblázatok alapján készül el a teljes – vállalati szintű – összegző táblázat, amely a mutatószámok végleges – összevont – értékeit foglalja magában. A modellt használják a tervezési és utólagos ellenőrzési eszközként is. A

mutatószámrendszer előnyei közé soroljuk az egyszerűséget, az áttekinthetőséget és a gyors összeállíthatóságát. A DuPont mutatószámrendszernek egy rendkívül fontos érdeme: az általa végzett analízis lehetőséget ad arra, hogy összehasonlítsunk különböző méretű és ágazati profilban működő vállalkozásokat. Ellenben nem tartalmaz likviditásra vonatkozó mutatókat.

A két lépéses DuPont modell:

$$ROA = \frac{EAT}{Total\ Assets} = \frac{SNR}{Total\ Assets} \times \frac{EAT}{SNR}$$

↙
↘

Eszközhatékonyság
Nettó jövedelmezőség

$$ROI = \frac{EAT}{Investments} = \frac{SNR}{Investments} \times \frac{EAT}{SNR}$$

↙
↘

Befektetések hatékonysága
Nettó jövedelmezőség

A háromlépéses DuPont modell:

$$ROE = \frac{EAT}{Equity} = \frac{SNR}{Total\ Assets} \times \frac{EAT}{SNR} \times \frac{Total\ Assets}{Equity}$$

↙
↓
↘

Eszközhatékonyság
Nettó jövedelmezőség
Finanszírozási szerkezet

Az ötlépéses DuPont modell:

$$ROE = \left(\frac{EAT}{EBT}\right) \times \left(\frac{EBT}{EBIT}\right) \times \left(\frac{EBIT}{SNR}\right) \times \left(\frac{SNR}{Total\ Assets}\right) \times \left(\frac{Total\ Assets}{Equity}\right)$$

↙
↙
↙
↓
↓

Adóteher
Kamatteher
Működési
Eszközhatékonyság
Finanszírozási
jөvedelmezőség
szerkezet

ahol

$EAT = \text{Earnings after Taxes} =$ Adózás utáni eredmény

$EBT = \text{Earnings before Taxes} =$ Adózás előtti eredmény

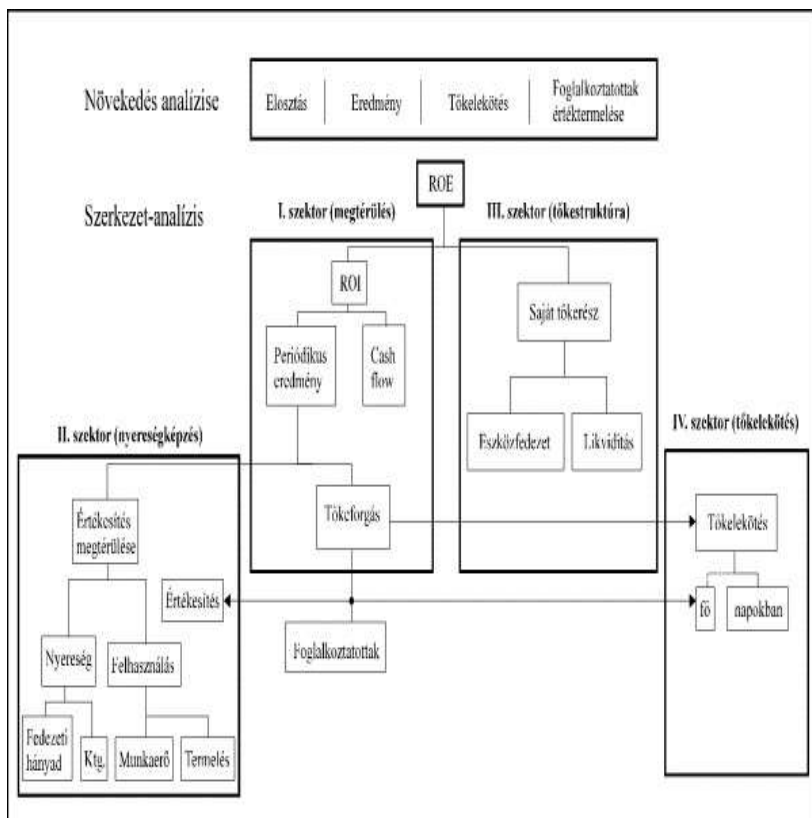
$EBIT = \text{Earnings before Interest and Taxes} =$ Kamat- és adófizetés utáni eredmény

$SNR = \text{Sales Net Revenue} =$ Értékesítés nettó árbevétele

$Total\ Assets =$ Összes eszköz

$Investments =$ Befektetések

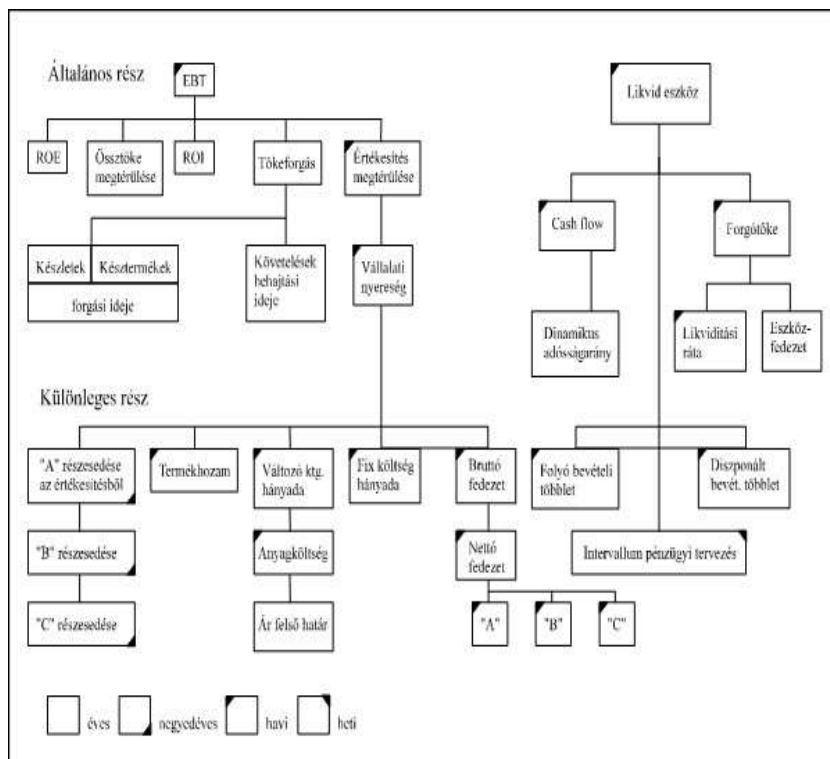
$Equity =$ Saját tőke



1. ábra. A ZVEI (Zentralverband der Elektronischen Industrie) mutatószámrendszer

Forrás: KATTIS, 2010: 342.

A ZVEI mutatószámrendszer (1. ábra) – a DuPont modellhez hasonlóan – egy mutatószám-piramis. A mutatószámok között nemcsak matematikai, hanem tartalmi összefüggések vannak. A rendszer a mutatókat fő- és segédmutatókra osztja fel (összesen 210 egyedi mutatószámot tartalmaz, ezen belül 88 fő- és 122 segédmutatóból áll). A főmutatók kijelölik az elemzés területeit és meghatározzák a további elemzések tartalmát. A segédmutatók szerepe csupán az, hogy a főmutatókat matematikailag alátámasszák, illetve formai összefüggéseket teremtsenek a főmutatók között. A rendszer viszonyszámokat és abszolút adatokat egyaránt tartalmaz. Felhasználja a számviteli beszámoló, valamint a költségek és teljesítmények, a belső eredményszámítások adatait. Érdeemes megjegyezni azt, hogy bár az elektronikai ipar területén dolgozták ki, más ágazatok vállalkozásai esetében is alkalmazhatjuk. A szerkezetét nem módosíthatjuk, így viszonylag rugalmatlan. A ZVEI modell vegyes mutatószámrendszer. Egyrészt a vállalat növekedését értékeli, másrészt pedig a gazdálkodás különböző megközelítésű, párhuzamosan végzett vizsgálatát jelenti. Elemzéshez és tervezéshez is egyaránt alkalmazhatjuk.



2. ábra. Az RL (Reichmann – Lachnit) mutatószámrendszer

Forrás: Katits, 2010, 343.

Az RL mutatószámrendszer (2. ábra) a vállalkozás jövedelmezőségi és likviditási helyzetét koncentrált formában vizsgálja. A mutatószámrendszer összesen 39 mutatószámból áll és mind viszonszámokat, mind pedig abszolút számokat alkalmaz a pénzügyi és a vezetői számvitel adataira egyaránt építve. A rendszer tartalmilag rendezett (rendszeralapú), az elemeit (mutatószámait) nem matematikailag, hanem tartalmi szempontok szerint kapcsolja össze. Az RL rendszer az alábbi két alapvető részből áll:

- Általános rész: állandó, általánosan minden vállalkozás számára alkalmas mutatókat tartalmaz, egyaránt felhasználható tervezéshez, elemzéshez, az értékeléshez és ezeken keresztül az irányításhoz.
- Különleges rész olyan mutatószámokat foglal magában, amelyek cégspecifikusak és – tartalmuknak megfelelően – kiegészítik az értékelést (tekintetbe véve azok hatását a jövedelmezőségi és likviditási legfelsőbb célértékekre).

Az RL modell rugalmasnak tekinthető, kiválasztható mutatószámokból épül fel, amelyek az adott vállalkozás profiljának megfelelően alakítható. Figyelembe veszi azt is, hogy a mindenkori fizetőképesség fenntartása lényeges követelmény egy társaság esetében.

Mindhárom mutatószámrendszer eszköze lehet a vállalkozások tervezésének, az irányításának és ellenőrzésének is, ugyanakkor része lehet és segítségül szolgálhat az éves beszámoló elemzési módszertanának.

A szintetikus mutatószám-rendszerek egyrészt empirikus vizsgálatok, másrészt pedig matematikai-statisztikai módszerek felhasználására épülnek. Például a vállalati fejlődés mértékét kifejező üzleti indexet meghatározó pénzügyi ráták súlya és kiválasztása az elemző szubjektív értékítéletén alapul, illetve a releváns mutatószámok kiválasztása faktor-, klaszteranalízissel, a mutatószámok súlyozása és index képzése a diszkriminancia analízis eszközével történik, hasonlóképpen a csődelőrejelző modellek családja esetében (GEBHARDT, 1980; ALTMAN, 1988; KATTIS, 2010; KATTIS-POGÁTSÁ-ZSUPANEKNÉ, 2017).

A szakirodalmi áttekintésben feltártuk a mono- és multikauzális ok-okozati összefüggéseken alapuló mutatószámok rendszerének lehetséges csoportosítását, de mindezt kiegészítjük a 4. részben közreadott módszertani sajátosságokkal.

ANYAG ÉS MÓDSZER

Mind az oktatásban, mind pedig a kutatásban már évek óta prezentálunk eltérő életszakaszokban levő hazai vállalati eset (Abo Mill Zrt., Albacom Zrt., Barnevál Kft., Cerbona Zrt., Cornexi Zrt., Enefi Nyrt., Herendi Zrt., Herz Zrt., Vectigalis Zrt., Zsolnay Zrt.) és adatbázis (csőd- és felszámolási eljárás alatt álló, 90 magyar termelő-kereskedő társaság esete, a nettó értékesítési árbevétel alapján a hazai top 100, 500 és 5000, valamint a KKV-szektorba tartozó legnagyobb 2 775 vállalkozás mérleg és eredménykimutatás tételei) elemzésével kapott eredményeket. Nagy érdeklődéssel elemezzük az eltérő életszakaszokban levő, kettős könyvvezetési kötelezettség alá tartozó cégek adatbázisait. Ebben a munkában egyrészt a legnagyobb – a Heti Világgazdaság rangsora alapján a top 500-ból a turizmus ágazatba tartozó 3 cég – **DH**, **D** és **APH** jelöléssel – mérleg és eredménykimutatásait elemezzük, amelyben kitérünk a 2008-tól jelentkező pénzügy-gazdasági válság hatásainak feltárására, mivel ezek ismerete éppen segíti vagy segítheti újabb növekedési perspektívák és utak, valamint forgatókönyvek felvázolását. Másrészt a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) által készített adatbázist elemezzük. Ez az adatbázis felöleli az értékesítés nettó árbevétele szerint rangsorolt megyei top 1000 hazai és külföldi tulajdonú cégek mérleg és eredménykimutatás adatait. Mivel a 3 szálloda székhelye Budapest, ezért maradunk ebben a régióban, így a Budapest és a pest megyei top 1000 ágazati mintájának azonosítására rendelkezésre állt a TEÁOR (*Tevékenységek Egységes Ágazati Osztályozási Rendszere*) 55 'szálláshely szolgáltatás' és 56 'vendéglátás' ágazati adatok.

Mivel az adatbázis mérleg és eredménykimutatás főbb sorait tartalmazta, ezért az időpontra vonatkozó mérlegtételek éves átlagolt értékeit már összevethettük az üzleti évet felölelő eredménykimutatás megfelelő adataival.

Az 1. táblázat mutatja a 3 vizsgált szálloda helyezését 2007 és 2016 között. A legnagyobb rangsor helyezési változásokat az **APH** mutatja, amely éppen a top 500 rangsor hátsó részében áll a másik két szállodához képest. Az is szembetűnő, hogy egyik szálloda sem érte el a 2008. globális pénzügygazdasági válság előtti helyezést.

1. táblázat. A vizsgált szálloda helyezésének változása 2007 és 2016 között

Megnevezés	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DH	154	175	166	180	187	182	172	170	173	161
D	243	306	293	331	356	349	333	340	342	330
APH	319	418	428	484	488	498	468	463	460	451

Forrás: saját szerkesztés a Heti Világgazdaság által közölt adatok alapján

A vizsgált időszakban az alkalmazotti létszámadatok a **DH** esetében 126-ról 21-re, a **D** -nél 2 815 főről 2 267-re és az **APH** estében 1 171 főről 916 főre csökkent, amelyet a racionalizálás eredményének tekintünk, de arra a kérdésre, hogy ez vajon összekapcsolódott-e a gazdálkodás javulásával, az 5. részben adunk választ.

A TOP 500 és a megyei TOP 1000 adatbázis Excel táblázatkezelő programmal készült. Az alkalmazott pénzügyi módszertan a mono- és multikauzális ok-okozati kapcsolatok feltárásán alapuló számítások, amelyek közül célirányosan választottunk. A számításokat a saját fejlesztésű FINel diagnosztikai és értékalkotó szakértői rendszerrel végeztük, amelynek tartalmát a 3. ábra szemlélteti. A FINel alkalmas a vállalati működés fázisaihoz – az originális és derivatív alapítás, a növekedés és válság szakaszokhoz – igazított elemzést végezni a 3. ábrában közölt logika mentén, de a három elemzési modulját önállóan is lehet alkalmazni. Ezt bizonyítja Kucséber (2016) Hitelintézeti Szemle és Kucséber (2015) Tér-Gazdaság-Ember című szaklapban megjelent munkájában.



3. ábra. A FINel pénzügyi szakértői rendszer elemzési és diagnosztizáló moduljai

Forrás: saját szerkesztés

Akár a szálloda, akár a régió életképességének és eredményességének legfőbb forrása a tevékenységének árbevétel generáló képessége. Több információt nyerünk ezzel kapcsolatban akkor, ha az alábbi három módon is vizsgálódunk:

1. A belső növekedésre akkor képes a szálloda, ha teljes mértékben külső források igénybevétele nélkül, önfinanszírozó módon éri el, vagyis a finanszírozási források kizárólag a profitvisszatartásból származnak (CHANDRA, 2011; PARRINO – MOLES – KIDWELL, 2016).

$$IGR = \frac{\frac{Net\ Profit}{Assets} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}}{1 - \frac{Net\ Profit}{Assets} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}} = \frac{ROA \times RPR}{1 - ROA \times RPR}$$

2. A fenntartható növekedés (SGR = *Sustainable Growth Rate*) esetén a vizsgált cég tőkeszerkezete úgy marad változatlan, hogy a társaság nem bocsát ki – nyilvánosan – új, pótlólagos részvényeket. Ez tehát olyan növekedés, amely új saját tőke bevonása nélkül, a hosszú lejáratú kötelezettségek és a saját tőke arány megtartása mellett érhető el (BABCOCK, 1970; HIGGINS, 1981; VAN HORNE – WACZHOWICZ; 2008, CHANDRA, 2011).

$$SGR = \frac{\frac{Net\ Profit}{Equity} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}}{1 - \frac{Net\ Profit}{Equity} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}} = \frac{ROE \times RPR}{1 - ROE \times RPR}$$

3. Az önfinanszírozható növekedés (SFGR = *Self-financeable Growth Rate*) az operatív módon kigazdálkodott forrásokkal – külső finanszírozás és tőke kivonás nélkül – elérhető vállalati növekedés (Churchill – Mullins, 2001, Marks – Robbins – Fernandez – Funkhoser – Williams, 2009). Ez a vállalat-specifikus növekedési ráta alapvetően az alábbi 3 tényezőtől függ:

- A működési cash ciklus (OCC = *Operating Cash Cycles*) időtartama, ami a készlettartás ideje (DIH = *Days Inventory Held*) és a vevői követelések behajtási ideje (DSO = *Days Sales Outstanding*).
- A forráslekötés időtartama OCC-ként a forgótőke finanszírozás érdekében.
-
- A szabadon rendelkezésre álló forrás generálása OCC-ként.

A következő lépések szükségesek az éves SFGR számításához:

$$\frac{\text{Szabadon rendelkezésre álló forrás}}{SNR} = SFGR\ OCC\text{-ként} (= SFGR_{OCC})$$

$$\frac{365}{OCC} = OCC - k\ száma\ éves\ szinten (= OCC_n)$$

$$(1 + SFGR_{occ})^{OCC_n} - 1 = \text{Éves SFGR}$$

Itt megjegyezzük azt, hogy egyrészt az IGR és SGR növekedési ráták nagyságát közvetlenül befolyásoló tényezők, vagyis a ROA (*Return on Assets*) és a ROE (*Return on Equity*) összetevőinek, így a növekedési lehetőségek pénzügyi elemzését a 2. pontban már közreadott DuPont modell keretében is lehet végezni. Másrészt az értékesítési kockázat (m)értékét, a növekedési perspektívák finanszírozhatóságát az IGR, az SGR és az SFGR növekedési ráták ismeretében érdemes elemezni úgy, hogy a tervezett vagy a tényleges értékesítési árbevétel változását (SaGR = *Sales Growth Rate*) is tekintetbe vesszük. Harmadrészt pedig 3 árbevétel növekedési ráta számításával ki lehet dolgozni a növekedés pénzügyi forgatókönyvének alapjául szolgáló eredménykimutatás tervezetét (Katits, 2017b).

A másik saját fejlesztésű szoftver az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő számítógépes szakértői rendszer, amely minden eredményt kétféleképpen minősít” durván” egy ötfokozatú A-B-C-D-E skálán, és ”finoman” egy 0 és 100 közötti, egytizedes pontosságú, teljesítménypontnak nevezett értékkel. Az ötfokozatú skála jelentése: (E) = kritikus; (D) = problematikus; (C) = elfogadható; (B) = jó; (A) = kiváló. A szoftver minden számított értékhez előre definiálhat darab küszöbértéket. A küszöbök között levő értékekhez tartozó teljesítménypontot a program lineáris interpolációval számolja ki. Az egy-egy modulba tartozó számításokkal kapott értékek teljesítménypontja az adott modulba szereplő egyedi számítások teljesítménypontjainak a rendszerben előre definiált súlyokkal számított átlaga. (Az átlagképzésben felhasznált súlyok a számítások fontosságát, jelentőségét fejezik ki.) Egy-egy modul A-B-C-D-E minősítése, az átlagos teljesítménypont alapján, a következő módon történik: 0 - 19,9 p = (E) = **kritikus**; 20 - 39,9 p = (D) = **problematikus**; 40 - 59,9 p = (C) = **elfogadható**; 60 - 79,9 p = (B) = **jó**; 80 - 100,0 p = (A) = **kiváló**. Az 5-7. ábrákon a megadott színek is jelzik a minősítést. A szoftver a komplett jövedelmezőségi és kockázati mix értékelésekor hasonlóan jár el: az I-III. (4. táblázat) és az I-V. modul (5. táblázat) átlagos teljesítménypontjait előre definiált súlyokkal ”tovább átlagolja”, majd az átlagot betűvel is minősíti. Az összértékelés finomított besorolása azt jelenti, hogy az elért betű által reprezentált 20 pontos sáv melyik negyedébe esik a kapott pontszám (annyi „csillag” jelenik meg a betű után). A példa kedvéért **B**** azt jelenti, hogy a cég 65 - 69,9 teljesítménypont tartományban van. A 4. ábra egyrészt szemlélteti a jövedelmezőségi és a kockázati mix moduljait, másrészt pedig a modulok alapján, a kapott minősítési pontszámok ismeretében, piaci pozíció térképet is lehet készíteni.



4. ábra. Az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő számítógépes szakértői rendszer 3 elemzési és diagnosztizáló modulja

Forrás: saját szerkesztés

Ezt a módszertani részt a következő megjegyzéssel zárjuk: Hangsúlyozni szeretnénk a különbséget a 'pénzügyi elemzés' és a 'vállalati elemzés' között. Használjuk a 'pénzügyi elemzés' megnevezést a vállalati mérleg, az eredménykimutatás és a cash flow kimutatás célirányos és logikai keretben történő elemzésére, míg a 'vállalati elemzés' megnevezést a vállalat – komplex és szűkebb értelemben vett – átvilágítására! Amennyiben a 'vállalati elemzés' készítése a cél, úgy annak kiindulópontja az éves beszámoló adatainak teljes kiértékelése, amelynek logikai vázát és tartalmát jelentheti akár a FINel, akár az EkoWIN szakértői rendszer. A tágan értelmezett vállalati elemzés azonban nemcsak a gazdálkodás (jövedelemtermelőképeség, pénzügyi folyamatok, vagyonszerkezet) statikus (időponthoz) és dinamikus (időtartam) értékelését foglalja magában, hanem tartalmazza a vállalat különböző tevékenységi síkjának (emberi erőforrás, beszerzés-termelés-értékesítés stratégiai és operatív elemzés, vállalati vezetés és ügyvitel, vevők-szállítók-versenyársak, vállalkozásfejlesztés és eszközgazdálkodás elemzése, de profiltól függően a termelési, áruforgalmi és szolgáltatási tevékenység stb.) beható tanulmányozását is.

EREDMÉNYEK

Itt a FINel pénzügyi szoftvernek a multikauzális ok-okozati összefüggés feltárására épülő két-, három- és ötlépcsés DuPont modelljét alkalmazzuk 3 szállódárra, s kiegészítjük Budapest és Pest megye ágazati adatokkal a pénzügyi „bemérés” és diagnosztizálás érdekében. Az illusztrációhoz a 2016. évi beszámoló adataival számoltunk (2. táblázat). A közreadott táblázatokban a működés gyenge pontjait szürke háttérrel jelöljük.

A ROA tényezőkre bontása alapján könnyen felismerhetjük azt, hogy vajon a probléma az eszközhatékonysággal vagy pedig a nettó jövedelmezőséggel kapcsolatos. Az eszközhatékonyság a felhasznált eszközállomány kihasználásának fokát fejezi ki. Ennek

nagysága a **DH** cégnél nagyon alacsony, de az ágazat eszközeinek is csak bő 50 százaléka generál árbevételt. A nettó jövedelmezőség a társaság által egy adott időszakban elért adózott eredményt az értékesítési árbevételhez viszonyítja. Tehát ez az arányszám egészen átfogó módon vall arról, hogy a cég tevékenységének egészét figyelembe véve mekkora forgalomarányos nettó haszonnal dolgozik. Sajnos, a **DH** cég veszteséges, míg a két másik versenytárs nyereséges, bár a **D** cég nem éri el az ágazati értéket. Ha a vizsgált ágazat/cég nettó jövedelmezősége csökkenő tendenciájú, akkor ez figyelmeztető jel lehet. Ilyen esetekben alaposabban meg kell vizsgálni azt, hogy vajon az alaptevékenység haszonkulcsa romlott-e, esetleg a központi adminisztrációs és értékesítési költségek emelkedtek-e, vagy pedig a magas kamatköltségek rontják a nettó jövedelmezőséget. A ROE értékét szétbonthatjuk a ROA és a részvénytőke szorzó (finanszírozási szerkezet) nagyságára. Itt a finanszírozási szerkezetet úgy értelmezzük, hogy az összes eszközt (a mérlegegyezőség miatt összes forrást) elosztjuk a saját tőke nagyságával. Ha ez az érték 1-nél nagyobb, akkor a vizsgált cég/ágazat a saját tőke mellé egyre több idegen forrást is bevont. Ez utóbbit tapasztaljuk, de az **APH** szálloda valamivel meghaladta az ágazati adatokat, vagyis relatíve magas idegen forrásnagysággal finanszírozta eszközeit.

2. táblázat. A két-, három- és ötlépéses DuPont modell alkalmazása benchmark vizsgálatban a 2016. üzleti évben

Megnevezés	DH	D	APH	Megye
Eszközhatékonyság	0,08	0,80	0,78	0,56
Nettó jövedelmezőség (%)	-48,90	8,31	10,04	9,58
ROA	-3,84%	6,64%	7,81%	5,40%
Eszközhatékonyság	0,08	0,80	0,78	0,56
Nettó jövedelmezőség (%)	-48,90	8,31	10,04	9,58
Finanszírozási áttétel (Részvénytőke szorzó)	1,34	1,64	2,33	2,28
ROE	-5,15%	10,91%	18,18%	12,23%
Adóteher ráta	1,00	1,00	0,93	0,95
Kamatteher ráta	-0,37	0,96	1,00	0,88
Működési jövedelmezőség (%)	132,77	8,62	10,80	11,35
Eszközhatékonyság	0,08	0,80	0,78	0,56
Finanszírozási áttétel (Részvénytőke szorzó)	1,34	1,64	2,33	2,28
ROE	-5,15%	10,91%	18,18%	12,23%
Lekötött tőke hatékonysága	0,86	0,89	1,82	0,71
Nettó jövedelmezőség (%)	-48,90	8,31	10,04	9,58
ROI	-4,20%	7,39%	18,30%	6,77%

Forrás: saját számításon alapuló szerkesztés a https://e-beszamolo.im.gov.hu/oldal/beszamolo_kereses és KSH-adatbázisból

A ROE rátát öt tényezőre lehet felbontani (Fabozzi – Markowitz, 2011). Ha a működési profithányad és az eszközhatékonyság, valamint az adóteher- és a kamatteher ráta értéke növekszik, akkor csökken a társasági adófizetési kötelezettség és a fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások nagysága.

A ROA tényezőkre bontása alapján könnyen felismerhetjük azt, hogy vajon a probléma az eszközhatékonysággal vagy pedig a nettó jövedelmezőséggel kapcsolatos. Az eszközhatékonyság a felhasznált eszközállomány kihasználásának fokát fejezi ki. Ennek nagysága a **DH** cégnél nagyon alacsony, de az ágazat eszközeinek is csak bő 50 százaléka generál árbevételt. A nettó jövedelmezőség a társaság által egy adott időszakban elért adózott eredményt az értékesítési árbevételhez viszonyítja. Tehát ez az arányszám egészen átfogó módon vall arról, hogy a cég tevékenységének egészét figyelembe véve mekkora forgalomarányos nettó haszonnal dolgozik. Sajnos, a **DH** cég veszteséges, míg a két másik versenytárs nyereséges, bár a **D** cég nem éri el az ágazati értéket. Ha a vizsgált ágazat/cég nettó jövedelmezősége csökkenő tendenciájú, akkor ez figyelmeztető jel lehet. Ilyen esetekben alaposabban meg kell vizsgálni azt, hogy vajon az alaptevékenység haszonkulcsa romlott-e, esetleg a központi adminisztrációs és értékesítési költségek emelkedtek-e, vagy pedig a magas kamatköltségek rontják a nettó jövedelmezőséget.

A ROE értékét szétbonthatjuk a ROA és a finanszírozási szerkezet (vagy részvénytőke szorzó) nagyságára. Itt a finanszírozási szerkezetet úgy értelmezzük, hogy az összes eszközt (a mérlegegyezőség miatt összes forrást) elosztjuk a saját tőke nagyságával. Ha ez az érték 1-nél nagyobb, akkor a vizsgált cég/ágazat a saját tőke mellé egyre több idegen forrást is bevont. Ez utóbbit tapasztaljuk, de az **APH** szálloda valamivel meghaladta az ágazati adatokat, vagyis relatíve magas idegen forrásnagysággal finanszírozta eszközeit.

A ROE ráta öt tényezőre felbontásában, ha a működési profithányad és az eszközhatékonyság növekszik, valamint az adóteher- és a kamatteher ráta értéke közelít az 1-es értékhez, akkor a társasági adófizetési kötelezettség és a fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások nagysága csökken.

A 3. táblázat szürke háttérrel jelölt értékei négy dologra utalnak: 1. Ha az SaGR negatív, akkor egyik évről a másik évre csökkent az értékesítés nettó árbevétele, ami nagyon érzékenyen érintette a szállodákat. 2. Ha az IGR, SGR és az SFGR növekedési ráták negatívak, akkor a szálloda az adott évben vagy veszteséges, így a ROA és a ROE negatív, de szabadon rendelkezésre álló forrás sem állt rendelkezésre, vagy pedig nem képződött visszatartott profit. 3. Ha az SaGR < IGR, akkor a szálloda nem használja ki azt a növekedési lehetőséget, ami az önfinanszírozásból, vagyis a visszatartott profitból adódna. Ez utalhat alacsony jövedelemtermelésre, ami a magas működési és finanszírozási költségnyádból ered; működési és finanszírozási zavarokra az elégtelen forgótőke miatt; piaci problémákra a változó és/vagy csökkenő keresletből eredően; menedzselési gondokra. Ezt látjuk a **DH** esetében 2007-ben, 2010-ben, 2014-ben, az **APH** esetében 2014 és 2015 között. 4. Ha SaGR > SGR, akkor a szálloda hitelfelvétellel és/vagy tulajdonosi tőke bevonásával is finanszírozhatta a növekedést, de ezen kívül ezt a növekedést belülről (a profit visszaforgatásával, az eszközhatékonyság fokozásával) is

biztosítható. Ebben az esetben egyaránt történhetett idegen és tartós tőkebevonás, vagyis ilyenkor a tulajdonosi kör is változhatott. Ezt a magas értékesítési nettó árbevétel növekedést több tényező okozhatta: a piaci kereslet növekedése, az áremelés, az eszközhatékonyság javítása, a működési költségek csökkentése a tevékenységek racionalizálásával akár szervezetfejlesztés keretében javítása. Ezt látjuk a **DH** esetében 2011-ben, 2012-ben, 2015-ben, az **APH** esetében 2007-ben és 2011-ben.

3. táblázat. A belső (IGR), fenntartható (SGR) és az önffinanszírozható (SFGR) növekedési ráta, valamint az eredménykimutatás értékesítés nettó árbevétel növekedési rátáinak (SaGR) alakulása 2007 és 2016 között (%)

Megnev.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DH										
SaGR	0,18	6,02	-27,30	1,38	3,62	3,76	-1,88	3,05	10,53	9,25
IGR	1,55	-0,30	0,14	1,42	1,04	1,88	-1,12	7,22	0,00	-3,69
SGR	2,27	-0,42	0,19	1,93	1,42	2,51	-1,42	9,04	0,00	-4,90
SFGR	*	*	*	*	*	*	*	*	*	-100
* A minimális a készletérték miatt az éves SFGR rendkívül magas érték.										
D										
SaGR	-3,55	-5,32	-11,27	-2,39	0,50	3,48	6,30	5,37	7,56	8,97
IGR	0,01	-2,67	-1,52	-2,34	-2,69	-2,91	-1,75	0,00	0,00	7,11
SGR	0,01	-3,49	-2,01	-3,03	-3,53	-3,87	-2,36	0,00	0,00	12,25
SFGR	5,30	0,89	3,86	3,27	2,17	1,12	4,41	8,07	7,88	24,50
APH										
SaGR	16,47	-7,02	-17,38	-0,34	6,31	-0,91	6,61	9,12	7,80	8,45
IGR	0,66	-1,29	-11,61	-12,79	2,14	-0,07	-6,04	9,14	38,48	8,48
SGR	1,14	-2,24	-24,01	-28,85	4,36	-0,12	-10,59	18,59	70,76	22,22
SFGR	5,11	2,43	-9,53	-11,36	4,68	2,70	-1,36	10,18	30,93	30,93

Forrás: saját számításokon alapuló szerkesztés

Eddig a FINel, most pedig áttérünk az EkoWIN pénzügyi szakértői rendszerrel végzett számítások eredményeinek közlésre.

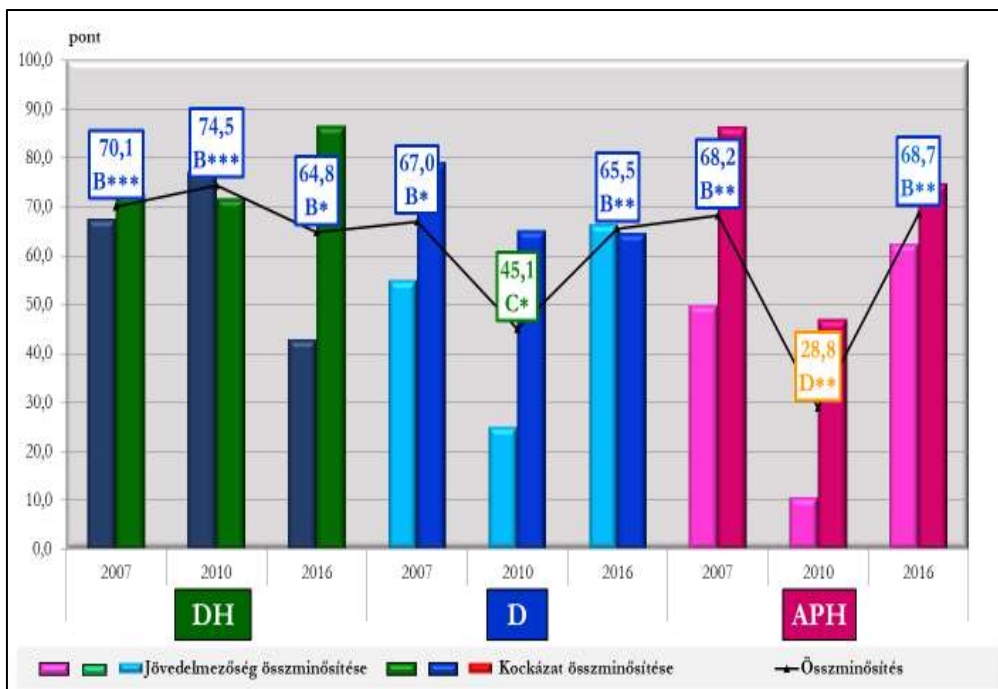
A vizsgált 3 szálloda összminősítése a következő:

DH: a jó sáv harmadik negyedéből a legkedvezőtlenebb, alsó negyedébe kerül 2016-ban.

D: a 2007. évi jó sáv második negyedéből visszaesik az elfogadható sáv második negyedébe (2010. év), majd 2016-ban visszakerül a 2007. évi jó sáv második negyedébe.

APH: hasonló, mint a **D**, de 2010-ben a problematikus sáv második negyedébe kerül (5. ábra).

Tehát egyértelműen kimutattuk egyrészt a 2008. évi globális válság hatását, másrészt a globális pénzügy-gazdasági válság nagyobb mértékben érintette a rangsor hátulsó részében levőket, vagyis a **D** és az **APH** szállodát. A romló összminősítést a gyengülő jövedelemtermelőképeség befolyásolta, ezért tovább ezt elemezzük.



5. ábra. A 3 szálloda minősítése

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

A jövedelemtermelő képesség átfogó elemzése, illetve a vizsgálat komplexitása abban jelenik meg egyrészt, hogy a 3 cég teljesítményét három mutatószám csoporttal – értékesítés, termelékenység és a pénzügyi realizáció oldaláról – is értékeljük, másrészt pedig minden mutatószám csoportban egyaránt léteznek bevétel/ráfordítás és eredmény/vagyon típusú mutatószámok. Az EkoWIN pénzügyi szakértői szoftverrel megkaptuk a jövedelmezőségi mix összetételét, s az eredményeket a 4. táblázat közli.

A vizsgált 3 szálloda jövedelemtermelő képességének minősítése a következő:

DH: a 2007. évi jó sáv második negyedéből a jó sáv legkedvezőbb, felső negyedébe (2010. év), majd 2016-ban az elfogadható sáv legkedvezőtlenebb első negyedébe esik.

D: a 2007. évi elfogadható sáv harmadik negyedéből a problematikus sáv legkedvezőtlenebb, alsó negyedébe (2010. év), majd 2016-ban a jó sáv második negyedébe esik.

4. táblázat. A jövedelmezőségi mix értékeinek alakulása 3 üzleti évben (%)

Megnevezés	DH			D			APH		
	2007	2010	2016	2007	2010	2016	2007	2010	2016
I. TERMELÉKENYSÉG									
Nettó (üzemi) termelékenység	111,2	133,5	169,9	104,9		109,3	102,6		112,1
Nettó (adózás előtti) termelékenység	5	6	6	3	95,24	5	5	82,15	7
Eszközarányos termelési (üzemi) eredmény	127,7	138,7		104,1		109,2	102,6		112,4
Eszközarányos termelési (adózás előtti) eredmény	4	9	67,03	6	95,85	7	7	81,58	1
	0,62	1,21	4,14	3,13	-2,72	6,99	2,02	23,07	5,54
	1,53	1,39	-4,94	2,66	-2,38	6,94	2,05	23,98	5,65
II. ÉRTÉKESÍTÉS									
Nettó (üzemi) jövedelmezőség	111,2	133,5	169,9	104,9		109,3	102,6		112,1
Nettó (adózás előtti) jövedelmezőség	5	6	6	3	95,24	5	5	82,15	7
Eszközarányos (üzemi) eredmény	127,7	138,7		104,1		109,2	102,6		112,4
Eszközarányos (adózás előtti) eredmény	4	9	67,03	6	95,85	7	7	81,58	1
Összes forrásra jutó kamat és adózott eredmény	0,62	1,21	4,14	3,13	-2,72	6,99	2,02	23,07	5,54
Saját tőkére jutó adózott eredmény	1,53	1,39	-4,94	2,66	-2,38	6,94	2,05	23,98	5,65
	3,3	2,68	-4,55	2,93	-2,04	7,53	4,13	-18,5	5,53
	2,19	1,87	-6,01	3,05	-3,17	11,56	3,1	50,87	16,67
III. PÉNZÜGYI REALIZÁCIÓ									
P.ü. realizált nettó (üzemi) jövedelmezőség	133,1	166,4	219,2	110,8	100,9	117,7	108,6		123,4
P.ü. realizált nettó (adózás előtti) jövedelmezőség	3	7	2	8	4	2	3	89,11	8
P.ü. realizált eszközarányos (üzemi) eredmény	129,5	285,3		114,7		115,8	112,4	100,6	
P.ü. realizált eszközarányos (adózás előtti) eredmény	1	1	15,89	8	101,1	1	6	5	61,97
	1,53	1,91	5,47	6,51	0,51	12,33	6,16	-13,1	9,65
	1,61	5,34	-53,2	8,91	0,59	11,18	8,94	0,79	31,23

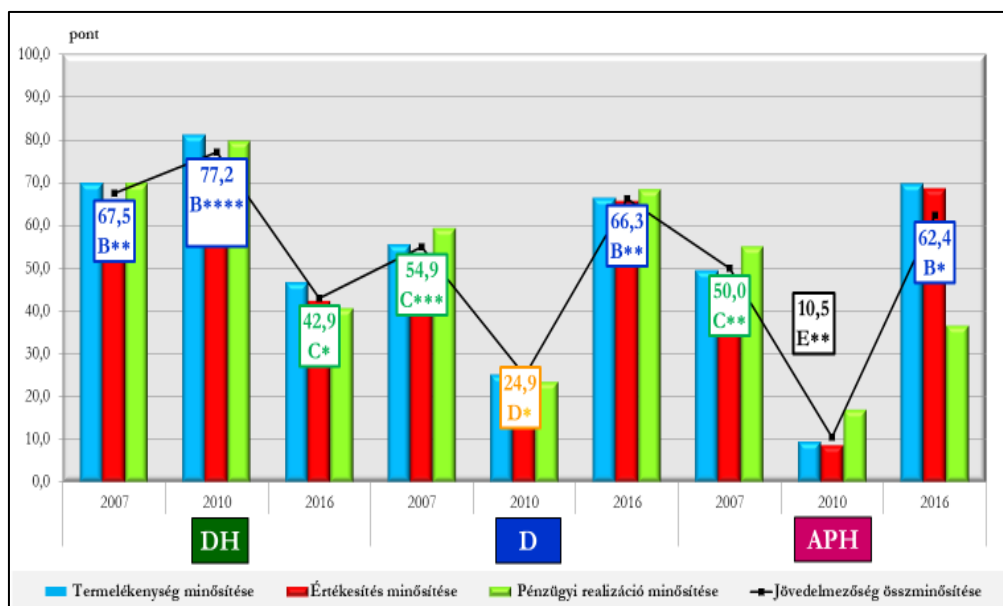
Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

APH: a 2007. évi elfogadható sáv második negyedéből a kritikus sáv második negyedébe (2010. év), majd 2016-ban a jó sáv második negyedébe esik.

Tehát 2016-ra a rangsor hátulsó részében levő **D** és **APH** szálloda jövedelmezősége sokkal kedvezőbbé vált a **DH** szállodához képest, mivel termelékenysége és az értékesítés kiemelkedően kedvezően változott 2010-hez képest (6. ábra).

Meg kell jegyeznünk azt, hogy a 3 szálloda termelékenysége, értékesítése és a pénzügyi realizációja nem érte el a kiváló minősítést, sőt, az **APH** szálloda esetében kritikus volt

2010-ben, ellenben 2016-ra a legnagyobb fejlődést éppen az **APH** hozta, mivel, termelékenyége és értékesítése a jó sáv második negyedébe került.



6. ábra. A 3 szálloda jövedelmezőségének minősítése

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

Ha jövedelmezőségi mix értékelésével kapott sorolást (6. ábra) összehasonlítjuk a SaGR alakulásával (3. táblázat), akkor hasonló tendenciát látunk, ami szintén azt támasztja alá, hogy a jövedelmező gazdálkodás éltető ereje az értékesítés nettó árbevétele.

A pénzügyi elemzésen alapuló diagnóziskészítés nem nélkülözheti a nem szisztematikus (cég) kockázatok mértékére vonatkozó számítást és vizsgálatot. Itt egy ún. kockázati mix értékeléséről lesz szó, ami 5 mutatószám csoportból áll. A számítások eredményét a 5. táblázat tartalmazza és a 7. ábra szemlélteti.

A vizsgált 3 szálloda kockázatának minősítése a következő:

DH: a 2007. és a 2010. évi jó sáv harmadik negyedéből a kiváló sáv második negyedébe kerül.

D: a 2007. évi jó sáv legkedvezőbb, negyedik negyedéből a jó sáv második negyedébe (2010. év), majd 2016-ban a legkedvezőtlenebb, alsó negyedébe esik.

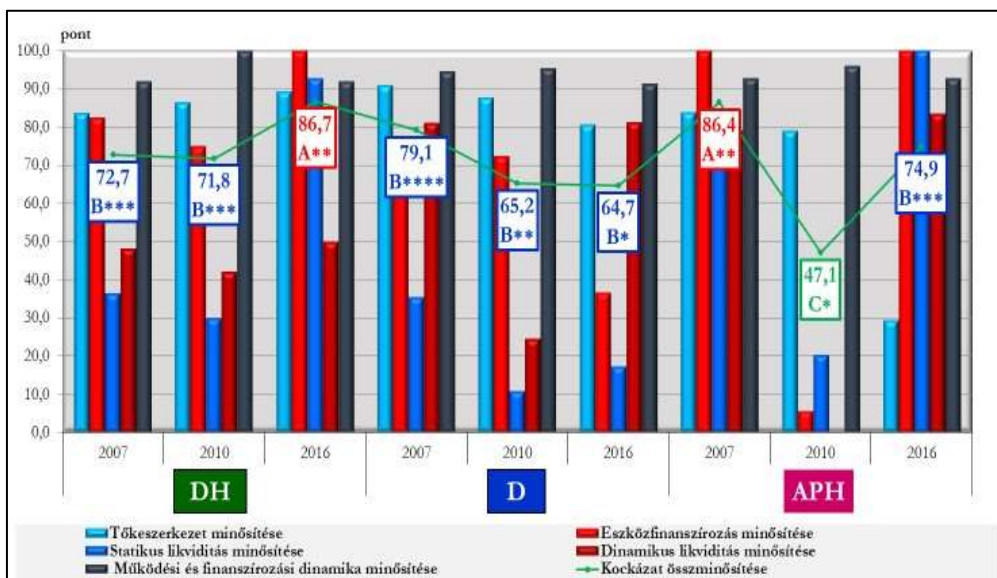
APH: a 2007. évi kiváló második negyedéből az elfogadható sáv legkedvezőtlenebb, alsó negyedébe (2010. év), majd 2016-ban a jó sáv harmadik negyedébe esik (7. ábra).

5. táblázat. A kockázati mix értékeinek alakulása 3 üzleti évben

Megnevezés	DH			D			APH		
	2007	2010	2016	2007	2010	2016	2007	2010	2016
I. TŐKESZERKEZET (%)									
Tőkeellátottság	69,55	74,44	82,71	77,97	76,17	60,41	59,72	52,98	31,86
Fedezeti tőke dinamikája	1,52	1,40	-17,23	0,00	-2,38	-6,59	0,65	4,38	15,21
Tartós forrásokon b. tőkeellátottság	76,07	80,71	85,31	91,01	84,73	78,78	77,17	100,0	36,68
Befektetett eszk. tőkefedezete	74,41	78,18	95,77	88,06	81,71	69,04	82,17	66,56	85,57
Hosszú lej. kötel. eszközfedezete	427,2 2	535,2 2	606,4 6	1149, 67	679,1 8	537,7 8	411,2 9	-	67,70
II. ESZKÖZFINANSZÍROZÁS (%)									
Keresztbe fin. összes forrás %-ban	2,04	2,99	0,00	2,87	3,32	10,82	0,00	33,41	0,00
Keresztbe fin. a saját tőke %-ban	2,93	4,01	0,00	3,68	4,36	18,03	0,00	70,88	0,00
III. STATIKUS LIKVIDITÁS (%)									
Azonnali likviditási mutató	6,27	23,78	0,86	1,79	0,76	1,99	1,81	1,25	9,36
Gyors likviditási mutató	9,33	24,48	12,62	1,70	1,03	1,12	3,72	1,49	12,62
Általános likviditási mutató	0,82	0,65	5,26	0,87	0,80	0,67	1,52	0,33	8,75
Teljes likviditási mutató	0,76	0,62	4,48	0,84	0,71	0,57	1,28	0,38	5,35
IV. DINAMIKUS LIKVIDITÁS (%)									
Összes kötel. cash flow fedezete	7,89	8,33	0,00	37,67	6,05	41,52	21,69	0,00	13,56
Rövid lej. kötel. cash flow fedezete	30,42	28,71	0,00	70,50	24,06	102,8 9	51,16	0,00	229,47
Tartós forrás hiány várható futamideje (év)	0,90	1,40	0,00	0,50	3,00	1,00	0,00	100,0	0,00
V. MŰKÖDÉSI ÉS FINANSZÍROZÁSI DINAMIKA (nap)									
Szállítók futamideje	39,76	8,27	39,64	25,56	25,41	42,45	18,21	21,06	33,21
Vevők futamideje	0,20	0,03	0,05	14,51	9,15	9,65	18,11	14,45	13,23
Készletek futamideje	0,44	0,27	0,01	2,81	2,63	2,45	2,47	2,38	2,10
Vevők és készletek szállítókkal finanszírozott részaránya	2111, 83	979,2 2	15420 ,9	79,20	123,9 8	181,9 7	55,77	91,50	132,31

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

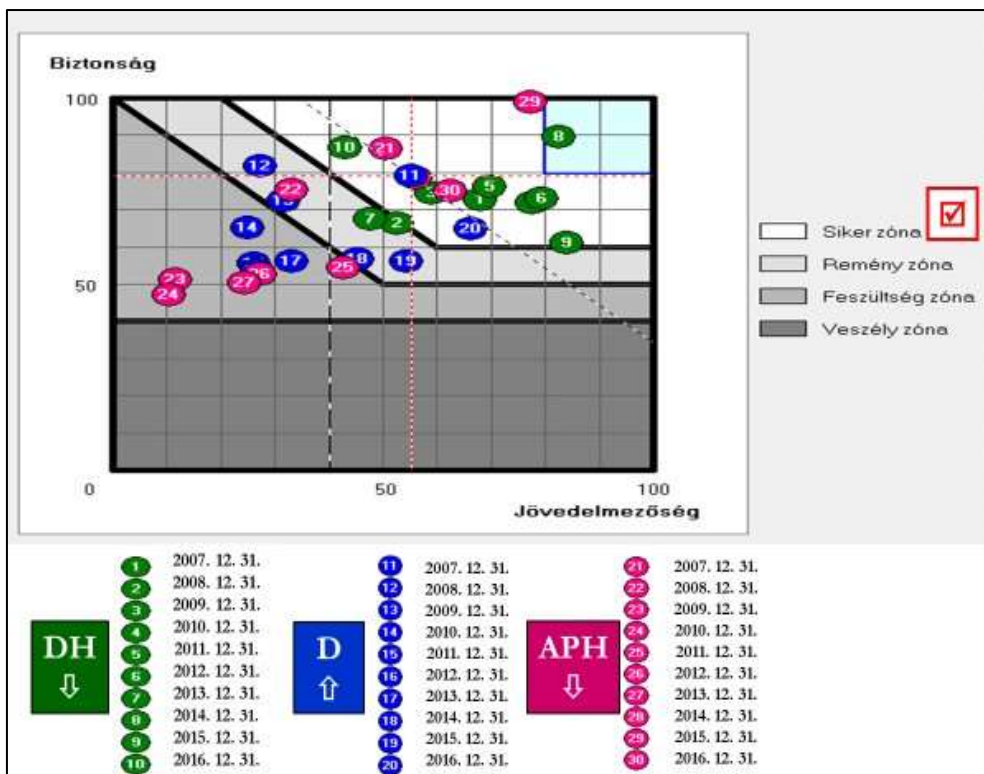
Tehát a rangsor hátulsó részében levő **D** és **APH** szálloda kockázata magasabb lett 2016-ban, mint a globális pénzügy-gazdasági válság előtt, mialatt a rangsorban a kedvezőbb helyen álló **DH** szálloda kockázata úgy csökkent, hogy a kiváló sávban végzett. Mindhárom esetben az operatív üzletmenet (működési finanszírozási dinamika) kiváló volt, de a fizetőképességgel és -készséggel 2007-ben és 2010-ben problémák voltak, miközben kizárólag 2016-ban az **APH** tőkeszerkezete, s így finanszírozási kockázata emelkedett, míg a **D** eszközfinanszírozási kockázata romlott.



7. ábra. A 3 szálloda kockázatának minősítése

Forrás: saját szerkesztés az EkoWIN szoftver alapján

A 8. ábra abszcissza tengelye a jövedelmezőség, az ordináta tengelye a biztonság (azaz kockázatviselő képesség) minősítési pontszáma szerint van skálázva. A vastagon keretezett területek a különböző vállalati kilátásokat kifejező zónák, melyeket a jobbra látható jelmagyarzatok azonosítanak. A piros pont az adott szálloda pillanatnyi helyzetét mutatja, melyet piros szaggatott vonalak vetítenek a tengelyekre. A piros ponton átmenő ferde, fekete szaggatott vonal az állandó pontszámú pénzügyi összmínősítés egyenese. A 8. ábra szemlélteti 3 szálloda piaci pozíciójának alakulását a 2007 és 2016 közötti beszámolási időszakokra. A 3 szálloda közül csak a **D** pozíciója javult 2016 végére, de mindhárom szálloda a 'sikes' zónájába került. Amíg a **D** és az **APH** szálloda a 'feszültség', majd a 'remény' zónából jutott a 'siker' zónába, addig a **DH** szálloda 'mozgása', helyezése kisebb intervallumban történt, miközben 2014-ben a legkedvezőbb pozíciót is elérte.



8. ábra. A szálloda pénzügyi pozíciójának változása 2007 és 2016 között

Forrás: EkoWIN szoftverrel készített output tábla

ÖSSZEGZÉS, KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A vizsgálatunk két kérdésre kereste választ:

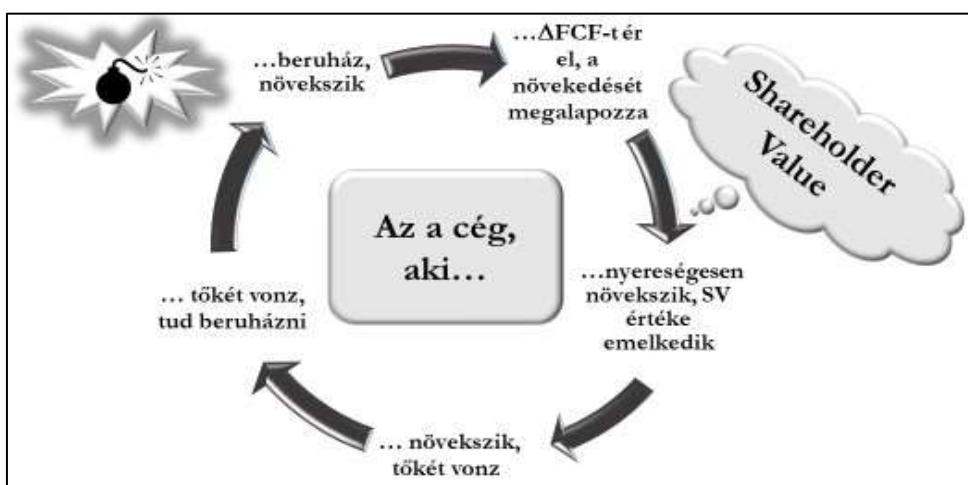
1. A vizsgált cég vagy ágazat vajon jövédelmző, miközben fizetőképes, nem eladósodott, perspektivikus a működése, valamint hatékony eszköz- és vagyongazdálkodást folytat?
2. Hogyan változott a pénzügyi pozíció térkép a jövédelmzőségi és kockázati mix függvényében?

Az 1. kérdésre határozott 'igen' választ nem tudunk adni még akkor sem, ha a vizsgálatunk utolsó, 2016. üzleti évében javuló értékeket kaptunk éppen a rangsor hátulsó részében szerzett helyezéseken levő cég esetében (2-5. táblázat és 5-7. ábra).

A 2. kérdésre a válaszuk hasonló, mint az 1. kérdésre adott válaszuk. Bár mindhárom esetben nagyon sikeres 'mozgást' látunk, mégis a 'legnagyobb és kedvező ugrást' a rangsor hátulsó részében szerzett helyezéseken levő cégek tették (8. ábra).

Olyan pénzügyi támpontok közlése volt a célunk, amelyek segítik a turizmus ágazatban működő üzleti egységeket pénzügyileg stabil alapra helyezni és a növekedési pályán tartani. A következőkre kellene törekedni: Ne legyen visszaesés az üzleti forgalomban, a jövédelmzőségben, a fizetőképességben és az eszközhatékonyságban, így a turizmus szektor a növekedési pályán képes maradni. Bízni tudunk abban, hogy átgondolt

racionalizálással és az elavult, korszerűtlen tevékenységek piaci szelektálódásával valóban FORDULAT történt. Amennyiben az eredménykimutatásból számított SaGR növekedési ráták meghaladják az IGR, SGR és SFGR növekedési ráta számított értékeit, úgy az adott gazdasági egység nem tud eleget tenni fizetési kötelezettségeinek, s a finanszírozási kapacitása felborul, így tényleges lépéseket kell tenni gazdálkodása javítása érdekében (a *turnaround* menedzselés eszközeivel). A vizsgált szállodák működési költségnyadát tevékenység- és folyamatracionalizálással mérsékelni lehet; magas(abb) IGR és SFGR növekedési rátát érhetnének el a belső finanszírozási erő menedzselésével; a tőkeszerkezet fenntartását célzó és az azt meghaladó, erőltetett árbevétel növekedését szolgálja kellene az eszközökkel történő hatékony gazdálkodás, amelynek kontrollállását segíti a FINel és az EkoWIN elemzési moduljai.



9. ábra. Az értékteremtési kör

Forrás: saját szerkesztés

Javasoljuk az értékesítési árbevételből levezetett nyereségre vonatkozó növekedési cél megfogalmazását, amely a tulajdonosi érték ($SV = \textit{Shareholder Value}$) növelése érdekében történik. A gyújtópont a hatékony beruházás realizálása. Azt azonban itt hangsúlyoznunk kell, hogy az SV-konceptió keretében a növekedés nem cél, hanem a stratégiai tervezési folyamat következménye, ami az SV maximalizálására irányul. A 9. ábra közli azt az értékteremtési kört, amely hozzájárul a növekményes SV létrejöttéhez.

A Kisfaludy Program első ütemének köszönhetően több mint 700 helyen találkozhatunk megújult panziókkal, szálláshelyekkel a következő években a vidéki Magyarországon. A Kisfaludy Program minden idők legnagyobb hazai forrásból megvalósuló szálláshelyfejlesztési programja, amelynek köszönhetően 300 milliárd forintos értékben valósulnak meg beruházások a vidéki Magyarország szálláshelyein, ehhez pedig 150 milliárd forint vissza nem térítendő támogatást nyújt Magyarország Kormánya. a Kisfaludy Programmal azt szeretnénk elérni, hogy minden magyar panzió egy kategóriát

léphessen előre. Mindez által célunk, hogy a vidéki panziók és szállodák versenyképesebbek, nyereségesek és hosszú távon fenntarthatók legyenek, a beruházások által pedig a magyar turizmus mutatószámai tovább növekedjenek (origo.hu, 2019). Tehát a magyar turizmus kitörési pontja: a minőség emelése az állami pénzügyi támogatással megvalósított beruházások összekapcsolásával a versenyképesség, az eredményesség és a fenntarthatóság érdekében.

A közölt esetek és ágazati értékek vizsgálatával igazoltuk azt, hogy a pénzügyi diagnóziskészítés keretében történt a működés gyenge és erős pontjainak feltárása, elemzése, amellyel eljutunk a közbelső okok felismerésén keresztül a végső okhoz, amelynek megszüntetésére a pénzügyi vezetés operatív és/vagy stratégiai jellegű intézkedéseket hozhat. A pénzügyi elemző a fejlődő válság látens fázisát óhajtja megtalálni. A jelzések mutatják a tüneteket és segítenek a válság típusát azonosítani, a felismert okokra/problémákra operatív és stratégiai technikákat dolgozunk ki.

A 2-5. táblázatok szürke háttérrel jelzett értékei a pénzügyi tüneteket, a "gyenge" jelzéseket mutatták, amelyek az üzleti egység funkcionális területéről származnak. Itt kiemeljük a makrogazdasági indikátorok és az ágazati konjunktúra alakulásának figyelmeztetéseit is, amelyből a vizsgált szállodák sem vonhatták ki magukat. A preventív *turnaround* technikával a szolgáltatás igények és a profil stratégiai elemzésével, az ügyfelek/vendégek magatartás vizsgálatával és előre jelzések készítésével a hanyatló tendenciát elkerülhetik, de még a reorganizációs *turnaround* keretében is projektek és a tevékenységek ésszerűsítésével, az értékteremtő és -romboló folyamatok ideje korán történő felülvizsgálatával a végzetes végkifejlet nem történik meg. Természetesen mindezt fejlődő válság esetében tudjuk megtenni.

Az alábbi 4 kérdés megválaszolásával a következő nem szisztematikus kockázati tényezőket vizsgáltuk:

1. Vajon az árbevétel növekedés jövedelmező gazdálkodással és finanszírozási biztonsággal jár? – Értékesítési kockázat. Pénzügyi módszer: IGR, SGR és SFGR növekedési ráták számítása a SaGR ismeretében.
2. Fizetőkészek és -képesek vagyunk? – Likviditási és csődveszély kockázat. Pénzügyi módszer: statikus és dinamikus likviditás számítása, fizetőképességi prognózis készítése, RL likviditási helyzetfeltárás.
3. Mekkora az adósság? Milyen az eszközfinanszírozás? – Befektetési és finanszírozási kockázat. Pénzügyi módszer: tőkestruktúra és tulajdonosi arány, eszközfinanszírozás, „aranyszabályok” számítása.
4. Zökkenőmentes és hatékony az üzletmenet? – Üzleti kockázat. Pénzügyi módszer: működési és finanszírozási dinamika, átfogó forgótőke gazdálkodás vizsgálata, profit- és cash alapú fedezeti analízis, érzékenységi vizsgálat, ZVEI szerkezet-analízis, RL jövedelmezőségi helyzetfeltárás.

A vizsgálat utolsó évében kedvező képet kaptunk a top cégek SaGR, a tőkeszerkezet, az eszközök és azokat finanszírozó források alakulásáról, a forgótőke gazdálkodás mértékéről, amely az értékesítési, befektetési és finanszírozási kockázat, valamint az üzleti

kockázat kedvező szintjét is jelentik, s növelik a turizmus ágazat befektetői vonzó erejét (7. ábra). Az IGR, SGR és SFGR növekedési ráták alakulása azt jelzi, hogy profit-visszatartásból és a mérleg szerinti tőkeszerkezet fenntartásával 2014-től még nagyobb árbevételt lehetett volna elérni a rangsorban hátrább álló **D** és **APH** esetében (3. táblázat). 2016-ban az eszközfinanszírozás és a forgótőke menedzselése (7. ábra) kitűnő minősítés mellett történt, ami mérsékelt befektetési és finanszírozási, valamint üzleti kockázatra utal, de a likviditás (7. ábra) minősítése miatt a likviditás menedzselése külön figyelmet igényel. A fizetőkészség és -képesség erősítése érdekében a megfelelő partnerségek kialakításával a belső erőforrásokat lehet mozgósítani. Az IKT-eszközök, az digitalizáció és a robotizáció segíthetik az üzleti egységek innovatívabb, hatékonyabb, termelékenyebb működését.

A vizsgálat eredményei segíthetik a pénzügyi vezetők

- tervezési munkáját a növekedési ráták és a (statikus és dinamikus) likviditás számításával, a működési cash ciklus pénzlekötési és hitelnyújtási idejének kalkulálásával;
- menedzselési munkáját különösen az operatív üzletmenet területén;
- monitoring és kontrolling munkáját, itt különösen az IGR és SGR növekedési ráták vizsgálatát SaGR ismeretében, a hozamtermelés és az eszközfinanszírozás megfelelőségében, valamint az időpontra és -tartamra vonatkozó likviditás felügyeletében.

Mindenképpen pénzügyi szemlélet- és módszertani bővítést igényel egyrészt a robotizáció, a digitalizáció és az automatizáció, másrészt igényli az agilis vezetői szemlélet is, harmadrészt a mindezt úgy kell bevinni és beépíteni a céges praktikumba, hogy az előre látó, a változások elé menő, de a gazdálkodás óvó-védő szemléletet is kifejlesszük.

A vállalati pénzügyi praxis és tanácsadás igényli a pénzügyi módszertan árnyalt kezelését, vagyis a cégek profilja, mérete, piaci viszonyai, versenytársai „bemérése” függvényében kell kialakítani és működtetni pénzügyi tervezési, elemzési és ellenőrzési eszköztárát az életszakasz azonosítása után. Eltérő menedzselési eszközt és módszertant igényel egy induló cég, s itt nem mindegy az, hogy imitáló vagy innováló vállalkozói tevékenységet folytat, ha növekszik kezdetben, aztán érett szakaszában van, majd pedig hanyatlik. A *best practice* tanulságait hatékonyan feldolgozni és beépíteni a megfelelő életszakaszba illesztve lehet és érdemes. Így azonosítani tudjuk pénzügyi diagnózis készítéséhez a növekedési indikátorokat (2-3. táblázat), a nem szisztematikus kockázatokat (5. táblázat és 7. ábra) és a fejlődő, látens válság jelzéseit és okait (KATITS, 2017b). A szisztematikus és kritikus monitoring és kontrolling rendszer működtetéséhez igazítva (lenne) érdemes kialakítani korai figyelmeztető, felismerő, felderítő és előrejelző rendszert. A stabil vállalati gazdálkodás támogatója: az életszakaszoknak megfelelő és a cég profiljára illesztett kontrolling- és korai előrejelző rendszer kiépítése, valamint tanuláson alapuló működtetése.

A kifejező növekedési indikátorok számolása különösen fontos nemcsak pénzügyi, hanem stratégiai és marketing, de a versenyelemzés és „benchmarking” területek megítéléséhez is (2. táblázat és 8. ábra). A lényeges értékteremtők (az árbevétel növekedési

rátája, a működési jövedelmezőség, az eszközhatékonyság inverze az eszközintenzitási ráta) mint növekedési indikátorok, hektikusan változtak 2007 és 2016 között. Ezek, mint figyelmeztető jelek a lehetségesen helytelen út elkerülését, valamint a turizmus „benchmarks” azonosítását szolgálják.

A fenntartható fejlődés mind hazai, mind nemzetközi téren is egyre nagyobb szerepet kap. Állami feladat, többek között, ezt tudatosan fejleszteni és az alapfeltételeket megteremteni. A turizmus fejlesztése szempontjából fontos kötelezettségei vannak a magánszektornak, a lakosságnak és a szakmai szervezeteknek is. Ha mindezt sikerül megvalósítani, akkor a turizmus lehet a legversenyképesebb ágazatunk és a nemzetgazdaságunk legmeghatározóbb élénkítő egysége.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- ALTMAN, Edward I. (1988): *The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminant Analysis*. New York, Garland, 149 p. ISBN: 0824061136, <https://doi.org/10.2307/2325319>
- BABCOCK, Guilford C. (1970): *The Concept of Sustainable Growth*. *Financial Analysts Journal*, Vol. 26, No. 3 (May-Jun), pp. 108-114., <https://doi.org/10.2469/faj.v26.n3.108>
- BODIE, Zvie – CLEETON, David L. – MERTON, Robert C. (2011): *A pénzügyek közgazdaságtana*. Budapest, Osiris Kiadó, 627 p. ISBN: 9789632761824
- BREALEY, Richard A. – MYERS, Stewart C. (1999): *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest, Panem Kiadó, 1. kötet, 535 p. ISBN: 963545225
- BUCHNER, R. (1985): *Finanzwirtschaftliche Statistik und Kennzahlenrechnung*. München, Vahlen Verlag, 430 p. ISBN: 9783800610822
- CHANDRA, Prassana (2011): *Financial Management*. New Delhi, Tata McGraw Hill, 1062 p. ISBN: 9780071078405
- CHURCHILL, Neil C. – MULLINS, John W. (2001): *How Fast Can Your Company Afford to Grow?* *Harvard Business Review*, 79(5), pp. 135-166.
- DAMODARAN, Aswath (2006): *A befektetések értékelése*. Budapest, Panem Kiadó, 1065 p. ISBN: 9879635454556
- DAVIS, Charles E. – DAVIS, Elizabeth B. (2011): *Managerial Accounting*. Wiley, Hoboken, 752 p. ISBN: 9780471699606
- FABOZZI, Frank J. – MARKOWITZ, Harry M. (2011): *Equity Valuation and Portfolio Management*. New Jersey, John Wiley & Sons, 544 p. ISBN: 9780470929919
- FAZAKAS Gergely (2001): *Vállalati pénzügyek*. Tatabánya, TRI-MESTER, 179 p. ISBN: 9630060604
- GEBHARDT, Günther (1980): *Insolvenzprognosen aus aktienrechtlichen Jahresabschlüssen*. Wiesbaden, Gabler Verlag, 338 p. ISBN: 9783409160919, <https://doi.org/10.1007/978-3-322-87942-4>
- HIGGINS, Robert C. (1981): *Sustainable Growth under Inflation*. *Financial Management*, Vol. 10, No. 4 (Autumn), pp. 36-40., <https://doi.org/10.2307/3665217>

- KAITTS Etelka – Pogátsa Zoltán – Zsupanekné Palányi Ildikó (2018): A nemzetgazdasági konjunktúraciklusok és vállalati életciklusok – Modellek és bírálatok (bővített változat). Budapest, Akadémiai Kiadó, 371 p. ISBN: 9789634541547
- KAITTS Etelka (2010): A vállalati válság pénzügyi menedzselése (teória és praxis). Budapest, Saldo Kiadó, 507 p. ISBN: 9789636383466
- KAITTS Etelka (2017a): A vállalati (életciklus) pénzügyek – Fogalomtár és alapvető módszertan. Sopron, Soproni Egyetem Kiadó, 348 p. ISBN: 9789633342534
- KAITTS Etelka (2017b): Haladó vállalati (életciklus) pénzügyek – Pénzügyek változ(tat)ások idején. Sopron, Soproni Egyetem Kiadó, 486 p. ISBN: 9789633343036
- ksh.hu, 2018: <http://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/gyor/jel/jel1803.pdf> Letöltés ideje: 2019. 06. 15.
- KUCSÉBER László Zoltán (2015): Hogyan befolyásolják a vállalatfelvásárlások a felvásárló cégek jövedelemtermelő képességét? Tér-Gazdaság-Ember, 3:3 pp. 55-67.
- KUCSÉBER László Zoltán (2016): A hazai felvásárlás előtt és után: fókuszban a forgótőke-menedzselés. Hitelintézeti Szemle/Financial and Economic Review, 15:1 pp. 70-90.
- MARKS, Kenneth H. – ROBBINS, Larry E. – FERNANDEZ, Gonzalo – FUNKHOSER, John P. – WILLIAMS, D. L. (2009): Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure, and M&A Transactions. Hoboken, John Wiley & Sons, 672 p. ISBN: 978-0-470-39015-3
- mtu.gov.hu, 2018: <https://mtu.gov.hu/cikkek/a-turizmus-eredmenyei-magyarorszagon> Letöltés ideje: 2019. 06. 15.
- netjogtar.hu, 2019: <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=A0000100.TV> Letöltés ideje: 2019. 06. 15.
- origo.hu, 2019: <https://www.origo.hu/itthon/20190103-guller-zoltan-evvertekelo-interju-magyar-turisztikai-ugynokseg.html> Letöltés ideje: 2019. 04. 20.
- PARRINO, Robert – MOLES, Peter – KIDWELL, David S. (2016): Fundamentals of Corporate Finance. Hoboken, John Wiley & Sons, 832 p. ISBN: 9781118959268
- SINKOVICS Alfréd (2012): Vállalati pénzügyi tervezés. Budapest, Complex Kiadó, epub. ISBN: 9789632952048
- TAKÁCS András (2009): Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben. Budapest, Perfekt Kiadó, 200 p. ISBN 9789633947678
- Van Horne, James C. – Waczhowicz, John M. (2008): Fundamentals of Financial Management. Harlow, Pearson Education, 719 p. ISBN: 9780273713630

