

KÖZÉP-EURÓPAI GYÓGYSZERGYÁRTÓ VÁLLALATOK FORGÓTŐKE HELYZETÉNEK ELEMZÉSE

WORKING CAPITAL ANALYSIS OF PHARMACEUTICAL COMPANIES IN CENTRAL EUROPE

Tömöri Gergő¹, Horváth Richárd

¹Debreceni Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet

Kulcsszavak:

forgótőkemenedzsment, gyógyszeripar, Közép-Európa

Keywords:

working capital management, pharmaceutical companies, Central Europe

Összefoglalás

A gyógyszeripar hatalmas piaci potenciállal és beruházási lehetőségekkel bír, miközben számos kihívással is szembesülnek a gyógyszeripari szereplők, például a hatóanyaggyártás és gyógyszerárak szabályozásával, a szellemi tulajdon védelmével és a versenytársak közötti versengéssel. Az iparág a magyar gazdaság egyik húzóágazataként, a GDP egy jelentős részét termeli ki és dinamikus fejlődött az elmúlt években, ezért tanulmányunk célja a magyarországi iparági szereplők tevékenységének összehasonlítása a többi visegrádi országban működő szektorális vállalattal, és ezáltal célunk megvizsgálni az említett országok gyógyszeriparainak likviditásmenedzsmentjében megmutatkozó hasonlóságait és eltéréseit. Az elemzés alapját a régiós gyógyszeripari vállalatok 2018 és 2022 közötti időszakának éves beszámolóadatai képezték, melyeket az EMIS adatbázisából nyertünk ki. A lefedett időszak több globálisan jelentős eseményt is magába foglalt, ezért kutatásunk kitért annak a szempontnak a vizsgálatára is, hogy milyen hatással volt a gyógyszeripari vállalatokra a koronavírus-járvány és az ukrajnai háború és ebben jelentkeztek-e eltérések az egyes közép-európai országok között. Összességében az ágazati szereplők mindegyik régiós országban kontroll alatt tudták tartani eladósodottságukat és bár a magyar vállalatok tudtak a legnagyobb vagyonnal gazdálkodni, az időszak végére a lengyel cégek forgótőkehatékonysága összességében jobbnak bizonyult régiós versenytársaiknál.

Abstract

The pharmaceutical industry has huge market potential and investment opportunities, while pharmaceutical players also face a number of challenges, such as regulating the production and pricing of active pharmaceutical ingredients, protecting intellectual property and competing with other players. As a key sector of the Hungarian economy, the industry generates a significant share of GDP and has grown dynamically in recent years, the aim of our study is to compare the activities of Hungarian industry players with sectoral companies in other Visegrad countries, and thus to examine the similarities and differences in the liquidity management of the pharmaceutical industries in these countries. The analysis was based on the annual accounts of regional pharmaceutical companies for the period 2018-2022, extracted from the EMIS database. The period covered included several globally significant events, and therefore our research also examined the impact of the coronavirus epidemic and the war in Ukraine on pharmaceutical companies and whether there were differences between the Central European countries. Overall, sectoral players in each of the region's countries were able to keep their indebtedness under control and, although Hungarian companies were able to manage the largest assets, by the end of the period the

1. Szakirodalmi áttekintés

1.1. A forgótőke menedzsment elemzése

A vállalatok forgótőkeelemzése a gazdasági elemzés tárgykörébe tartozik, amely a gazdasági vezetők számára nyújt fontos információkat az elemzés tárgyát képező vállalatról. Ezek az információk nélkülözhetetlenek a vezetők számára a vállalattal kapcsolatos tájékozottsághoz, így összességében ez segíti a megalapozott döntéshozatalt és az ellenőrzést [26]. A gazdasági elemzésnek tényfeltáró célja van, emellett számszerűsíti és értékeli azokat a tényeket, körülményeket, amelyek hatást gyakorolnak a gazdálkodóra. Ezáltal biztosítja az eredményesebb és hatékonyabb gazdálkodást a vállalat számára [30]. Az elemzés az okfeltárás során keresi az ok-okozati összefüggéseket, amelyek által jobban megérthető a vállalat gazdasági helyzete. Az elemzés feladata a gazdasági döntések megalapozása, feladatok előkészítése, fejlődések mérése, tendenciák megállapítása, kitűzött célok értékelése, eltérések okainak megállapítása, a gazdálkodás hatékonyságának, jövedelmezőségének mérése, ezen belül a kapacitáskihasználtság, erőforrásfelhasználás hatékonyságának vizsgálata [10], [28]. Bár egy vállalat értékét a jövőbeni pénzáramai alkotják, de azt a jövőbeli bizonytalanság miatt nehéz pontosan megbecsülni, ezért a cég értékét sok esetben múltbeli adatokból becsülik [12], [8]. A pénzügyi elemzés lehetővé teszi azt, hogy megismerjük milyen tényező befolyásolja a vállalkozás teljesítményét [3], [34]. Az idő egy szűk keresztmetszetet jelent a vállalat vezetői számára a döntések meghozatalában. A döntéshozó időbeosztásakor rangsorolnia kell a problémákat, feladatokat, eseményeket. Egyrészt a sürgős problémákkal kell foglalkoznia a vezetőnek, amelyek gyors beavatkozást igényelnek, másrészt azokkal a dolgokkal kell foglalkoznia, amelyek nagyban hozzájárulnak a vállalati célok eléréséhez, érték növeléséhez [33]. Ezért is fontosak a gazdasági mutatók, valamint kulcs teljesítmény indikátorok nemcsak a vállalatvezetés munkáját tekintve a controlling területén számos iparágban [9], [18], de akár iparági elemzéseknél [6], [25], vagy makrogazdasági elemzések területén is [16], mert egyszerűen és gyorsan rámutathatnak a problémás részekre, felhívják a figyelmet azokra a feladatokra, amelyeket előtérbe kell helyezni más feladatokkal szemben, hogy a vállalat sikeresen működjön rövid és hosszú távon is [15].

A pénzügyi helyzet átfogó helyzetét jellemzően két időhorizonton vizsgálják: míg rövid távon a vállalat likviditását, addig hosszú távon az adósságállományát vizsgálják. Jellemzően mindkét csoport esetében horizontális típusú mutatókat alkalmaznak, illetve a mérlegtételeken kívül a pénzügyi helyzet elemzésébe gyakran bevonnak eredménykimutatás sorokat is [11]. Emellett a cash-flow kimutatás vizsgálatával szintén hasznos információkat tárhatunk fel, illetve alkalmaznak piaci megtérülési mutatókat is, amelyek a befektetők számára fontosak [21].

A forgótőke elemzése során kiemelkedő szerepe van a likviditási mutatók vizsgálatának. A rövid távú likviditási mutatók azt jelzik, hogy a vállalat rendelkezik-e fedezettel a rövid lejáratú kötelezettségeinek kielégítésére. Az elemzés során elsősorban a likvid eszközöket és likvid forrásokat viszonyítanak egymáshoz. A likviditás az eszközök mobilitását, azaz pénzzé tehetőségét jelenti [10], [13]. A likviditási mutatók alkalmazásának egyik legfontosabb előnye, hogy egyszerű az alkalmazásuk, gyorsan számíthatóak, könnyen értelmezhetőek, közismertek. Hátrányuk azonban, hogy ezek a mutatók a fordulónapi mérleg adatait használják fel, azaz statikus mutatók. Az elemzett érték viszont szinte bármikor változhat, új bevételek, új kötelezettségek keletkezhetnek. Emellett az értékek szándékosan is befolyásolhatóak azáltal, hogy kifizetéseket, beszerzéseket halaszthatnak el a cégek, ezért lényeges a likviditási helyzet folyamatos vizsgálata évente többször [21].

Az általános likviditási mutató a rövid lejáratú kötelezettségeket viszonyítja a forgóeszközökhöz, biztonságos értéke minimálisan 1,3 [2]. Hitelkérelmek esetén azonban a 2 feletti érték is elvárható lehet, ugyanakkor az 1 alatti érték már jellemzően akut fizetőképességi

problémára utal [21]. A bázishoz (tervhez) való viszonyítás viszont biztonságosabb információt nyújt a pénzügyi helyzet alakulásáról [2].

A likviditási gyorsráta számlálójában már nem szerepelnek a készletek, ugyanis ezek között lehetnek elfekvő készletek, amelyek nehezen, vagy csak hosszabb idő alatt tehetőek készpénzzé. Ezért ezeket a készleteket nem lehet figyelembe venni a rövid távú kötelezettségek finanszírozásához [21]. Az anyagkészleteket a termelési folyamatokban használják fel, ezért a pénzzé történő konverziójuk időigényes, az áruk, késztermékek értékesíthetősége pedig a bizonytalan piaci kereslettől függ, ezért ezeket a készletfajtákat se tekinthetjük likvid forgóeszközöknek [29], [30]. A likviditási gyorsráta elfogadható értéke 1 vagy annál magasabb érték. Elsősorban kereskedelmi vállalatoknál elfogadható akár az 1 alatti érték is, mivel esetükben kimondottan magas az árukészlet nagysága, azonban nem feltétlenül jelent rossz fizetőképességet [21], [32].

Az azonnali likviditási mutató számlálója már csak az értékpapírokat és pénzeszközöket tartalmazza, vagyis azokat az eszközöket, amelyeket azonnal készpénzzé lehet tenni [20]. A számláló további szűkítésének oka az, hogy a követelések pénzügyi realizálása határidőhöz kötött, ennek következtében az összeg realizálása nem a vállalkozás döntésétől függ, hanem a vevők fizetési hajlandóságától. Egyes esetekben az értékpapírokat is kiszűrik a nevezőből, mivel nem minden esetben tehetőek azonnal pénzzé, amelyet pénzhányadnak nevezhetünk [30]. Rendkívül nagyfokú likviditásra utal az azonnali likviditási ráta 1 feletti értéke. Azonban ekkora érték indokolatlan lehet, mivel be lehet fektetni ezt a pénzt nagyobb hozamú eszközökbe. A mutató minimálisan elvárható értéke 0,2, ha az érték 0,01 alatti, akkor a legtöbb esetben már csődhelyzetről beszélhetünk [21]. Ezekon kívül is léteznek likviditás elemzésére használatos mutatók, mint például a dinamikus likviditás, amely azt mutatja meg, hogy képes-e a vállalkozás tárgyevi üzleti eredményével megtermelni a rövid lejáratú kötelezettségeinek teljesítéséhez szükséges pénzállományt [2]. Elfogadhatónak tekinthetjük, ha a mutató értéke meghaladja a 0,5-et [21].

Az eszközöket pénzzé tehetőség, a forrásokat pedig lejáratú időtartam szerint osztályozva kaphatjuk meg a likviditási mérleget, amelyből következtetéseket lehet levonni a pénzügyi egyensúlytalansággal kapcsolatban. Lehet likviditási többlet vagy likviditási hiány egyensúlytalanság esetén, illetve ezt is felbonthatjuk parciális pénzügyi hiányra és totális egyensúlytalanságra [31]. Probléma a vállalkozás számára, ha likviditási hiánnyal küzd: ha huzamosabb ideig nem képes a kötelezettségeinek kiegyenlítésére, ezért előbb-utóbb elveszti a hitelezői és beszállítói bizalmát, hiteleket nehezebben kaphat meg, és magasabb kamat mellett, illetve termékek szállítóktól való megszerzése előzetes fizetés esetén lehetséges vagy bizonyos biztosítékok megléte esetén. Azonban a likviditási többlet is kedvezőtlen lehet a vállalat számára. Ezt előidézheti, ha a vállalkozás üzleti politikája konzervatív, nagyon biztonságra törekvő, túl sok likvid eszközt tart a vállalat, amelyek befektetése további hozamokat eredményezhetne, így hozamoktól esik el [4]. Likviditási többlet csökkenthető több olyan módszerrel, amelyek csökkentik a lekötetlen tőke állományát: a készpénzzel történő vásárlások fokozásával, a magas kamatozású hitelek visszafizetésével, más vállalatban való részesedés vásárlásával, innovációs, beruházási, K+F tevékenységek fokozásával, új befektetések eszközölésével, új piacon való megjelenéssel, új termékre, technológiára való áttéréssel. A likviditási hiány megoldási lehetőségei közé tartozik a készpénzért történő értékesítések növelése, a vevői előleg kérése, kintlévőségek behajtása, váltók leszámítolása, értékpapírok és részesedések értékesítése, szükségtelen tárgyi eszközök és készletek értékesítése, beruházások csökkentése, hitel, kölcsön felvétele, vevőállomány faktorálása, vagy kockázati tőke bevonása [21].

A likviditási mutatók mellett alkalmazható a nettó forgótőke is annak meghatározására, hogy milyen mértékű forgóeszközértéknek van tartós forrásfedezete, vagy negatív érték esetén mekkora az a befektetett eszközállomány, amelyet átmenetileg vagy az agresszív finanszírozási stratégiáját követve a vállalat rövidtávon visszafizetendő forrásokkal tud csak megfinanszírozni. A forgótőke menedzselését ugyanakkor csak a hatékonysági mutatók mellett mutatják meg jól a likviditási jelzőszámok. A gazdasági hatékonyság az egységnyi felhasznált erőforrásra jutó hozamot jelenti. A hatékonyság és a jövedelmezőség szoros kapcsolatban van egymással. Azonban a jövedelmezőség csak pénzügyi értékben mérhető, míg a hatékonyság ezenkívül naturális és vegyes mértékegységben is [10]. A hatékonyság növelésére szükség van,

mivel a gazdasági növekedés erőforrásai korlátozottan állnak rendelkezésre (így például alapanyagok), vagy egyáltalán nem állnak rendelkezésre (így például korszerű technológia), illetve a versenyszféra minél kevesebb erőforrás felhasználását követeli meg a vállalászási tevékenység során. A piaci feltételek változása miatt a korábban elért szint tartása is megköveteli a gazdálkodás hatékonyságának növelését [29]. A hatékonyság mérésére szolgáló mutatószámcsoporthok egyike a forgási sebesség mutatók, melyek megmutatják, hogy az eszközök értéke és a tőke hányszor térül meg az árbevételben a vizsgált időszak alatt. A tőke forgásának figyeléséhez, elemzéséhez és tervezéséhez használják [10]. A forgási sebesség mutatókat jellemezni lehet a fordulathok számával és forgási idővel is. A forgási idő megmutatja az adott eszköz vagy forráscsoport körforgásához szükséges napok számát, kedvező a kisebb forgási idő. A fordulathok száma megmutatja, hogy a vizsgált időszak alatt hány teljes körforgásra került sor, kedvező a nagyobb fordulatszám [22]. Ha a forgási sebesség gyorsul, akkor a vállalkozás a ráfordításait gyorsabban képes árbevételében kitermelni, gyorsabban megtérülnek a ráfordítások. Negatív irányba befolyásolja a forgási sebességet a jelentős eszközberuházás, azonban a jövőbeni megtérülési potenciálja miatt mégsem tekinthető negatívnak. Ha a vállalat készletszintje az optimális szint alatt van, akkor a forgási sebessége az iparági átlagnál jobb lehet, de nem feltétlenül értékelhető pozitívan, mert az alacsony készletszint értékesítési nehézségekhez, termelési fennakadásokhoz vezethet. A forgási sebesség kiszámolható például saját tőkére, idegen tőkére, működőtőkére, forgótőkére, befektetett eszközökre, tárgyi eszközökre, vagy az árukészletekre [22].

1.2. A regionális gyógyszeripar általános helyzete

A gyógyszeripar a XXI. század egyik tudásigényesebb, magas hozzáadott értéket teremtő ágazata, amely nagymértékű magasan képzett munkavállalóra és technológiai infrastruktúrára támaszkodik, ugyanakkor számos, más iparágra is jellemző kockázat is megjelenik a területén [24], [7]. A magyarországi gyógyszeripar a múltban és jelenben is sikeres, magasan jegyzett ágazat belföldön és külföldön egyaránt. A 90-es évek átalakulása után négyszeresére nőtt a hazai gyógyszeripari ágazat kibocsátott értéke. Az ágazat magas profitrátaival működik, és az egyik legelőigényesebb ágazat Magyarországon. A felhasználás tekintetében a gyógyszeripari kibocsátás döntő része exportálásra kerül, ennek oka a 2000-es években lejátszódó belső átrendeződés [14]. Korábban a termelés kétharmad része hazai termelésben és hazai végső fogyasztásban realizálódott [1]. Az export fő irányai Németország, Ausztria, és az USA voltak [5], de nagyobb arányú export áramlik Oroszországba, Romániába, Ukrajnába, Csehországba, Szlovákiába, Bulgáriába is. Európa fejlettebb országai megközelítőleg az export 30%-át vették fel [19]. 1995-ben 500 millió dollár volt az export értéke, míg 2019-ben elérte az 5000 millió dollárt. Magyarországon a gyógyszeripari export aránya a teljes külkereskedelemen belül dinamikusan növekszik a 2000-es évek elejétől, míg 2000-ben 3% volt, addig 2019-re meghaladta a 9%-ot. A kivitel 62-94 százaléka itthon megtermelt hozzáadott értékéből áll, amely nemzetközi összehasonlításban is magasnak mondható, bár ez romló termelékenység, de növekvő foglalkoztatottsági bővülés mellett történt [1], [27].

A KSH adatai szerint a magyar gyógyszergyártó szektor éves termelése 2020-ban 975 milliárd forintra emelkedett a 2019-es 910 milliárdról [17]. A gyógyszeripar a nemzetgazdaságon belül kiválóan teljesít a többi ágazathoz képest. Egy alkalmazásban állóra eső kibocsátás 2018-ban 52,4 millió forint volt, ennél csak a járműipar tudott nagyobb számot produkálni (78,2 millió forint). Visegrádi országokhoz képest is jól teljesít a magyar gyógyszeripar. A magyar gyógyszeripar árbevétele 938 millió forintról 1114 millió forintra nőtt 2014-2017 között, alig maradva le Lengyelországtól (1262 millió forint), de messze hagyva Csehországot (460 millió forint) és Szlovákiát (64 millió forint). Egy alkalmazottra eső árbevétel pedig Magyarországon a legmagasabb (58,9 millió forint) volt 2017-ben. Ugyanez a mutató Lengyelországban 55,7 millió forint, Csehországban 45,5 millió forint, Szlovákiában 27,8 millió forint [27]. A bruttó hozzáadott érték terén első helyet foglalta el Magyarország 466 milliárd forinttal, szemben Lengyelországgal, amelynek 350 milliárd forintot sikerült elérni, de az egy alkalmazottra jutó hozzáadott érték esetén is Magyarország teljesített a legjobban 2014 és 2017 között [23].

2. Anyag és módszer

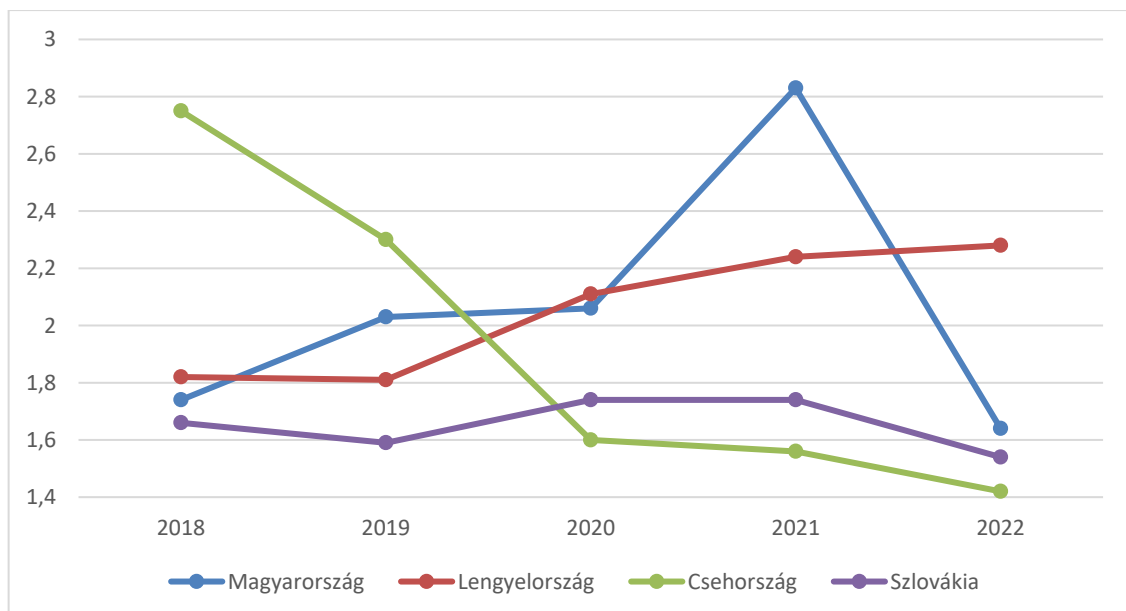
A Visegrádi Együttműködés országainak gyógyszeriparát rövid távú pénzügyi helyzet és hatékonyság szempontjából elemezzük a tanulmányban. Az elemzéshez a magyar, lengyel, cseh és szlovák gyógyszeriparra vonatkozó legfontosabb adatokat a 2018-2022 közötti időszakban az EMIS (Emerging Market Information Service) adatbázisról gyűjtöttük össze. Az adatbázis letöltésének idejekor működő, gyógyszeralapanyag gyártással (TEÁOR 2110) és/vagy gyógyszerkészítéssel (TEÁOR 2120) foglalkozó vállalatok adatait használtuk fel. Ez az iparág olyan vállalatokat foglal magába, amelyek elsősorban az alábbi területek közül egy vagy több tevékenységgel foglalkoznak: biológiai és gyógyászati termékek gyártása, növényi gyógyszerek és gyógynövények feldolgozása (osztályozása, őrlése), aktív gyógyászati alapanyagok izolálása növényi gyógyszerekből és gyógynövényekből, belső és külső fogyasztásra szánt gyógyszeripari termékek gyártása olyan formákban, mint ampullák, tabletták, kapszulák, fiolák, kenőcsök, porok, oldatok és szuszpenziók [5]. Az adatbázis tartalmazza a vizsgált országok gyógyszeripari vállalatait, azonban azok száma évről évre változott a vizsgált időszak alatt. Az adatbázis a 2022-es évre vonatkozóan 57 magyar, 299 lengyel, 39 cseh és 22 szlovák vállalat adatait tartalmazza.

Az adatok kiértékelése során viszonyszámokat alkalmaztunk, melyekben a mérleg eszköz és forrás oldalán szereplő tételeket egyaránt felhasználtunk. A régiós országok vállalati beszámolóadatainak átlagait vettük figyelembe a mutatószámok meghatározása során az érintett időszak valamennyi évében. Az elemzés megbízhatóságának növelése érdekében a statikus adatokkal kalkuláló likviditási jelzőszámok mellett a forgási sebességeket, illetve a működési és pénzciklus értékeket is meghatároztuk.

3. Eredmények és azok értékelése

3.1. A régiós gyógyszeripari vállalatok likviditási pozíciójának értékelése

A likviditási mutatók a rövidtávú pénzügyi helyzetről nyújtanak információt. Minél magasabb a likviditási mutatók értéke, annál jobb a rövidtávú pénzügyi helyzete, annál inkább fizetőképesebb rövidtávon, és eleget tud tenni kötelezettségeinek. Ennek átlagos szektorális értékeit az 1. ábrában szemléltettük.

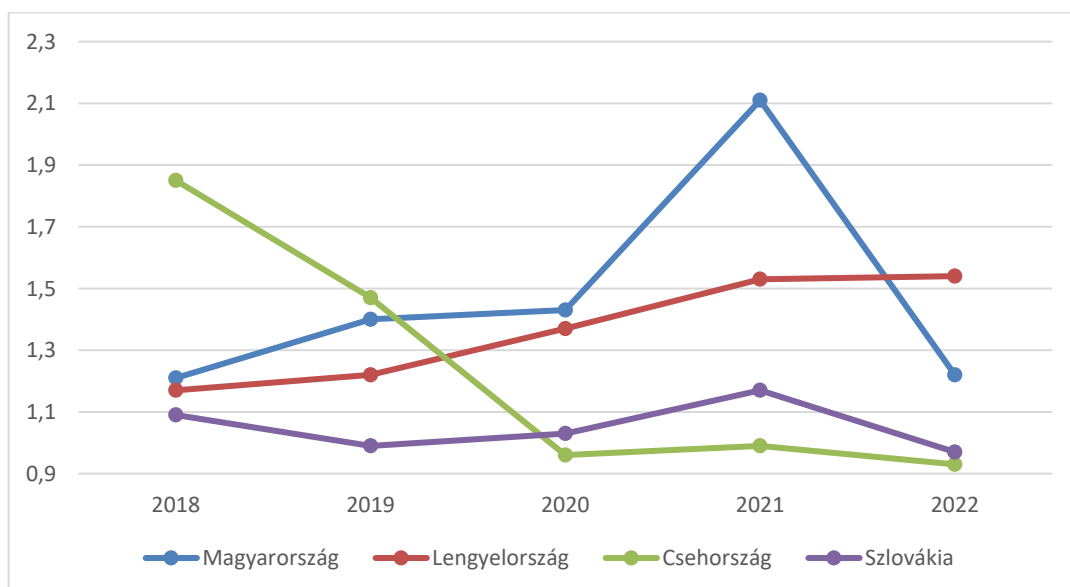


1. ábra: A közép-európai gyógyszeripari szereplők általános likviditási pozíciójának alakulása 2018-2022 között

Forrás: saját szerkesztés

A vizsgált országok közül átlagosan a magyar gyógyszeripari vállalatok voltak a leglikvidebbek ezen mutató szerint: a mutató értéke folyamatos javulást mutatott, ugyanis 1,74-ről indult 2018-ban, 2021-re meghaladta 2,8-at. Óvatosságra ad okot, hogy 2022-ben közel felére csökkent az általános likviditási mutató, abból adódóan, hogy az időszak végére felhalmozódtak a magyar vállalatok kötelezettségei, mivel sokkal kevesebb terméket értékesítettek, és kevesebb árbevételt szereztek, de emellett nagyobb mértékben növekedtek a követeléseik a más vállalatoknak nyújtott kölcsöneikből adódóan, amely vállalatok hasonlóan hosszabb fizetési haladékkal fizettek, továbbá a követelések kapcsolódhattak faktoring tevékenységhez is, amely szintén irányulhatott a cégcsoport tagjainak kiségitésére. Emellett számos magyar vállalat osztalékot is fizetett 2022-ben, amely a pénzeszköz állományt nagymértékben csökkentette. A lengyel gyógyszeripari vállalatok általános likviditási mutatója hasonló tendenciát mutat 2021-ig, 1,8-ról 2,2 fölé emelkedett, aztán bár 2022-ben csökkentek a pénzeszközök, vevőkövetelések, készletek, de csökkentek a céltartalékok és rövid lejáratú kötelezettségek, szállítói tartozások is, ezért nagyon kicsit nőtt is a mutató értéke. A szlovák vállalatok likviditása ugyan továbbra is alacsony maradt régiós viszonylatban, amin nem segített az sem, hogy 2020-ra valamennyire megelőzhatték ebben a cseh vállalatokat. Utóbbiak mutatója ugyanis folyamatosan csökkent, többnyire a szállítói tartozásaik növekedése miatt. A magyar és lengyel vállalatok átlagosan kiemelkedő likviditással rendelkeztek 2021-ig az általános likviditási mutató szerint, míg a magyarok esetében jelentős csökkenés történt 2022-ben, addig a lengyelek likviditási pozíciója stabil maradt ezen mutató szerint. Habár a relatíve gyengébb eredmények ellenére is a szlovák és a cseh vállalatok is még elfogadható értékekkel rendelkeznek, 2022-ben egyedül a lengyel vállalatok tudták szinten tartani a készleteket is figyelembevevő fizetőképességi pozícióikat. A magyar vállalatok – hasonlóan a cseh és szlovák versenytársaikhoz – inkább kockázatkerülő, óvatos finanszírozási politikát folytattak, mivel az 1 feletti likviditási ráta értékeiből is adódóan a forgóeszközök átlagosan egyharmadát tartós forrásokból voltak képesek fedezni, ugyanakkor a lengyel vállalatoknak ez már az éven belül megforgatott eszközök több mint felére volt már igaz. Így összességében véve a régiós gyógyszeripari szektorra eltérő mértékben, de sokkal inkább jellemző volt az óvatos finanszírozási politika, mint az agresszív stratégia, melyet részben a működésükből fakadóan vállalt jelentős kockázat kezelése is megkövetel.

Amennyiben a készleteket kiszűrve kívánjuk az iparág likviditási helyzetét felmérni, az így kalkulált gyorsráta értékeire átlagosan a 2. ábrán szemléltetett eredményeket kaptuk.

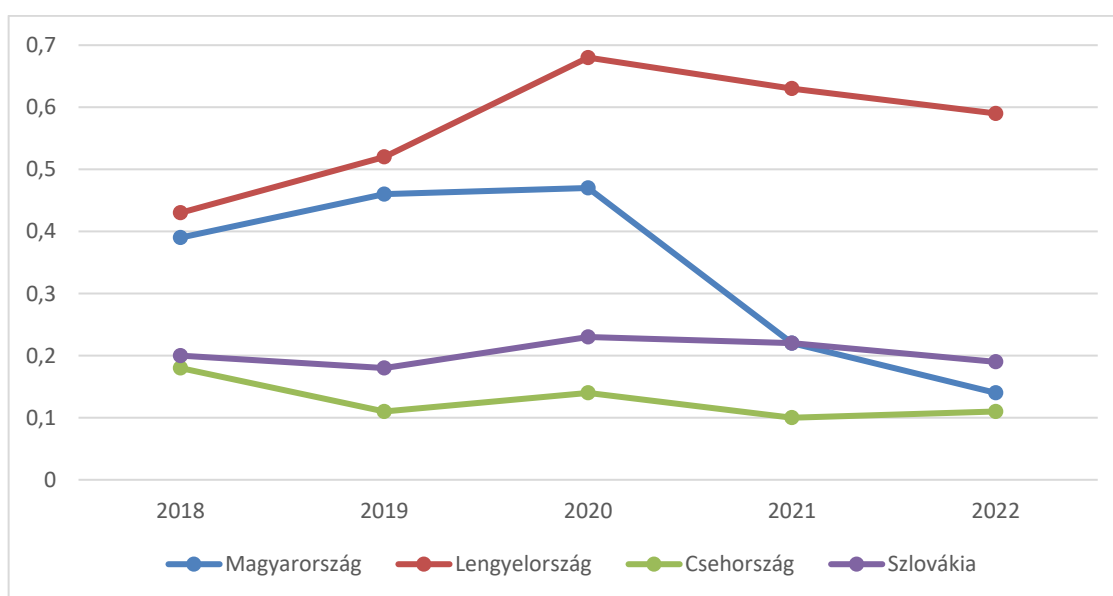


2. ábra: A közép-európai gyógyszeripari szereplők likviditási gyorsrátáinak alakulása 2018-2022 között

Forrás: saját szerkesztés

Mivel a likviditási gyorsráta tendenciái nem mutatnak jelentős eltéréseket az általános ráta értékeitől, így a készletek egyik országban sem okoztak a többi forgóeszközölemhez képest akkora kiugrást, amely a likviditásra számottevő hatást gyakorolhatott volna. A magyar és lengyel vállalatokat nagyon nagyfokú, emellett még folyamatosan javuló likviditással lehetett jellemezni a mutató szerint. Azonban a magyar vállalatok esetében 2022-ben fordulat történt, habár a készletek nélkül is éppen elegendő forgatható vagyonelemük maradt volna a rövid lejáratú számláik kiegyenlítéséhez, ahogy a lengyel vállalatok is szinten tartották a likviditásukat, amely a vagyon csökkenésével járt együtt. A szlovák vállalatok is még épp megfelelő likviditással rendelkeznek, esetükben is kisebb visszaesés történt 2022-ben, habár a cseh vállalatok szlovákoktól való lemaradása az időszak végére a készletek nélkül immár elhanyagolhatóvá vált. Emellett aggodalomra adhat okot a részükről, hogy folyamatosan csökken a fizetőképesség, már 2019-től kezdve, amely a Covid19-járvány kirobbanásának évében is folytatódott, bár azóta megtorpanni látszik a csökkenés üteme.

Amennyiben csak a pénzeszközöket és piacképes értékpapírokat tekintjük a likviditás forrásának, az azonnali vagy készpénzszintű likviditási mutatók értékeit kapjuk, melynek átlagos értékeit a 3. ábrán szemléltettük.



3. ábra: A közép-európai gyógyszeripari szereplők készpénzszintű likviditásának alakulása 2018-2022 között

Forrás: saját szerkesztés

A követelések kiszűrése a régiós gyógyszeripari szereplők összehasonlításában már érdemi befolyással bírt. A vizsgált időszakban immár mindvégig a lengyel vállalatok domináltak, amelyeknek az első év kivételével az éven belül törlesztendő tartozásaiknak több mint felére volt pénzeszköz vagy gyorsan pénzzé tehető értékpapír fedezetük. Ennek ellenére nem realizáltak jelentős negatív reálhozamot a magas inflációs környezetben, mivel a leginkább likvid eszközeinek több mint felét forgatható értékpapírokból tartották, melyek hozamai részben lekövezték az általános áremelkedés szintjét. Az időszak második felére jellemző visszaesés már a csökkenő adózott eredmény és növekvő fizetett osztalék hatásaként jelent meg. A szlovák vállalatok pénzhányad mutatója 20% körül ingadozott, amely már elég alacsonynak számított és nem volt túl kedvező, bár a cseh versenytársaik értékeit átlagosan még így is felül tudták múlni. Az esetükben a rövid lejáratú kötelezettségek azonnal teljesíthető hányada 10%-ra csökkent, amely fenntartása hosszabb távon már magasabb likviditási költségekkel párosult. A magyar vállalatok pénzhányad mutatója a Covid-19 megjelenésének évéig rendben volt, a lengyel vállalatokhoz hasonló szinten, viszont már 2021-ben megfeleződött, illetve az azt követő évben is még tovább csökkent. Ahogyan az azonnali fizetőképességi eredmények is sugallják, a cseh vállalatok szlovákokkal szembeni, korábbi mutatókban megjelent likviditási pozícióelőnye, valamint a magyar cégek lengyelekkel

szembeni ugyanezen előnye bizonyos években kizárólag a kintlévőségeik magasabb állományára volt visszavezethető, amely csak a magasabb értékesítési forgalmuk esetén lenne pozitívumnak mondható, de ez a magyar iparági szektorra már nem volt jellemző 2020-at követően.

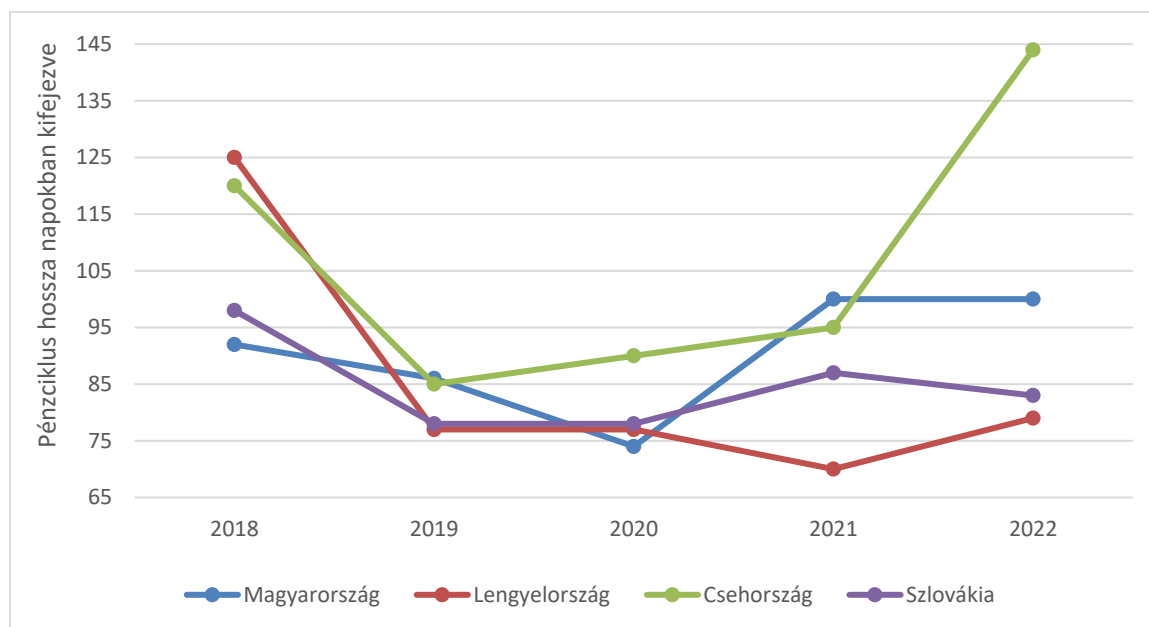
A likviditási mutatók alapján meg lehet állapítani, hogy a magyar vállalatok rendelkeztek 2021-ig a legnagyobb likviditással, folyamatosan emelkedtek a mutatóik értékei, kimagaslóan jól teljesítettek, nagyon rugalmasak voltak ezek a vállalatok. Viszont 2022-ben hatalmas fordulat történt, legtöbb esetben nehézséget okozott számukra kötelezettségeik kiegyenlítése. Ezt támasztja alá, hogy megnőtt a tartozásállományuk értéke, főként a rövid lejáratúaké, amelyek nem áruszállításból keletkeztek, a szállítók értéke csökkent, mert kevesebb alapanyag beszerzésre volt szükség, emellett eszkozdalon a pénzeszközök és pénzezenértékesek már 2021-ben nagymértékben megcsappantak, amely a csökkenő értékesítésnek is következménye. Az értékesítés csökkenése már a 2020-as Covid19-járvány után megkezdődött, a járvány kitörésekor tudtak a legtöbb gyógyszert értékesíteni a magyar vállalatok, aztán viszont visszaesett a forgalom. A 2021-2022-es forgalomcsökkenés a kintlévőségeikre is hatással voltak, a készleteik viszont magas szinten maradtak. Ez azért minősíthető kedvezőtlen fejleménynek, mivel a készletek értékesítése a leginkább időigényes, ezért, ha a készleteket nem vesszük figyelembe, akkor több, mint felére visszaesett a magyarok likviditása. Emellett kedvezőtlen, hogy nagymértékben megnőtt a nyújtott kölcsönök értéke ugyanezen években, amely szintén kevésbé likvid eszköz és megnövekedtek a tartozások a kapcsolt vállalatok irányába is, rájuk hárítják át a terheket ideiglenesen. Az egyéb kötelezettségek nagymértékű növekedése, ezzel egyidejűleg az egyéb követelések még nagyobb mértékű növekedése utalhat faktoring tevékenységre is, követelések eladásával kívánják azokat gyorsabban behajtani, erre viszont azért lehet szükség mivel az adott cégcsoport tagjai, illetve a vevők likviditási problémákkal küzdenek, és a faktorbankok átvállalják a követelések behajtását faktoringdíjért cserébe. Habár a Covid-19 járvány kifizetésének évében kevesebb ráfordítással sikerült magas eredményt elérni, 2022-ben azonban az ukrain háború, a logisztikai ellátási láncok zavara, a növekvő energiaárak, és a csökkenő vásárlóerő miatt gyengült a régiós vállalatok pénzügyi teljesítménye. Miután kifizették a záró pénzeszközállománynál sokkal nagyobb osztalékot a magas 2021-es eredmény után, e magas osztalékfizetést lehetővé tevő profitszint már nem ismétlődött meg 2022-ben, így a pénzeszközöket se tudták megfelelő szintre növelni, hogy a rövid lejáratú tartozásaikat csökkentsék, mivel az értékesítési forgalmukból fakadó folyamatos bevételi forrásaik is visszaestek. A lengyel gyógyszergyártó vállalatok is bár kicsit visszaestek, illetve mutatóértékeik megtorpanása mutatkozott meg a fizetőképesség terén 2022-ben, de nem olyan jelentős mértékben, mint a magyaroké. E változás mögött elsősorban a lengyel cégek üzemi tevékenységének eredménye, az értékesítésük és a pénzeszközök csökkenése áll. Osztalékfizetést a lengyel vállalatok is növeltek a Covid utáni években, de ez nem volt akkora mértékű és hatású, mint a magyar vállalatok esetében.

3.2.A régiós gyógyszeripari vállalatok forgótőkemenedzsmentjének értékelése

A nettó forgótőkét vizsgálva megállapítható, hogy a magyar és cseh vállalatok rendelkeznek átlagosan a legnagyobb pozitív értékkel. Magyar vállalatok rendelkeznek átlagosan a legnagyobb tartós forrásokkal finanszírozott forgóeszközállománnyal, amely 20 millió euróról közel a kétszeresére emelkedett, viszont 2022-ben már közel a felére esett vissza az értéke, hasonlóan a likviditás és a pénzügyi rugalmasság csökkenését jelezve. Ezt szemlélteti az is, hogy a nettó forgótőke összes eszközön belüli aránya is nagymértékben csökkent 2022-ben a magyar vállalatoknál, azaz a nettó forgótőkecsökkenés alapvetően nem a vállalati összvagyron csökkenése eredményeképpen következett be. Alacsonyabb pénzügyi mozgástérrel rendelkeznek a magyar vállalatok ez utóbbi mutató szerint régiós viszonylatban (15-20%). A lengyeleknél a nettó forgótőke átlagosan a teljes vagyont több mint egyharmadát tette ki 2022-re, bár ezt a ráta emelkedést inkább a vagyont csökkenése magyarázta, mivel visszaesett kissé az értékesítésük, így a forgóeszközigényük, illetve rövid lejáratú hitelállományuk egy része is vissza lett fizetve. A magyaroknál a többi ország iparága átlagosan pénzügyi értelemben nagyobb mozgástérrel rendelkezett a vizsgált időszakban, mely miatt a magasabban tartott kintlévőségállomány sem tekinthető kritikussnak. Összességében a visegrádi országok

gyógyszergyártó vállalatának a finanszírozása stabil és biztonságos volt, annak ellenére is, hogy kisebb romlás volt tapasztalható az orosz-ukrán háború és a geopolitikai konfliktusok kiéleződésének évében.

Amennyiben megvizsgáljuk azt az időszakot, amely a beszerzett készletek kifizetése és a követelések vevőktől történő beszedése között eltelik, akkor kijelenthető, hogy általában pozitív pénzciklussal rendelkeznek a vállalkozások, mivel hamarabb fizetik ki a készletek ellenértékét, mint ahogy ők behajtják az értékesített termékek ellenértékét (lásd: 4. ábra).



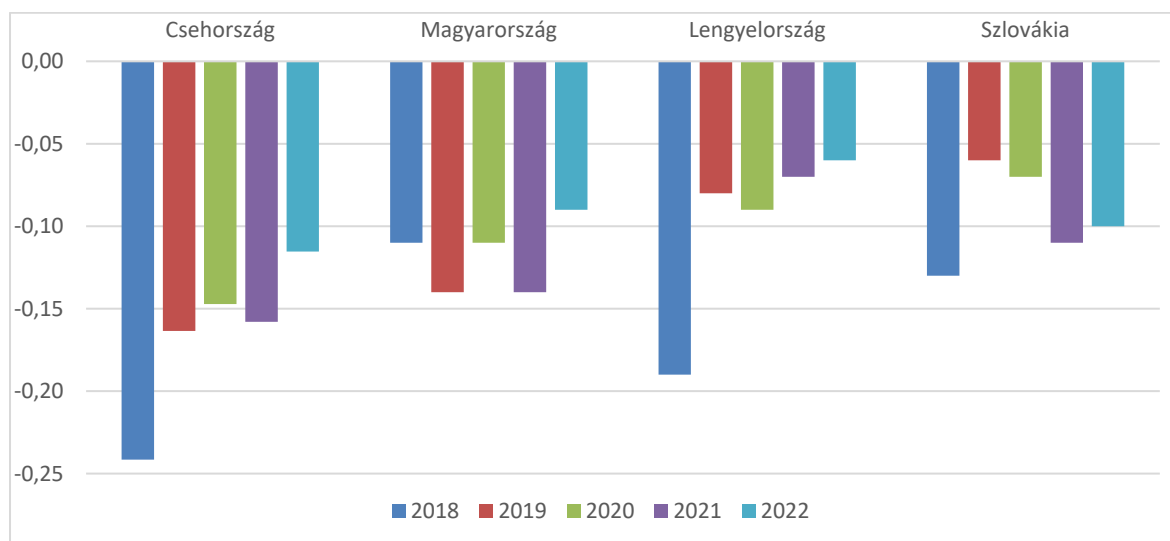
4. ábra: A közép-európai gyógyszeripari szereplők pénzciklus értékeinek alakulása napokban, 2018-2022 közötti időszakban

Forrás: saját szerkesztés

Habár iparági szinten nem volt jellemző egyik vizsgált országban sem, hogy a szállítókkal tudnák megfinanszírozni teljes egészében az üzleti működést, 2019-ben a teljes visegrádi régió gyógyszeripari szektorára jellemző volt, hogy javítani tudott a saját forrásból történő üzleti finanszírozás időbeli hosszából fakadó likviditási kényszeren és eltérő mértékben, de csökkenteni tudta a szállítók kifizetésétől a vevőkövetelések behajtásáig terjedő napok átlagos hosszát. Erre a csökkentésre legkevésbé a magyar vállalatok voltak képesek, amelyet csak részben magyarázhat az alacsonyabb bázis: a régióban legelőnyösebbnek számító 92 napos finanszírozási időt 2019-re az akkor régióban már leghátrányosabbnak tekinthető 86 napra tudták csak mérsékelni. A szállítói és vevői partnereikkel szembeni alkupozícióit leginkább a lengyel gyógyszervállalatok tudták erősíteni: elsősorban a követelések beszedését gyorsították fel átlagosan több mint 1 hónappal úgy, hogy a szállítóikkal szemben érvényes fizetési haladékot legfeljebb néhány nappal engedték csak csökkenteni. Emellett felgyorsították a gyógyszertárak átlagos gyártási futamidejét, a termelési költségek időben korábbi megtérülését, amely a készletezési idő hasonlóan jelentős csökkenéséhez járult hozzá. A lengyel vállalatok későbbiekben is megmutatkozott erősebb likviditása azzal is volt magyarázható, hogy a 2019-re 77 naposra lecsökkentett pénzciklus értéket a későbbi években szinten tudták tartani az üzleti folyamatok erős kontrollálásával. A cseh vállalatok hasonlóan magas bázisértékről csökkentve pénzciklusukat 2019-ben csak kevéssé maradtak le a régiós sereghajtó magyar vállalatok értékeitől, és a hátrány később csak még inkább fokozódott: 2019-től a működési ciklusuk növekedésével nem tudták lépést tartani a szállítóiktól kapott fizetési kedvezmények napokban kifejezett értékei, amely az időszak végére a kiugróan, több mint 200 naposra emelkedett működési ciklusuk okán messze elmaradt régiós versenytársaitól. A készletezési időszak meghosszabbodása és a feltételezhetően rosszabb fizetőképességűvé váló vevőkörrel kialakult fizetési határidők együttesen járulhattak hozzá a leghátrányosabb likviditási pozícióba kerüléshez a cseh iparági szereplők esetében. A magyar vállalatok régiós

pozíciója erősen ingadozott az élvonal és a sereghajtó szint között, de több évig a szlovák konkurens iparági szereplőkhöz közeli értékeket vettek fel, ettől csak 2021-ben szakadt el a kevésbé fizetőképessé váló hazai vevőkörnek nyújtott hosszabb fizetési haladékok következtében.

A forgási sebességekkel korrigálva, valamennyi ország esetében átlagosan a teljes időszakban magasabb volt az általános likviditási ráta, mint az átfogó likviditási index, amely az előbbi ráta hatékonysági mutatókat is figyelembe vevő korrigált értékének felel meg. Az eredmények (lásd: 5. ábra) alapján nem menedzseltek elég hatékonyan a forgótőkéjüket a vállalatok egyik vizsgált országban sem, amely kissé árnyalja az általános likviditásnál kimutatott előnyös helyzetét a szektorális szereplőknek.



5. ábra: A közép-európai gyógyszeripari vállalatok átlagos likviditási értékcorrekciója
Forrás: saját szerkesztés

A magyar vállalatok esetében viszonylag mérsékelt szinten tudta tartani az alacsonyabb működési hatékonyság likviditásra gyakorolt negatív hatását, ugyanakkor jelentősen javítani sem tudott ezen a vizsgált időszakban, mivel összességében az 5 év alatt végig 0,1 és 0,15 közötti eltérés mutatkozott az általános likviditási rátához képest. Ezzel szemben a többi visegrádi országban már nagyobb kilengések mutatkoznak, habár ez csak a forgótőke alacsonyabb hatékonyságú menedzselésének erősebb és gyengébb fokozatait különbözteti meg. Amíg Magyarországon a működési ciklus csökkenésének hatása csak korlátozottan érvényesült a likviditásban, addig a régió többi országában 2019-re a készletezési költségek gyorsabb megtérülése és vevőkövetelések hatékonyabb behajtása együttesen érzékelhetően csökkentette fizetőképességi mutatóban megmutatkozó negatív eltéréseket. Ez különösen a cseh vállalatok esetében volt látványos, ahol a kintlévőségek mértékét építették le jelentősen, bár ez az azonnali fizetőképesség javulását nem jelentette, illetve a lengyel vállalatoknál, ahol a legerőteljesebben tudták a pénzciklus hosszát mérsékelni a vizsgált 5 év alatt. A lengyel vállalatok folyamatosan tudták növelni az átfogó likviditási indexet, és az általános likviditási mutatótól való eltérésük is folyamatosan csökkent, így az erős likviditási pozíciójuk egy régiós összehasonlításban viszonylag hatékony forgótőke menedzsmenttel párosult. Átlagosan a csehekénél volt a legnagyobb kalkulálható eltérés az átfogó likviditási index és általános likviditási mutató között, így a régióban a csehek tudták a legkevésbé értékesítési árbevételre konvertálni átlagkészletüket és kintlévőségeikben lekötött tőkéjüket, így bár a likviditásuk csökkent, de még megfelelő határon belül ingadozott, ha a kedvezőtlenül alacsony szinten lévő pénzeszközökön kívül figyelembe vesszük a kevésbé likvid eszközeiket is. A szlovák iparági szereplőknél megfigyelhető 2019-es markáns előnyös változást az időszak végére már némileg visszaredukálta, és bár a forgótőkehatékonyság likviditást gyengítő hatását a lengyelekéhez hasonlóan sikerült viszonylag erős kontroll alatt tartaniuk, ez az eleve régiós szinten gyengébb

fizetőképességi helyzetük miatt nem jelent pozitív fejleményt a vizsgált vállalati szereplők nézőpontjából.

Így a vizsgált országok vállalatai átlagosan elég hatékonyan gazdálkodtak a forgóeszközeikkel, de lehetnének még ettől is hatékonyabbak. Átlagosan 0,1 körüli az eltérés az átfogó likviditási index és általános likviditás között, a cseheknél átlagosan ennek a duplája, a magyaroknál is kicsit nagyobb eltérés volt a két mutató között 2021-ig. A magyar vállalatok likviditása is nagymértékben lecsökkent 2022-ben, ehhez hozzájárult az is, hogy nagyon sok osztalékot fizettek ki 2022-ben, többszörösét a korábbi éveknek. Az adózott eredmény, árbevétel is sokkal kisebb lett 2022-ben a kiéleződött geopolitikai konfliktusok hatására visszaesett kereslet miatt.

4. Következtetések és összegzés

Összességében a régiós iparági szereplők általános likviditási pozíciója bár erősnek mutatkozott, ezt több ország esetében is jelentősen árnyalta a magasan tartott és lassabban értékesített, elfekvő készletállomány, illetve a kölcsönügyletekből és hosszabb beszedési időszakokból eredő kintlévőségállomány kezelése. A tartozási ideje átlagosan a magyar vállalatoknak volt a legrövidebb, és a járvány közepette fizettek átlagosan a leghamarabb a szállítóiknak, ahogy csökkent az árbevételük 2021-2022-ben, úgy a csökkenő likviditással később fizettek a szállítóiknak. A cseh vállalatok tartozási ideje ugyanakkor a magyarokéval szemben a Covid-19 elterjedésének évében növekedett, utóbbiak a kereskedelmi hitelezés előnyeit élvezhették korábban is, viszont 2022-ben már az esetükben is jelentősen emelkedett a szállítókkal szemben elért tartozáskiegyenlítési időszak, elérve a szlovák konkurenciájuk értékeit. A lengyel vállalatok 2021-ig még hosszabb fizetési haladékokat tudtak maguk számára kialakítani, így a csehekhez képest még jobb alkupozícióval rendelkeztek. A cseh és lengyel vállalatok 2022-es romló hatékonysága egyaránt összefüggött a régió egészét érintő logisztikai és energiaválsággal, amely nehezítette a készletezéssel kapcsolatos költségek gyorsabb megtérülését, bár ugyanezen makrogazdasági körülmény a korábbi években alkalmazott finanszírozási politikák miatt eltérő bázisról gyakorolt negatív hatást a területileg elkülönítetten kezelt iparági szereplőkre, amely miatt összességében a cseh szektorális szereplők rosszabb helyzetbe kerültek a lengyel versenytársaikétól.

A magyar vállalatok esetében a beszedési időszak szinte minden esetben nagymértékben meghaladta a tartozási időszakot, több külső forrást kellett bevonniuk a saját működésük finanszírozásához, viszont kedvező, hogy ezt csökkenteni tudták olyan mértékűre, hogy 2022-re csupán néhány nap eltérés lett a beszedés és a tartozás között. A lengyel vállalatok esetében a beszedési időszak csak néhány nappal haladta meg a tartozási időszakot, a jól teljesítő vállalati pénzügyi menedzsment kontrollfeladatainak egyik mérőszámaként, egy 5-10 napos különbség volt átlagosan. A szlovák vállalatok esetében is viszonylag elenyésző volt ez az eltérés, átlagosan mintegy 10 nappal később hajtották be tartozásaikat. A cseh vállalatok esetében inkább már 20 nap eltérésről beszélhetünk, esetükben van a legnagyobb eltérés a beszedési és tartozási időszak között, amely kedvezőtlen a működésükre nézve, hiába sikerült lerövidíteni azt 2018 után, az időszak végére ismét a korábbi kedvezőtlen szintre emelkedett vissza, azaz jellemzően túlságosan meghitelezik a vevőiket, amely hatással van a csökkenő likviditásukra is. A magyar vállalatokra már inkább az volt jellemző, hogy időben korábban egyenlítik ki a tartozásaikat a partnereik irányába, de legalább a leghatékonyabban hajtják be a követeléseiket. A tartozásaikat átlagosan a magyar vállalatok fizetik ki a leggyorsabban, viszonylag gyenge az alkupozíciójuk, illetve erősebb alkupozícióikat sem érvényesítik érezhetően a piacon, 2021-től azonban a gyengülő fizetőképességi pozíciójuk már e stratégia átgondolására készítette a vállalatok menedzsmentjeit. A szlovák vállalatokra is jellemző volt az üzleti ciklusuk szállítókkal történő ingyenes megfinanszírozása, azonban ennek előnyeit a vevői partnereikkel szembeni gyengébb alkupozícióik révén kevésbé tudták pénzügypolitikájukban érvényesíteni. Az eredményeket összehasonlítva, a cseh vállalatoknak még inkább javítaniuk kellene a kintlévőségeik beszedési hatékonyságán, szigorúbb vevőfelügyeletet gyakorolva, hogy ne legyenek ekkora mértékben lekötve a költségesen bővíthető likvid eszközeik állománya a működésben.

Átlagosan a lengyel vállalatok rendelkeznek a legrövidebb működési- és pénzciklussal, de a szlovák vállalatok is átlagosan rövidebb pénzciklussal rendelkeznek, mint a magyarok 2021 óta, ráadásul javult a működési- és pénzciklusuk is 2018 óta. A cseheknek a 2022-es romló hatékonyság után mindenképpen csökkenteni kellett a pénz- és működési ciklust legalább a 2021-es szintre, mivel a rövid lejáratú tartozásaik pénzeszközfedezete nagyon alacsony, ehhez a kintlévőségeiket gyorsabban kell behajtani, az eddiginél nagyobb vevőkört megszólítva, amely javíthatna a készletezési hatékonyságukon is. A magyar vállalatok számára hasonlóan indokolatlan akkora mértékű készletekben lekötve tartani a tőkájüket, amekkorát nem tudnak értékesíteni, csak nagyon hosszú idő alatt. A tőke felszabadítása a likviditást is javítaná, de a követeléseik behajtásának további gyorsítása érdekében érdemes lehet skontót nyújtani a vevők számára vagy egyéb kedvezményeket, amelyekkel többet tudnak értékesíteni és gyorsabban be is tudják hajtani a kintlévőségeiket, ez érvényes a többi ország vállalatára is, akik lassabban hajtják be a követeléseiket.

Átlagosan minden vizsgált ország vállalataira többnyire jellemző volt az óvatosabb, kockázatkerülő finanszírozási stratégia, amely a forgóeszközök legalább egyharmadának tartós forrásokkal történő finanszírozását, így – ellensúlyozva az iparági sajátosságként megjelenő működési kockázatok kezelésének kényszerét – pozitív nettó forgótőke-állományukkal viszonylag szélesebb pénzügyi mozgásteret biztosítottak maguk számára. A magyar vállalatok azonban így is kihívás előtt állnak, növelni kell a likviditásukat, vevőkörük és értékesítési csatornáik bővítésével a forgalmuk gyarapítása szükséges stabil fizetőképességi helyzetük eléréséhez, illetve fenntartásához, amelyhez a későbbi osztalékpolitikájuk átgondolása is szükséges, azok minimalizálását célul kitűzve, kiszámíthatatlan körülmények közepette. Ezen felül azonban a többi régiós ország vállalatának is törekednie kell a nagyobb azonnali likviditás kialakítására, mivel az újrabefektetést nem prioritizáló osztalékpolitika a lengyelek esetében is dominánssá vált, szemben a szlovák iparági szereplőkkel. Célszerű lehet a nyújtott hitelek állományát tovább mérsékelni, az elfekvő készletállománnyal együtt, amíg nem áll legalább részlegesen vissza a Covid előtti időszakot jellemző makrogazdasági konjunktúra, és nem növekszik a gyógyszerkészítmények piacán a kereslet a vevők irányából, amely a rendszeres bevételi forrását növelné a vállalatoknak. Az osztalékfizetést is érdemes visszafogni, mivel nem minden év sikerül nagyon kedvezően, a korábbi éveknél többszöröse került kifizetésre 2021-2022-ben, főleg ennek a kifizetett összegnek a hiánya látszott meg a likviditásban, mivel bár 2021-óta csökkent az értékesítés árbevétele, de adózott eredmény nem akkora mértékben csökkent ebben az utolsó vizsgált 2 évben.

A tanulmányunkban vizsgált minta ugyan csak a visegrádi országok gyógyszeripari iparágban tevékenykedő vállalatainak EMIS adatbázisból is kinyerhető adataira korlátozódott, azonban a kapott eredményekből következtetéseket lehet levonni a régió többi országára is: habár önmagában a Covid-19 kezelésének [20] nem volt számottevő hatása egyik ország iparági szereplőinek általános fizetőképességi helyzetére, ezek a nemzetgazdasági különbségek már az orosz-ukrán háború okozta energiaválság éveiben jelentősebben mutatkoztak inkább meg. Ez azonban kevésbé az egyes országok eltérő gazdaságpolitikai vagy jogszabályi körülményeire voltak visszavezethetőek, mint inkább az egyes országokon belüli gyógyszerpiaci szereplők alkupozícióinak változására, illetve a korábban folytatott finanszírozási politikájuk bázis hatására.

Irodalomjegyzék

- [1]: Antalóczy, K., Gáspár, T. & Sass, M. (2021). A gyógyszeripari értéklánc sajátosságai Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 68(6), 645-673. doi: 10.18414/KSZ.2021.6.645
- [2]: Bíró, T. (2021). *A mérleg elemzése*. In: Bíró Tibor (szerk.), *Vállalkozások tevékenységének komplex elemzése* (pp. 39-71). Perfekt Kiadó. ISBN 9789633948125
- [3]: Böcskei, E., Orbán, I., Bács, Z., & Fenyves, V. (2017). Az IFRS beszámolóban rejlő sajátosságok controlling szemléletű vizsgálata – döntéstámogató vezetői számvitel előtérbe kerülése a pénzügyi számvitel szabályozásán keresztül. *Controller Info*, 5 : 4 pp. 2-8.
- [4]: Denich, E. (2019). A hagyományos kockázatkezeléstől a vállalati kockázatkezelésig. *Limes*, 6, 129-140. ISSN 2411-4081
- [5]: EMIS (2024). *Pharmaceutical and Medicine Manufacturing*. <https://www.emis.com/en/> (Letöltés dátuma: 2023.10.13)

- [6]: Erdey, L. (2005). Hagyományos módszerek és új kihívások az ágazaton belüli kereskedelem mérésében. *Statisztikai Szemle*, 83(3), pp. 258–283.
- [7]: Fazekas, B. & Becsky-Nagy P. (2018). Az állam a kockázati tőkés szerepében. *Közgazdasági szemle*, 65: 12 pp. 1257-1280., 24 p.
- [8]: Fazekas, B. & Becsky-Nagy, P. (2021). A new theoretical model of government backed venture capital funding. *Acta oeconomica*, 71: 3 pp. 487-506., 20 p
- [9]: Fenyves, V., Tarnóczy, T., & Orbán, I. (2024). Application of text mining in the analysis of notes to financial statements: A Hungarian case. *Journal of International Studies*, 17 : 1
- [10]: Huzdik, K., Baranyai, Zs. & Nagy, L. (2020). *Pénzügyekről józanul*. Nemzeti Közszerkesztési Intézet. ISBN 9789634981084
- [11]: Kiss, A. (2016). Value Creation and Different Dimensions of Value in Corporate Practice. *Annals of the University of Oradea Economic Science*, 25(1), 651-660. ISSN 1222-569X, 1582-5450
- [12]: Kiss, A. (2016). The Empirical Examination of Changes Related to Value Drivers in the Effects of the 2007-2008 Crisis. *APSTRACT - Applied Studies in Agribusiness and Commerce*, 10(4-5), 31-36. ISSN 1789-221X, 1789-7874
- [13]: Kiss, A. (2015). Empirical Analysis of the Role of the Firms' Value Drivers. *Network Intelligence Studies*, 3(6), 91-96. ISSN 2344-1712
- [14]: Kiss, A. (2017). An Empirical Analysis of the Effects of the 2007-2008 Financial Crisis on Changes in the Value Creation of Firms in Individual Industrial Sectors. *Annals of the University of Oradea Economic Science*, 26(1), 405-412. ISSN 1222-569X, 1582-5450
- [15]: Kiss, A. (2017). Tulajdonosi értékmaximalizálás versus érintett elmélet menedzsment irodalmakban megjelent megközelítései. *Taylor*, 9(1), 62-69. ISSN 2064-4361, 2676-8917
- [16]: Kovács, T., David, F., Nagy, A., Szűcs, I., & Nábrádi, A. (2021). An Analysis of the Demand-Side, Platform-Based Collaborative Economy: Creation of a Clear Classification Taxonomy. *Sustainability*, 13(5). 2817. <https://doi.org/10.3390/su13052817>
- [17]: Központi Statisztikai Hivatal (2021a). *Az ipari termelés értéke alágak szerint (2001-)*. https://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_oia006a.html (Letöltés dátuma: 2023.10.14)
- [18]: Lakatos, V., Erdey, L., Szűcs, N., Rózsa, A., & Nagy, A. (2019). Establishment of the Customer Perspective of the Balanced Scorecard System at Sports Enterprises through the Example of a Hungarian Football Club. *Apstract - Applied Studies In Agribusiness And Commerce*, 13(1–2), pp. 5–16. <http://doi.org/10.19041/APSTRACT/2019/1-2/1>
- [19]: Lengyel, I. M. & Molnár, E. (2014). Egy versenyképes iparág kelet-közép-európai kontextusban: a magyarországi gyógyszeripar helyzete külkereskedelmi adatok tükrében. *Köztes Európa*, 6(1), 115-123. ISSN 2064-437X
- [20]: Orbán, I. & Oday, Tamimi (2023): The Impact of IFRS 9 on Financial Reporting during Covid-19 from the Point of View of Experts in Europe. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 17 : 4 pp. 21-36. , 16 p.
- [21]: Paár, D. (2021a). *A pénzügyi helyzet elemzése rövid és hosszú távon*. In: Paár D., Szóka K. (szerk.), Gazdasági elemzés a beszámolóik információi alapján (pp. 58-69). Soproni Egyetem. ISBN 9789633344019
- [22]: Paár, D. (2021b). *Hatékonyág elemzése*. In: Paár D., Szóka K. (szerk.), Gazdasági elemzés a beszámolóik információi alapján (pp. 88-103). Soproni Egyetem. ISBN 9789633344019
- [23]: Pharmindex Online (2019). *Nézőpont: a gyógyszeripar az egyik sikerágazat*. <https://www.pharmindex-online.hu/a-gyogyszeripar-a-magyar-gazdasag-egyik-sikeragazata> (Letöltés dátuma: 2023.10.14)
- [24]: Popp, J., Harangi-Rákos, M., Petó, K., & Nagy, A. (2013). Bioenergy: Risks to food-, energy- and environmental security. *Applied Studies in Agribusiness and Commerce*, 7(4-5), pp. 121-130. <https://doi.org/10.19041/APSTRACT/2013/4-5/17>
- [25]: Rákos, M., Szenderak, J., Erdey, L., Komives, P. M., & Fenyves, V. (2022). Analysis of the economic situation of energy companies in Central and Eastern Europe. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(4), pp. 553-562.
- [26]: Robinson T.R., Henry E., Pirie W.L., Broihahn M.A., & Cope A.T. (2015). *International Financial Statement Analysis*. Wiley. ISBN 9781118999479. <https://books.google.hu/books?id=o54cBgAAQBAJ> (Letöltés dátuma: 2023.10.14)
- [27]: Szabó, A. (2019). *Vezet a visegrádiak körében a magyar gyógyszeripar*. <https://novekedes.hu/hirek/vezet-a-visegradiak-koreben-a-magyar-gyogyszeripar> (Letöltés dátuma: 2023.10.14)
- [28] Szekeres, A. & Orbán, I. (2019): Examination and control of the efficiency of enterprises operating within the health care sector. *CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL* 17 : 1 pp. 173-182. , 10 p.
- [29]: Sztanó, I. (2019). *A számvitel alapjai*. Perfekt Kiadó. ISBN 9789633948651
- [30]: Takács, A. (2009). *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben*. Perfekt Kiadó. ISBN 9789633947678
- [31]: Takács, A. & Márkus G. (2020): *Beszámolóikészítés és elemzés*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar. ISBN 9789634295891
- [32]: Takács, I. (2013). *Gazdasági elemzés általános jellemzői, általános és speciális módszerei*. In: Pupos T. (szerk.), *Gazdasági elemzés* (pp. 6-20). Debreceni Egyetem. ISBN 9786155183690
- [33]: Ujvári, I. N. (2015). Számvitel és vállalatvezetés. *Gazdaság és társadalom*, pp. 76-87. ISSN 0865-7823
- [34]: Wild, J.J., Subramanyam, K.R. & Halsey, R.F. (2007). *Financial Statement Analysis*. McGraw-Hill/Irwin. ISBN 9780073100234. <https://books.google.hu/books?id=B1USAQAAMAAJ> (Letöltés dátuma: 2023.10.14)