

TAKÁCS ANDRÁS

## Hazai vállalatok teljesítményének alakulása és annak hatása a cégértékelési módszer kiválasztására

Tanulmányomban 2083 hazai vállalat gazdasági teljesítményének 2020 és 2024 közötti alakulását elemzem. A vizsgálat célja a legfontosabb teljesítménymutatók (saját tőke, árbevétel, adózott eredmény) alakulásának feltérképezése és a szektoronként jelentkező eltérések azonosítása, valamint annak vizsgálata, hogy mindez milyen hatással van a megfelelő vállalatértékelési módszer kiválasztására. Eredményeim arról tanúskodnak, hogy az adózott eredmény volatilitása a mezőgazdaságban volt a legnagyobb; a mezőgazdaságot követi az ipar, a szolgáltatás és a kereskedelem. Általánosságban megfigyelhető, hogy a nyereség növekedése elmaradt a nettó eszközvagyon növekedési ütemétől, aminek következményeként a vállalatok piaci értékének meghatározása során egyre inkább teret nyert a vagyonalapú megközelítés a hagyományosan domináló, mindig elsődleges választásként alkalmazott hozamalapú értékeléssel szemben.\*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G10, G12, G32.

Kulcsszavak: gazdasági teljesítmény, gazdasági szektorok, vállalatérték, vagyonalapú értékelés, hozamalapú értékelés.

The financial performance of Hungarian companies and its impact on selecting the appropriate company valuation method

ANDRÁS TAKÁCS

This study analyses the financial performance trends of 2083 Hungarian companies operating in various sectors between 2020 and 2024. The study aims to map the development of the most important performance indicators (shareholders' equity, sales revenue and after-tax profit), identify differences between sectors and examine the impact of these trends on the selection of the appropriate company valuation method.

\* A tanulmány a TKP2021-NKTA-19 számú projekt keretében az Innovációs és Technológiai Minisztérium Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Alapból nyújtott támogatásával, a TKP2021-NKTA pályázati program finanszírozásában valósult meg.

Takács András egyetemi tanár, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar (e-mail: takacs.andras@ktk.pte.hu). ORCID: 0000-0002-8152-2833.

A tanulmányra a Creative Commons CC-BY irányelvei érvényesek.

A kézirat első változata 2025. augusztus 28-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.18414/KSZ.2026.1.31>

Results indicate that after-tax profit was the most volatile in agriculture, followed by industry, services and trade. In general, the growth rate of profits was unable to keep pace with the growth rate of net assets. Consequently, the asset-based approach gained significant ground in determining the market value of companies, as opposed to the income-based approach, the traditionally dominant valuation method.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: G10, G12, G32.

Keywords: economic performance, economic sectors, company value, asset-based valuation, income-based valuation

## Bevezetés

A vállalatok, illetve a vállalatokban lévő tulajdoni részesedések, üzletrészek piaci értékének megbecslésére sokféle módszer használatos. Egy korábbi könyvemben (Takács, 2021) a kapcsolódó nemzetközi és hazai szakirodalomban megtalálható alaptervek – mint Damodaran (2012), Koller és szerzőtársai (2010), Fernandez (2002), Ulbert (1997), valamint Takács (2015) – szintetizálásával három olyan fő értékelési módszert azonosítottam, amely a szakirodalomban minden szerzőnél, illetve minden releváns forrásban megjelenik: a vagyonalapú, a hozamalapú és a piaci alapú értékelést. Mindez teljes mértékben egybevághat a nemzetközi értékelési gyakorlatot meghatározó és a terület legelismertebb szereplői (vezető tanácsadó cégek, szakmai testületek) által magukra nézve kötelezőnek tekintett Nemzetközi Értékelési Standardokkal (*International Valuation Standards, IVS*), amelyeket a Nemzetközi Értékelési Standard Tanács (*International Valuation Standards Council, IVSC*) dolgoz ki és publikál. Az IVS legfrissebb változata 2025. január 31-től hatályos (IVSC, 2025).

A *vagyonalapú értékelés* során a vállalatban lévő 100 százalékos részesedés piaci értékét az értékelés időpontjában meglévő nettó eszközértékkel azonosítjuk. A nettó eszközérték a vállalat összes eszközének értéke, csökkentve a kötelezettségekkel; az utóbbiakba beleértendők a magyar számviteli rendszerben külön főcsoportban kimutatott céltartalékok és passzív időbeli elhatárolások is. E számítással tulajdonképpen a vállalat adott időpontbeli saját tőkéjét kapjuk meg. A módszer tehát a vállalat értékét kizárólag az általa birtokolt fizikai vagyontól vezeti le, és nincs tekintettel a jövőbeli fejlődési lehetőségekre, növekedési potenciálra, profittermelésre.

Ezzel szemben a *hozamalapú értékelés* során az aktuális piaci értéket a vállalatnál a jövőben várhatóan megtermelendő hozamokból származtatjuk. A figyelembe vett hozam a vállalat jellemzőitől, az értékelési szituációtól függően az értékelő megítélése alapján lehet pénzáramlás, más szóval *cash flow*, vagy számviteli eredmény, azaz könyvelt profit. A folyó árakon előrejelzett évenkénti hozamokat azután a pénz időértékét kifejező, a hozammal módszertanilag kompatibilis diszkontráta segítségével a jelenre számítjuk, a vállalat, illetve az üzletrész becsült piaci értékét pedig e jelenre diszkontált évenkénti hozamok összege adja.

A harmadik módszer, a *piaci alapú értékelés* más vállalatokkal történő összehasonlításon alapul. Az értékelendő vállalat piaci értékére vonatkozó becslést a vállalat valamely teljesítménymutatója (például árbevétel vagy adózott eredmény),

valamint egy hozzá hasonlóknak tekinthető referenciavállalatok adataiból számított szorzószám szorzata adja meg. A módszerrel szemben ellenérvként hozható fel, hogy valójában nem értékelésre, hanem gyors árbecslésre szolgál, hiszen a szorzószámot tőzsdei cégek részvényeinek árából alakítják ki. Ennél talán még erősebb ellenérv, hogy ténylegesen hasonló vállalatot (amely iparág, földrajzi elhelyezkedés, méret, diverzifikáltság, növekedési potenciál stb. szempontjából csaknem ugyanolyan paraméterekkel bír, mint az értékelendő cég) gyakorlatilag lehetetlen találni (Takács, 2024). Ha a hasonlóság nem biztosított, akkor viszont jelentős korrekciókkal kell élni, ami igencsak szubjektív, csakúgy, mint a referenciaminta összeállítása, ezáltal pedig az értékelés önkényessé és torzzá válhat. Koller és szerzőtársai (2010) szerint a szorzószámokon alapuló értékelés elsősorban nem az érték meghatározására, hanem az adott cég teljesítményének a versenytársak teljesítményével való összevetésére lehet hasznos módszer, azaz kevésbé értékelési, mint inkább ellenőrző, validáló szerep tulajdonítható neki. Ezekre az érvekre tekintettel a jelen kutatásból kizárom a piaci alapú módszert, és a továbbiakban csak a vagyon- és a hozamalapú értékelési megközelítéssel foglalkozom, hiszen ezek az értékelt vállalat saját teljesítményadatain alapulnak, és a közzétett számvetési adatokból megbízhatóan meghatározhatók.

Az értékelés során az úgynevezett legjobb hasznosítás elvét kell alkalmazni, amelyet az IVS definiál részletesen (IVSC, 2025), de a szakirodalomban is megjelenik a gyakorlati alkalmazásokban, empirikus elemzésekben (lásd például Takács & Dobay, 2025; Walacik et al., 2020). A legjobb hasznosítás elvének lényege, hogy a különböző módszerek egymást kizáró alternatívákat testesítenek meg, ezáltal azok bármilyen kombinálása, egyszerű vagy súlyozott átlagolása módszertanilag elfogadhatatlan. A vagyonérték például azt számszerűsíti, hogy ha a tulajdonosok a cég tevékenységét megszüntetnék, és a benne lévő nettó eszközvagyonat pénzzé tennék, mekkora értékhez jutnának, míg a hozamérték éppen azon az alapvetésen nyugszik, hogy a cég folytatja tevékenységét, a jövőben folyamatosan hozamokat generál. Mivel tehát a különböző módszerek egymással nem kombinálhatók, az értékelőnek kell kiválasztania, hogy melyik módszer szerinti érték fogadható el piaci értéként. Egy racionálisan gondolkodó szereplő a számára kedvezőbb, azaz több jövedelmet biztosító alternatívát (az előző példa alapján a megszüntetést vagy a további működtetést) választja, így a különböző értékelési módszerekkel számított értékek közül mindig a legjobb hasznosítási módnak megfelelőt, tehát a legmagasabbat kell a vállalat vagy az üzletrész piaci értékeként megállapítani. A legjobb hasznosítás elve a jelen kutatásnak is fontos elemét képezi: a piaci alapú értékelés kizárása miatt a vagyonérték és a hozamérték közül a nagyobbikat tekintjük a legjobb hasznosítás szerinti értéknek (vagyis az adott vállalat becsült piaci értékének).

Kutatásomban egy több mint kétezer hazai vállalat 2020–2024-es időszaki adatait tartalmazó minta alapján megvizsgálom, hogy miként alakult a hazai vállalatok gazdasági teljesítménye az egyes gazdasági szektorokban az utóbbi öt évben, majd arra keresem a választ, hogy a teljesítményekben látható tendenciák hogyan befolyásolták a vagyon-, illetve a hozamalapú értékelési módszerek relevanciáját a piaci érték meghatározásában, kitérve az egyes szektorok közti különbségekre.

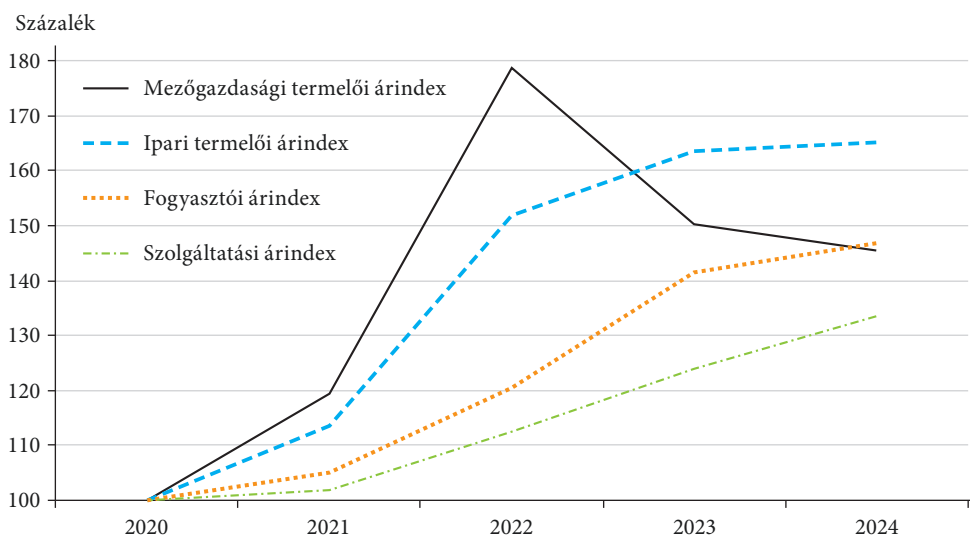
## Az árak alakulása az egyes gazdasági szektorokban

Az elemezni kívánt jelenség felvázolásához elsőként áttekintettem, miként alakultak 2020 és 2024 között az árak az egyes gazdasági szektorokban. A gazdasági szektorok meghatározásakor a hagyományos kategorizálás szerinti primer-szekunder-tercier besorolást vettem alapul azzal, hogy a primer szektor esetében a bányászatot kizártam, és csak a mezőgazdasággal foglalkoztam, a terciér szektor esetében a szolgáltatások közül leválasztottam és külön kategóriaként kezeltem a kereskedelmet, továbbá nem foglalkozom a kvaterner és a kvinális szektorokkal. A továbbiakban gazdasági szektorokon mindvégig a mezőgazdaságot, az ipart, a kereskedelmet és a szolgáltatást értem.

A választott időszakra vonatkozó főbb ármutatókat a Központi Statisztikai Hivatal honlapjáról (KSH, 2025) töltöttem le. A főbb árindexek közül értelemszerűen a mezőgazdaságra a mezőgazdasági termelői árindexet, az iparra az ipari termelői árindexet, a kereskedelemre a fogyasztói árindexet, míg a szolgáltatásokra a szolgáltatási árindexet tekintettem mérvadónak. Az 1. ábra szemlélteti az árak változását az egyes szektorokban, 2020-as bázisra vetítve.

### 1. ábra

Az árak alakulása az egyes szektorokban, 2020–2024 (százalék)



Forrás: KSH (2025).

Az ábra alapján több megállapítást tehetünk. Ami első pillantásra is nyilvánvaló: a vizsgált időszakban összességében az árak gyorsan emelkedtek, a 2024. évi árak minden szektorban jelentősen (33–65 százalékkal) magasabbak a 2020. évi szintnél. A szektoronkénti tendenciákban azonban szembetűnő különbségek vannak. A 2020-as „Covid-év” utáni két évben minden szektorban erőteljes áremelkedés következett be, de míg a szolgáltatások és a kereskedelem esetében ez viszonylag visszafogott mértékű volt (2020-ról 2022-re +12, illetve +20 százalék), az iparban 52,

a mezőgazdaságban pedig 79 százalékkal lettek magasabbak az árak. A következő két évben a szolgáltatásoknál egyenletes, a kereskedelem és az ipar esetében lassuló mértékű további emelkedés volt jellemző, a mezőgazdasági árak azonban folyamatosan és erőteljesen csökkentek. Már az egyes görbék egyszerű szemrevételezésével is megállapítható, hogy a legnagyobb árvolatilitás a mezőgazdaságban volt megfigyelhető (a forrásadatok alapján kalkulált szórás 27,0 százalék volt), hozzá közeli mértékű ingadozást mutattak az ipari árak (a szórás 26,9 százalék volt), míg a kereskedelemben és a szolgáltatási szektorban jóval kiszámíthatóbbak voltak a tendenciák (a megfigyelt időszakban 18,8, illetve 12,8 százalék szórást mutattak).

Ezekből az adatokból logikusan következik az a hipotézis, hogy a nagyobb fokú árvolatilitással jellemezhető szektorokban (leginkább a mezőgazdaságban) a vállalatok árbevétel- és eredménygeneráló képessége jóval nagyobb mértékben függ külső tényezőktől, ezáltal nagyobb kockázattal jelezhető előre, ami a vállalatértékelésben dominánsnak számító hozamalapú értékeléssel szemben előtérbe helyezheti a vagyonalapú megközelítést. A további elemzésem célja e hipotézis igazolása vagy megcáfolása hazai vállalatok azonos időszakra vonatkozó, a számviteli kimutatásokban dokumentált teljesítményadatai alapján.

## Az elemzéshez használt hazai vállalati minta

A vizsgálathoz szükséges vállalati adatok forrását a Crefoport adatbázis képezte. Az elsődleges lekérdezésnél beállítottam a 2020–2024-es időszakot, valamint a TEÁOR 2025 alapján mindazon tevékenységeket, amelyek a mezőgazdaság, az ipar, a kereskedelem vagy a szolgáltatások közé sorolhatók.

Az adatszolgáltató letöltési kvótáira tekintettel az eredeti legyűjtésben összesen 4000 magyar vállalkozás adatait tudtam elérni. Az volt a célom, hogy az egyes szektorok képviselője azonos mértékű legyen (szektoronként 1000 cég), amit az ehhez szükséges – 2024. évi saját tőkére vonatkozó – minimumkorlát beállításával lehetett szabályozni. Az alkalmazott sajáttőke-minimumkorlát a mezőgazdasági vállalatoknál 7 millió Ft, az ipari vállalatoknál 24 millió Ft, a kereskedelmi vállalkozásoknál 170 millió Ft, míg a szolgáltató cégeknél 90 millió Ft volt.

Ezt követően többlépcsős szűrést végeztem a mintán az alábbiak szerint:

- *A hiányzó adatokkal rendelkező cégek elhagyása:* kizártam minden olyan céget, amelynek a 2020–2024-es időszak bármelyik évében hiányzott a számviteli beszámolójából a saját tőkére, az árbevételre vagy az adózott eredményre vonatkozó adata. Ennek következtében 464 vállalat kiesett, így a mintában 3536 vállalat maradt (875 mezőgazdasági, 1000 ipari, 905 kereskedelmi és 756 szolgáltató).

- *A negatív saját tőkéjű cégek kizárása:* minden olyan vállalat kikerült a mintából, amelynek 2020 és 2024 között bármelyik évben negatív volt a saját tőkéje. Ezzel mindössze 68 céget veszítettem. A fennmaradó 3468 vállalatból álló minta 842 mezőgazdasági, 1000 ipari, 892 kereskedelmi és 734 szolgáltató cégből tevődött össze.

- *Árbevétellel nem rendelkező cégek elhagyása:* azokat a vállalatokat, melyeknek 2020 és 2024 között egyetlen évben sem volt realizált árbevétele, szintén kihagytam

a mintából. Az ezzel a jellemzővel bíró 39 cég elhagyása után a minta 3429 eleműre csökkent (820 mezőgazdasági, 998 ipari, 891 kereskedelmi és 720 szolgáltató).

– *Veszteséges cégek kizárása:* végül kihagytam a mintából azokat a vállalatokat, amelyeknek a vizsgált időszak bármelyik évében negatív volt az adózott eredménye; emiatt 1346 cég esett ki. A végleges adatállomány így összesen 2083 vállalatot tartalmaz (335 mezőgazdasági, 614 ipari, 701 kereskedelmi és 433 szolgáltató).

A fenti szűrési műveletek mögött az a célkitűzés húzódott meg, hogy a vizsgálatban kizárólag egészségesen működő (pozitív saját tőkéjű, árbevételt és nyereséget termelni képes) vállalatok vegyenek részt, és kizárhatók legyenek a problémás, nem megfelelően gazdálkodó vagy adott esetben kevésbé életképes cégek adataiból eredő esetleges torzító hatások. A szűrések után maradt 2083 vállalatból (és vállalatonként 5 egymást követő üzleti évből, azaz összességében több mint tízezer vállalat-évből) összeálló minta minden mérce szerint kellően nagynak tekinthető ahhoz, hogy megbízható következtetéseket vonhassunk le az elemzéséből.

Az így kialakított adatállomány a cégek azonosító adatain (név, székhely, főtevékenység, létszám) túl a 2020–2024-es időszak minden évre vonatkozóan tartalmazza a számviteli beszámolóikban elérhető főbb méret- és teljesítménymutatókat (összes eszköz, saját tőke, árbevétel, üzemi eredmény, adózott eredmény). Ezeket az adatokat továbbiakkal egészítettem ki Aswath Damodaran (2025) nyilvános adatbázisa segítségével. Elsőként a Damodaran által közzétett táblákból az európai vállalatok 2020–2024-re vonatkozó, iparágankénti bontásban elérhető sajáttőke-költség (*cost of equity*), nettó eredményhányad (*net margin*), valamint az iparágban a megelőző 5 évben megfigyelt átlagos éves eredménynövekedési ráta (*CAGR in net income – last 5 years*) adatsorait gyűjtöttem le. További feladatot jelentett, hogy a hazai TEÁOR 2025 szerinti tevékenységi kódok és a Damodaran által használt iparági kategóriák nem esnek egybe. A helyzet megoldására egyéb lehetőség hiányában manuális módszert használtam: a TEÁOR 2025 két számjegyig lebontott tevékenységi kódjainak teljes listáján végighaladtam, és azokhoz egyenként hozzárendeltem a megítélésem szerint legközelebb eső Damodaran-féle iparági megnevezést. A tételes összerendelését szemléltető táblázat a függelékben látható. Ennek eredményeképpen lehetővé vált, hogy a mintában szereplő minden egyes vállalat-évhez hozzárendeljek egy diszkontrátát (az iparági szokásos sajáttőke-költséget), egy szokásos nettó nyereséghányadot, valamint egy szokásosnak tekinthető profitnövekedési rátát. Ezen adatok birtokában a kutatásban megcélzott minden vizsgálat, kalkuláció elvégezhető.

## A hazai vállalatok teljesítményének alakulása 2020 és 2024 között

A mintában szereplő vállalatok adatain elsőként a legfontosabb számviteli mutatók (saját tőke, árbevétel, adózott eredmény) ingadozását vizsgáltam meg, azt kutatva, hogy az egyes szektorokban látott különböző erősségű áringadozások tetten érhetők-e a vállalati teljesítményekben is. Az 1. ábrán látható, hogy az árvolatilitás

a mezőgazdaságban volt a legerősebb, szintén igen jelentős volt az iparban, ugyanakkor jóval mérsékeltebb a kereskedelem és a szolgáltatások terén. Ebből arra következtethetünk, hogy a mezőgazdasági és az ipari vállalatok bevételeit és/vagy számviteli eredményét jóval nagyobb kitettség, kockázat jellemezte, mint a kereskedelmi és szolgáltató vállalatokét. Ennek vizsgálatához szolgáltatót alapot az 1. táblázat, amely szektoronként szemlélteti az árbevétel és az adózott eredmény relatív szórását a 2020 és 2024 közötti időszakban megfigyelt vállalati adatokra alapozva.

### 1. táblázat

Főbb vállalati teljesítménymutatók relatív szórásai a 2020–2024-es időszakban (százalék)

| Szektor      | Mutató  | Árbevétel | Adózott eredmény |
|--------------|---------|-----------|------------------|
| Mezőgazdaság | átlag   | 28,73     | 68,18            |
|              | minimum | 0,00      | 9,63             |
|              | maximum | 171,43    | 179,56           |
|              | medián  | 22,66     | 63,97            |
| Ipar         | átlag   | 23,74     | 62,50            |
|              | minimum | 1,58      | 6,92             |
|              | maximum | 108,52    | 181,97           |
|              | medián  | 21,52     | 57,54            |
| Kereskedelem | átlag   | 22,72     | 52,88            |
|              | minimum | 2,30      | 3,98             |
|              | maximum | 173,03    | 173,62           |
|              | medián  | 18,45     | 48,40            |
| Szolgáltatás | átlag   | 28,11     | 54,43            |
|              | minimum | 3,76      | 10,18            |
|              | maximum | 196,18    | 172,94           |
|              | medián  | 23,36     | 49,27            |
| Összesen     | átlag   | 25,11     | 58,50            |
|              | minimum | 0,00      | 3,98             |
|              | maximum | 196,18    | 181,97           |
|              | medián  | 20,84     | 53,84            |

*Forrás:* saját szerkesztés.

Az adatok arról árulkodnak, hogy az árbevétel ingadozása összességében és minden szektorban kisebb mértékű volt, mint az *adózott eredményé*, és kisebb különbségek is voltak tapasztalhatók a szektorok között. Az árbevétel relatív szórásának átlaga a mezőgazdaságban és a szolgáltatásoknál 28–29 százalék, az ipar és a kereskedelem esetében 22–23 százalék volt, mediánja pedig a kereskedelemben 18,45 százalék, míg a többi szektorban 22 és 23 százalék közötti hasonló értékek voltak tapasztalhatók. Ennél jóval szembetűnőbbek az adózott eredmény ingadozásának

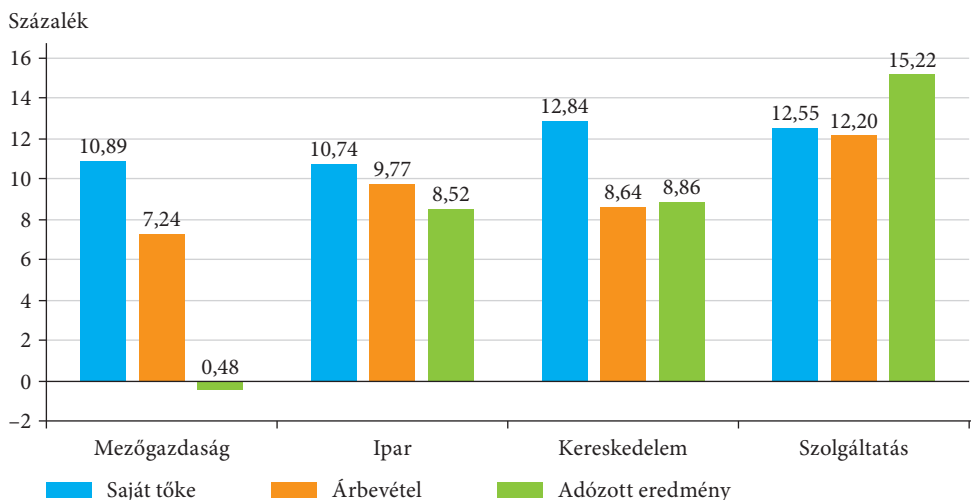


szektorok közötti eltérései. A mezőgazdaságban a többi szektorhoz képest kiemelkedő mértékű volt a profitingadozás, átlagosan 68,18 százalékos átlagos relatív szórással (a medián 63,97 százalék), amelyet az ipar követett 62,50 százalékos átlaggal (medián: 57,54 százalék), ugyanakkor mérsékeltebb relatív szórások voltak megfigyelhetők a szolgáltatásoknál (átlag: 54,43, medián: 49,27 százalék) és a kereskedelemben (átlag: 52,88, medián: 48,40 százalék). Az adatok tehát arra utalnak, hogy a szektorszinten tapasztalt árváltozások elsősorban a mezőgazdasági és az ipari vállalatok számára okoztak nagyobb kitettséget, ami az általuk realizált adózott eredmények erősebb ingadozásaiban öltött testet.

A teljesítménymutatók szóródása mellett természetesen további fontos kérdés azok tendenciája. A 2. ábrán látható az árbevétel és az adózott eredmény 2020–2024-es időszaki éves átlagos növekményének mediánja szektoronként, referenciaként bemutatva az inkább méret-, mint teljesítménymutatónak tekinthető saját tőke ugyanezen adatát is.

## 2. ábra

Főbb mutatók éves átlagos növekményei 2020 és 2024 között, szektoronként (százalék)



Forrás: saját szerkesztés.

Az ábráról leolvasható, hogy az *árbevétel* minden szektorban kisebb ütemben növekedett, mint a saját tőke, ami arra utal, hogy a vizsgált időszakban a hazai vállalatok bevételtermelő képessége nem tudta követni a vállalatméret növekedését. A leggyengébb árbevétel-növekedési ütemet a mezőgazdaság produkálta (évi 7,24 százalék), ami bő 3,5 százalékponttal kisebb, mint a nettó eszközök (a saját tőke) bővülése (évi 10,89 százalék). A kereskedelem 8,64 százalékos éves átlagos árbevétel-növekménye már több mint 4 százalékponttal marad el a szektor átlagos sajáttőke-növekményétől (évi 12,84 százalék). Az iparban az értékek között már csak szűk 1 százalékpont volt az eltérés (árbevétel: 9,77, saját tőke: 10,74 százalék), a szolgáltatásoknál pedig az eltérés minimális (árbevétel: 12,20, saját tőke: 12,55 százalék).



Jóval vegyesebb a kép az *adózott eredmény* éves átlagos növekedési ütemét tekintve. A mezőgazdasági vállalatok esetében a mediánérték negatív (évi  $-0,48$  százalék), az agrárszektorban tehát folyó áron mérve is csökkenő nyereségtermelő képességről beszélhetünk a vizsgált időszakban. Pozitív, de a bevételnövekedéstől elmaradó mértékű emelkedés látható az iparvállalatoknál ( $8,52$  százalék), a kereskedelmi cégeknél viszont már az árbevételt kismértékben meghaladó ( $8,86$  százalék), míg a szolgáltató vállalatoknál nemcsak a bevételt, hanem a sajáttőke-növekményt is túlszárnyaló emelkedés ( $15,22$  százalék) tapasztalható az adózott eredményben.

Ahhoz, hogy feltárjam, vajon a minden szektorban kimutatható folyamatos méret-növekedést (a saját tőke növekményét) miért nem tudta követni a vállalatok profittermelő képessége (kivéve a szolgáltatásokat), összevettem a mintabeli cégek egyes vállalat-években realizálódott tényleges nettó eredményhányadát (az adózott eredmény és az árbevétel hányadosát) a Damodaran adatbázisából letöltött európai iparági referenciaértékekkel, és kiszámítottam a két adat eltérését, végül a vizsgált 2020–2024-es időszak minden évére meghatároztam a szektoronkénti mediánokat. Az eredmények a 2. táblázatban láthatók.

## 2. táblázat

A hazai vállalatok nettó eredményhányadának eltérése az európai iparági referenciaértéktől (mediánértékek) szektoronként, 2020–2024 (százalék)

| Szektor      | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Mezőgazdaság | 11,51 | 9,30  | 10,68 | 2,95  | 3,61  |
| Ipar         | 3,17  | 0,09  | 0,87  | 2,64  | 3,49  |
| Kereskedelem | 4,86  | 3,74  | 4,49  | 0,50  | 1,21  |
| Szolgáltatás | 12,34 | 10,51 | 8,52  | 14,71 | 10,05 |
| Összesen     | 6,07  | 4,05  | 4,98  | 3,18  | 3,28  |

*Forrás:* saját szerkesztés.

Összességében megállapítható, hogy a vizsgált időszak minden évében valamennyi szektorban az európai iparági referenciaértéket meghaladó nettó eredményhányadok voltak jellemzők a hazai vállalatok esetében. Ugyanakkor az összes szektort együtt vizsgálva ez az előny 2020-ról 2024-re csaknem megfeleződött ( $6,07$ -ről  $3,28$  százalékpontra csökkent). Szektoronként természetesen eltérések mutatkoznak: az iparnál kismértékű ( $3,17$ -ről  $3,49$  százalékpontra történő) emelkedés következett be – hozzáátve, hogy 2021 és 2023 között mindvégig a 2020-as mértéknél alacsonyabb volt az adat –, a többi három szektornál azonban egyértelmű csökkenő tendencia jellemző. A táblázatban feltüntetett adatok által megtestesített, európai szinthez képest elért profitabilitási többlet 2020-ról 2024-re a mezőgazdaságnál kevesebb mint a harmadára ( $11,51$ -ről  $3,61$  százalékpontra), a kereskedelemnél kevesebb mint a negyedére ( $4,86$ -ról  $1,21$  százalékpontra) csökkent, de a szolgáltatások esetében is szemmel látható a negatív irányú ( $12,34$ -ről  $10,05$  százalékpontra történő) változás. A nyereség csökkenésének tehát világosan azonosítható oka az is, hogy a vizsgált periódusban a hazai cégek a jövedelmezőség terén egyre kisebb mértékben tudták túlszárnyalni az azonos iparágbeli európai referenciaminta teljesítményét.

Az egyes szektorokban működő hazai vállalatok 2020 és 2024 közti teljesítményének elemzéséből nyert tapasztalatok úgy összegezhetők, hogy a vizsgált időszakban a vállalatméret folyamatos és viszonylag stabil növekedése mellett a profittermelő képesség erőteljes volatilitása volt jellemző, mégpedig elsősorban a mezőgazdaságban, másodsorban az iparvállalatoknál; mindemellett – a szolgáltatások kivételével – az egyébként is erőteljes szóródást mutató árbevétel mellett a vállalatok jövedelmezősége (nettó eredményhányada) egyre kisebb mértékben tudta felülmúlni az európai iparági referenciaszintet.

## A teljesítményváltozások hatása a cégértékelési módszer kiválasztására

Amint korábban említettem, a vállalatok értékének meghatározására rendelkezésre álló két fő megközelítés a vagyonalapú és a hozamalapú módszer (a harmadik módszert, a piaci alapú értékelést a leírt érvek alapján kizártam). A vagyonalapú értékelés során a vállalat adott időpontban meglévő nettó eszközállományát (azaz saját tőkéjének értékét) határozzuk meg és azonosítjuk a tulajdonosokhoz rendelhető vállalatértékként (ami a 100 százalékos tulajdoni részesedés piaci értékét testesíti meg). A jelen kutatásban eszközátértékeléssel a releváns információk hiányában nem foglalkozom, így az  $i$ -edik vállalat  $t$ -edik évben jellemző vagyonalapú értéke a vizsgált cég adott évben közzétett számviteli beszámolójában szereplő (könyv szerinti értéken kimutatott) saját tőkével egyezik meg.

$$\begin{aligned} \text{Vagyoner\textsubscript{i,t}} = & \text{Eszk\textsubscript{i,t}} - \text{K\textsubscript{i,t}} - \text{C\textsubscript{i,t}} - \\ & - \text{Passz\textsubscript{i,t}} = \text{Saj\textsubscript{i,t}} \end{aligned} \quad (1)$$

Ezzel szemben a hozamérték azt számszerűsíti, hogy a vállalatnál a jövőbeli években várhatóan generálódó éves hozamok mennyit érnek a jelenben. A hozamot a pénzárammal (*cash flow*-val) vagy a számviteli eredménnyel azonosíthatjuk. Számos friss kutatás, mint például Ulbert és társai (2018), Takács (2024) vagy Takács és Dobay (2025) az egyébként uralkodónak számító *cash flow*-alapú értékelés helyett – a *cash flow* pontos meghatározásához szükséges részletes adatok hiányában, továbbá a pénzáramokra csak adott évben megjelenő egyszeri módosító tételek esetleges torzító hatásának kivédése érdekében – a számviteli eredményből számított hozamértéket preferálja. Mindez azt jelenti, hogy a vállalat tulajdonosi értékét (a saját tőke vagy – más megközelítésben – a 100 százalékos tulajdonrész hozamalapú értékét) a jövőbeli adózott eredmények jelenértéke adja. A kalkulációt meghatározza, hogy az adózott eredmény alakulását tekintve milyen feltételezésekkel él az értékelő, hiszen ettől függ, hogy miként írja fel a várható jövőbeli hozamsort. A 2. ábra arról árulkodott, hogy négyből három szektorban az adózott eredmények összességében növekedtek a 2020–2024-es időszakban, ugyanakkor a mezőgazdaságban az adózott eredmény csökkenése volt megfigyelhető. Ez utóbbira tekintettel vizsgálatom során számításaimat az óvatosság elvére alapoztam (amely a számvitelhez hasonlóan a vállalatértékelésben is az egyik fő elvnek

számít), így nem számoltam növekedéssel egyik szektorban sem. Ennek következtében a saját tőke hozamalapú értékét az egyszerű örökjáradék képletével, az alábbi módon határozom meg:

$$\text{Hozamérték}_{i,t} = \text{Adózott eredmény}_{i,t} / \text{Diszkontráta (sajáttőke-költség)}_{i,t}. \quad (2)$$

Végül, miután minden vállalat minden évére vonatkozóan meghatároztam a vagyont és a hozamértéket egyaránt, a becsült piaci értéket – a már említett legjobb hasznosítás elve alapján – a kettő közül a magasabbal teszem egyenlővé:

$$\text{Becsült piaci érték}_{i,t} = \max (\text{Vagyonerő}_{i,t}; \text{Hozamérték}_{i,t}). \quad (3)$$

E számítások elvégzése után megvizsgáltam, hogy a 2020–2024-es időszak éveiben az egyes szektorokon belül hány vállalatnál adta a piaci érték meghatározásának alapját (azaz hány cégnél volt magasabb) a vagyonerő, és hányánál a hozamérték. Az eredményeket a 3. táblázat szemlélteti.

### 3. táblázat

A vagyon- és a hozamérték alkalmazásának megoszlása a piaci érték meghatározásában a legjobb hasznosítás elve szerint, 2020–2024 (darab)

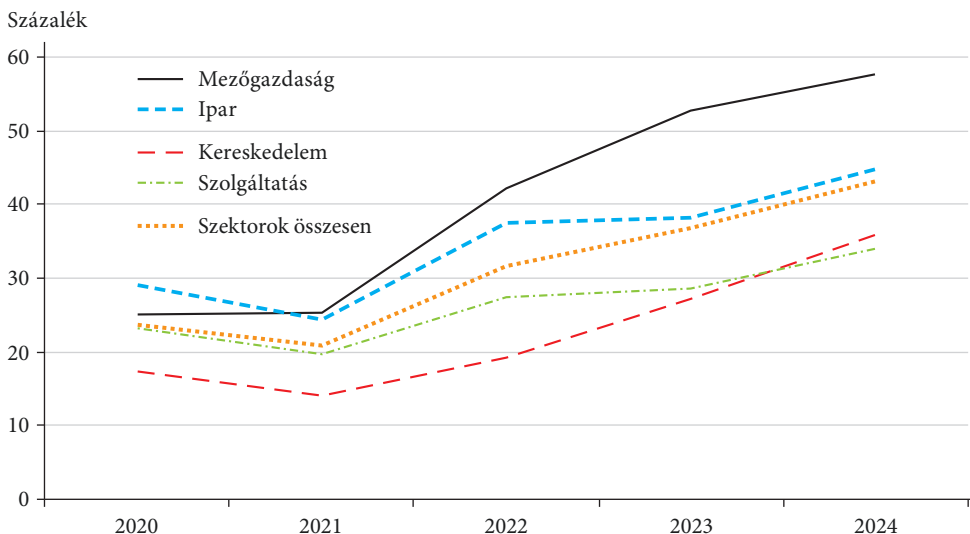
| Szektor            | Értékelési módszer | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------|--------------------|------|------|------|------|------|
| Mezőgazdaság       | vagyonerő          | 84   | 85   | 141  | 177  | 193  |
|                    | hozamérték         | 251  | 250  | 194  | 158  | 142  |
|                    | összesen           | 335  | 335  | 335  | 335  | 335  |
| Feldolgozóipar     | vagyonerő          | 179  | 149  | 230  | 234  | 275  |
|                    | hozamérték         | 435  | 465  | 384  | 380  | 339  |
|                    | összesen           | 614  | 614  | 614  | 614  | 614  |
| Kereskedelem       | vagyonerő          | 122  | 98   | 135  | 191  | 252  |
|                    | hozamérték         | 579  | 603  | 566  | 510  | 449  |
|                    | összesen           | 701  | 701  | 701  | 701  | 701  |
| Szolgáltatás       | vagyonerő          | 100  | 85   | 119  | 124  | 147  |
|                    | hozamérték         | 333  | 348  | 314  | 309  | 286  |
|                    | összesen           | 433  | 433  | 433  | 433  | 433  |
| Szektorok összesen | vagyonerő          | 485  | 417  | 625  | 726  | 867  |
|                    | hozamérték         | 1598 | 1666 | 1458 | 1357 | 1216 |
|                    | összesen           | 2083 | 2083 | 2083 | 2083 | 2083 |

*Forrás:* saját szerkesztés.

A számok láttán egyértelműen megállapítható, hogy a vizsgált időszakban évről évre egyre inkább teret nyert a vagyonalapú értékelés, és ezzel egyidejűleg természetesen a hozamalapú értékelés veszített relevanciájából. Hogy ennek mértéke szektoronként mennyire volt eltérő, az a 3. ábrán válik láthatóvá.

## 3. ábra

A vagyonalapon értékelendő vállalatok aránya az egyes szektorokban, 2020–2024 (százalék)



Megjegyzés: a hozamérték egyszerű örökjáradékos számításával.

Forrás: saját szerkesztés.

Az ábra igen egyértelmű tendenciára világít rá: míg 2020-ban a vagyonérték szektoronként eltérő mértékben, de összességében az esetek egynegyedében-egyötödében bizonyult alkalmas módszernek a piaci érték meghatározására (hiszen az túlnyomórészt a vagyonértéknél magasabb hozamértékből volt eredeztethető), 2024-re ez az arány a mezőgazdaságban 58, az iparban 45, a kereskedelemben 36, a szolgáltatásoknál pedig 34 százalékra emelkedett. Mindez visszavezethető a mintabeli vállalatok teljesítményének korábban ismertetett tendenciáira (2. ábra): míg a cégek nettó eszközvagyon (saját tőkéje) folyamatosan, viszonylag stabil mértékben emelkedett, adózott eredményük ezt a növekedési ütemet nem tudta tartani. Ebből eredően jövőbeli hozamaik jelenértéke folyamatosan elmaradt a jelenben meglévő nettó eszközértéktől, aminek eredményeképpen a becslült piaci érték a vállalatok mind nagyobb hányada esetében a fizikai vagyonból, nem pedig a jövőbeli jövedelemtermelő képességből volt származtatható. A jelenség legerősebben a mezőgazdaságban figyelhető meg, ahol 2023-ban és 2024-ben már az esetek több mint felében (53, illetve 58 százalékában) a vagyonalapú módszer alapján lehetett korrekt módon meghatározni a piaci értéket.

Az eredmények megbízhatóságának alátámasztására kétféle robusztusságvizsgálatot végeztem. Az első vizsgálat során a hozamérték számításának módját megváltoztattam oly módon, hogy az egyszerű örökjáradék elvén számított (azaz évenként konstans hozamot feltételező) formula helyett kétfázisú, egy öt éves növekedési fázisból és egy azt követő, konstans hozamokat tartalmazó végtelen fázisból álló modellt építettem fel, amelyben az első öt évben az adózott eredménynek a Damodaran adatbázisából származó, az európai referenciavállalatok adataiból származtatott iparági szokásos eredménynövekedési ráta szerinti emelkedését, majd a 6. évtől

az 5. évvel megegyező, évenként konstans hozamokat feltételeztem. Mindezt az alábbi formula írja le:

$$\begin{aligned} \text{Hozamérték(kétfázisú)}_{i,t} = & \sum_{j=1}^5 \frac{\text{Adózott eredmény}_{i,t} \times (1 + \text{Növekedési ráta}_{i,t})^j}{(1 + \text{Diszkontráta}_{i,t})^j} + \\ & + \frac{\text{Adózott eredmény}_{i,t} \times (1 + \text{Növekedési ráta}_{i,t})^5}{(1 + \text{Diszkontráta}_{i,t})^5}. \end{aligned} \quad (4)$$

Ezzel a módosítással újraszámítottam a 3. ábrán látható arányokat (az összes szektorbeli cégen belül azon vállalatok aránya, amelyek esetében a piaci érték a legjobb hasznosítás elvét követve a vagyonerőérték alapján határozható meg, azaz amelyeknél a vagyonalapú módszer nagyobb értéket ad, mint a hozamalapú). Az eredmények a 4. táblázatban láthatók.

#### 4. táblázat

A vagyonalapon értékelendő vállalatok aránya az egyes szektorokban a hozamérték kétfázisú számításával, 2020–2024 (százalék)

| Szektor            | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Mezőgazdaság       | 20,3 | 20,3 | 30,4 | 30,1 | 32,2 |
| Ipar               | 22,3 | 13,2 | 20,2 | 27,0 | 33,7 |
| Kereskedelem       | 10,3 | 7,4  | 9,8  | 15,5 | 22,1 |
| Szolgáltatás       | 24,0 | 15,0 | 17,6 | 17,8 | 24,5 |
| Szektorok összesen | 19,2 | 14,0 | 19,5 | 22,6 | 28,1 |

Forrás: saját szerkesztés.

Természetesen a hozamértékmodell módosítása (a növekedési fázis beépítése) a hozamértéket minden esetben növeli, hiszen a szűrés műveletek során csak a folyamatosan nyereséges vállalatok maradtak a mintában. A 4. táblázatban látható eredmények így nem meglepő módon azt mutatják, hogy ebben a növekedéssel is kalkuláló, optimistának nevezhető forgatókönyvben alacsonyabb százalékos értékek realizálódnak (a hozamértékkel szemben a vagyonerőérték kisebb arányban bizonyul erősebbnek), ugyanakkor a tendencia nem változik: a 2024. évi arány minden szektor esetében nagyobb, mint a 2020-as, csak a mérték eltérő: a szolgáltatásoknál mindössze fél százalékpont, de a kereskedelemnél az arány több mint kétszeresére, a mezőgazdaságnál és az iparnál körülbelül másfélszeresére emelkedik 2020-ról 2024-re. Ezek a számok megerősítik az eredeti megállapítást, miszerint a vagyonnövekedéstől elmaradó mértékben növekvő nyereségesség következtében a megfigyelt időszakban folyamatosan növekszik a vagyonerőérték szerepe, míg a hozamalapú értékelés relevanciája csökken.

A második robusztusságvizsgálat annak megállapítására irányult, hogy a veszteséges cégek kihagyása a mintából módosítja-e a következtetéseket, illetve sérül-e ezáltal a megállapítások általánosíthatósága. A vizsgált 2020–2024-es időszak bármely

évében negatív adózott eredményt termelő vállalatokat is tartalmazó bővített minta 3429 vállalatot tartalmaz, amelyeknél ismét összevetettem a vagyonerő és az eredeti elemzésnél használt egyszerű örökjáradékos hozamérték eredményeit, és a 4. táblázat mintájára évenként, illetve szektoronként meghatároztam azt az arányt, amely megmutatja, hogy a vagyonerő az esetek hány százalékában ad magasabb eredményt, azaz bizonyul a megfelelő értékelési módszernek a hozam-értékkel szemben (5. táblázat).

5. táblázat

A vagyonalapon értékelendő vállalatok aránya a bővített mintában az egyes szektorokban a hozamérték kétfázisú számításával, 2020–2024 (százalék)

| Szektor            | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Mezőgazdaság       | 42,3 | 39,8 | 56,8 | 66,5 | 68,5 |
| Ipar               | 41,7 | 37,2 | 49,5 | 53,1 | 59,1 |
| Kereskedelem       | 25,7 | 20,5 | 26,0 | 35,4 | 44,3 |
| Szolgáltatás       | 41,3 | 35,1 | 43,8 | 45,6 | 48,9 |
| Szektorok összesen | 37,7 | 33,2 | 44,0 | 50,1 | 55,2 |

Forrás: saját szerkesztés.

Mint látható, a veszteséges cégek mintában hagyásával a tendencia teljes mértékben összhangban van az eredeti mintán látottakkal, csak jelentősen nagyobb arányban ad magasabb értéket a vagyonalapú értékelés. Mindez természetesen nem meglepő, hiszen minden olyan évben, amikor a vállalat veszteséggel zárt, automatikusan a vagyonerő válik a megfelelő értékelési módszerré. Ezek az eredmények megerősítik a veszteséges cégek kizárásának szükségességét, emellett igazolják, hogy ez a lépés a megállapítások általánosíthatóságát nem rontja.

Összegzés

E tanulmányban a különböző gazdasági szektorokban működő hazai vállalatok teljesítményének alakulását vizsgáltam meg egy nagy méretű (több mint kétezer vállalat ötéves időszakra vonatkozó adatai, azaz több mint tízezer vállalat-évből álló) minta alapján. Az eredmények arra utalnak, hogy a hazai cégek gazdasági teljesítménye 2020 és 2024 között szektoronként eltérő módon alakult. Megállapítottam, hogy a bevételek és a realizált adózott eredmény legnagyobb volatilitása a mezőgazdasági vállalatokra volt jellemző, ettől csak kismértékben elmaradó, de szintén nagymértékű ingadozások voltak megfigyelhetők az iparban. Mindez nyilvánvalóan összefüggésben van az időszak során e szektorokban látott nagymértékű áringadozásokkal. Ezzel párhuzamosan a kereskedelmi és szolgáltató vállalatok esetében a szóródás érezhetően kisebb volt. Általánosságban megfigyelhető, hogy a vállalatok profitnövekedési rátája nem tudta követni a nettó eszközvagyon (a saját tőke) növekedési ütemét, sőt a mezőgazdaságban folyó áron számítva (azaz abszolút értékben) is rosszabb számveteli

eredmények keletkeztek 2024-ben, mint 2020-ban. Mindez azt eredményezte, hogy a vállalatok piaci értékének meghatározásában egyre erősödött a vagyonérték relevanciája, amivel párhuzamosan a hozamérték szerepe csökkent. A mezőgazdasági vállalatoknál 2023–2024-ben már az esetek nagyobb részében a vagyonérték alapján lehetett helyesen meghatározni a cég piaci értékét, de az összes többi szektorban is folyamatosan emelkedett azon vállalatok részaránya, amelyek esetében a piaci értéket a legjobb hasznosítás elve szerint a vagyonérték adja. Amennyiben ezek a teljesítménybeli tendenciák a jövőben is fennmaradnak, akkor a szakirodalomban és az értékelési gyakorlatban egyaránt dominánsnak számító hozamalapú értékeléssel szemben a módszerválasztás során egyre komolyabban kell majd számításba venni a vagyonalapú megközelítést. Az eddigiekhez hasonlóan ezután is az értékelést végző szakemberek felelőssége lesz a legjobb hasznosítás elvének helyes alkalmazása, amely szerint minden olyan esetben, amikor a nettó eszközvagyon értéke nagyobbra bizonyul a jövőbeli hozamok jelenértékénél, a hagyományosan favorizált hozamalapú számítás helyébe a vagyonérték-alapút kell léptetni.

### Hivatkozások

- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2025). *Damodaran Online: Data*. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html) (Elérés: 2025.08.06.)
- Fernandez, P. (2002). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School – University of Navarra (Working Paper, No. 449). <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>
- IVSC (2025). *International Valuation Standards*. International Valuation Standard Council. <https://ivsc.org> (Elérés: 2025.07.25.)
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5th ed.). John Wiley & Sons.
- KSH (2025). *Főbb ármutatók*. Központi Statisztikai Hivatal. [https://www.ksh.hu/stadat\\_files/ara/hu/ara0001.html](https://www.ksh.hu/stadat_files/ara/hu/ara0001.html) (Elérés: 2025.08.06.)
- Takács, A. (2015). *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben* (2. kiadás). Perfekt.
- Takács, A. (2021). *Modern vállalatértékelés*. Akadémiai Kiadó.
- Takács, A. (2024). A tőkestruktúra és a piaci érték közötti kapcsolat a hazai kis- és középvállalati szektorban. *Közgazdasági Szemle*, 71(9), 915–929. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2024.9.915>
- Takács, A., & Dobay, B. (2025). A vagyonérték és a hozamérték közötti priorizálás az európai tőzsdei részvények árazási gyakorlatában. *Statisztikai Szemle*, 103(1), 5–20. <https://doi.org/10.20311/stat2025.1.hu0005>
- Ulbert, J. (1997). *A vállalat értéke*. JPTE Közgazdaságtudományi Kar.
- Ulbert, J., Takács, A., & Posza, A. (2018). Az alul-, illetve túlértékelttség vizsgálata fordított diszkontált cash-flow modellel. *Sigma*, 50(3), 133–149. <https://journals.lib.pte.hu/index.php/sigma/article/view/347>
- Walacik, M., Renigier-Biłozor, M., Chmielewska, A., & Janowski, A. (2020). Property sustainable value versus highest and best use analyzes. *Sustainable Development*, 28(6), 1755–1772. <https://doi.org/10.1002/sd.2122>



## Függelék

### A TEÁOR-kódok és a Damodaran-féle iparági besorolások megfeleltetése

| Tevékenységi kód* | Tevékenység megnevezése                                                        | Ekvivalens Damodaran-féle iparági megnevezés |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 01                | Növénytermesztés, állattenyésztés, vadgazdálkodás és kapcsolódó szolgáltatások | Farming/Agriculture                          |
| 02                | Erdőgazdálkodás                                                                | Farming/Agriculture                          |
| 03                | Halászat, akvakultúra                                                          | Farming/Agriculture                          |
| 05                | Szénbányászat                                                                  | Coal & Related Energy                        |
| 06                | Kőolaj-, földgáztermelés                                                       | Oil/Gas<br>(Production and Exploration)      |
| 07                | Fémtartalmú érc bányászata                                                     | Metals & Mining                              |
| 08                | Egyéb bányászat                                                                | Metals & Mining                              |
| 09                | Bányászati szolgáltatás                                                        | Metals & Mining                              |
| 10                | Élelmiszergyártás                                                              | Food Processing                              |
| 11                | Italgyártás                                                                    | Beverage (Soft)                              |
| 12                | Dohánytermék gyártása                                                          | Tobacco                                      |
| 13                | Textília gyártása                                                              | Apparel                                      |
| 14                | Ruházati termék gyártása                                                       | Apparel                                      |
| 15                | Bőr, bőrtermék, más anyagból készült kapcsolódó termék, lábbeli gyártása       | Shoe                                         |
| 16                | Fafeldolgozás, fa-, parafa termék (kivéve: bútort), fonott áru gyártása        | Paper/Forest Products                        |
| 17                | Papír, papírtermék gyártása                                                    | Paper/Forest Products                        |
| 18                | Nyomdai és egyéb sokszorosítási tevékenység                                    | Business & Consumer Services                 |
| 19                | Kokszgyártás, kőolaj-feldolgozás                                               | Oil/Gas<br>(Production and Exploration)      |
| 20                | Vegyi anyag, termék gyártása                                                   | Chemical (Basic)                             |
| 21                | Gyógyszergyártás                                                               | Drugs (Pharmaceutical)                       |
| 22                | Gumi-, műanyag termék gyártása                                                 | Rubber & Tires                               |
| 23                | Nemfém ásványi termék gyártása                                                 | Building Materials                           |
| 24                | Fém alapanyag gyártása                                                         | Metals & Mining                              |
| 25                | Fémfeldolgozási termék gyártása                                                | Metals & Mining                              |
| 26                | Számítógép, elektronikai, optikai termék gyártása                              | Computers/Peripherals                        |
| 27                | Villamos berendezés gyártása                                                   | Electrical Equipment                         |
| 28                | Gép, gépi berendezés gyártása                                                  | Machinery                                    |

| Tevékenységi kód* | Tevékenység megnevezése                                                                                                 | Ekvivalens Damodaran-féle iparági megnevezés |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 29                | Közúti jármű gyártása                                                                                                   | Auto & Truck                                 |
| 30                | Egyéb jármű gyártása                                                                                                    | Auto & Truck                                 |
| 31                | Bútorgyártás                                                                                                            | Furniture/Home Furnishings                   |
| 32                | Egyéb feldolgozóipari tevékenység                                                                                       | Diversified                                  |
| 33                | Ipari gép, berendezés, eszköz javítása, karbantartása, üzembe helyezése                                                 | Business & Consumer Services                 |
| 35                | Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás                                                                    | Utility (General)                            |
| 36                | Víztermelés, -kezelés, -ellátás                                                                                         | Utility (Water)                              |
| 37                | Szennyvíz gyűjtése, kezelése                                                                                            | Environmental & Waste Services               |
| 38                | Hulladékgazdálkodás                                                                                                     | Environmental & Waste Services               |
| 39                | Szennyezésmentesítés, egyéb hulladékkezelés                                                                             | Environmental & Waste Services               |
| 41                | Lakó- és nem lakóépület építése                                                                                         | Engineering/Construction                     |
| 42                | Egyéb építmény építése                                                                                                  | Engineering/Construction                     |
| 43                | Speciális szaképítés                                                                                                    | Engineering/Construction                     |
| 46                | Nagykereskedelem                                                                                                        | Retail (Distributors)                        |
| 47                | Kiskereskedelem                                                                                                         | Retail (General)                             |
| 49                | Szárazföldi, csővezetékes szállítás                                                                                     | Transportation                               |
| 50                | Vízi szállítás                                                                                                          | Transportation                               |
| 51                | Légi szállítás                                                                                                          | Transportation                               |
| 52                | Raktározás, tárolás, szállítást kiegészítő tevékenység                                                                  | Transportation                               |
| 53                | Postai, futárpostai tevékenység                                                                                         | Business & Consumer Services                 |
| 55                | Szálláshely-szolgáltatás                                                                                                | Hotel/Gaming                                 |
| 56                | Vendéglátás                                                                                                             | Restaurant/Dining                            |
| 58                | Kiadói tevékenység                                                                                                      | Publishing & Newspapers                      |
| 59                | Film, videó, televízió-műsor, hangfelvétel készítése és kiadása                                                         | Entertainment                                |
| 60                | Műsor-összeállítás, műsorszolgáltatás, hírügynökségi és egyéb tartalomterjesztési tevékenység                           | Broadcasting                                 |
| 61                | Távközlés                                                                                                               | Telecommunication Services                   |
| 62                | Információtechnológiai szolgáltatás                                                                                     | Telecommunication Services                   |
| 63                | Számítástechnikai infrastruktúra, adatfeldolgozás, tárhelyszolgáltatás és egyéb információs szolgáltatási tevékenységek | Telecommunication Equipment                  |

| Tevékenységi kód* | Tevékenység megnevezése                                                              | Ekvivalens Damodaran-féle iparági megnevezés |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 64                | Pénzügyi szolgáltatás (kivéve: biztosítási, nyugdíjpénztári tevékenység)             | Financial Services (Non-bank & Insurance)    |
| 65                | Biztosítás, viszontbiztosítás, nyugdíjalapok (kivéve: kötelező társadalombiztosítás) | Financial Services (Non-bank & Insurance)    |
| 66                | Pénzügyi, biztosítási kiegészítő tevékenységek                                       | Insurance (General)                          |
| 68                | Ingatlanügyletek                                                                     | Real Estate (General/Diversified)            |
| 69                | Jogi, számviteli tevékenység                                                         | Business & Consumer Services                 |
| 70                | Üzletvezetés, üzletvezetési tanácsadás                                               | Business & Consumer Services                 |
| 71                | Építésmérnöki, mérnöki tevékenység, műszaki vizsgálat, elemzés                       | Engineering/Construction                     |
| 72                | Tudományos kutatás, fejlesztés                                                       | Business & Consumer Services                 |
| 73                | Reklám, piackutatás, PR-tevékenység                                                  | Business & Consumer Services                 |
| 74                | Egyéb szakmai, tudományos, műszaki tevékenység                                       | Business & Consumer Services                 |
| 75                | Állategészségügyi ellátás                                                            | Drugs (Pharmaceutical)                       |
| 77                | Kölcsönzés, operatív lízing                                                          | Business & Consumer Services                 |
| 78                | Munkaerőpiaci szolgáltatás                                                           | Business & Consumer Services                 |
| 79                | Utazásközvetítés, utazásszervezés, egyéb foglalás                                    | Business & Consumer Services                 |
| 80                | Nyomozói, biztonsági tevékenység                                                     | Business & Consumer Services                 |
| 81                | Építményüzemeltetés, zöldterület-kezelés                                             | Real Estate (Operations & Services)          |
| 82                | Adminisztratív, irodai és egyéb üzletmenetet támogató szolgáltatás                   | Business & Consumer Services                 |
| 84                | Közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás                                 | Business & Consumer Services                 |
| 85                | Oktatás                                                                              | Education                                    |
| 86                | Humánegészségügyi ellátás                                                            | Hospitals/Healthcare Facilities              |
| 87                | Bentlakásos ellátás                                                                  | Healthcare Support Services                  |
| 88                | Szociális ellátás, bentlakás nélkül                                                  | Healthcare Support Services                  |
| 90                | Alkotóművészet, előadó-művészet                                                      | Entertainment                                |
| 91                | Könyvtári, levéltári, múzeumi, egyéb kulturális tevékenység                          | Entertainment                                |
| 92                | Szerencsejáték, fogadás                                                              | Hotel/Gaming                                 |
| 93                | Sport-, szórakoztató, szabadidős tevékenység                                         | Entertainment                                |
| 94                | Érdekképviselés                                                                      | Business & Consumer Services                 |

| Tevékenységi kód* | Tevékenység megnevezése                                                                | Ekvivalens Damodaran-féle iparági megnevezés |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 95                | Számítógép, személyi, háztartási cikk, gépjármű, motorkerékpár javítása, karbantartása | Business & Consumer Services                 |
| 96                | Személyi szolgáltatás                                                                  | Business & Consumer Services                 |
| 97                | Háztartási alkalmazottat foglalkoztató magánháztartás                                  | Household Products                           |
| 98                | Háztartás termék-előállítása, szolgáltatása saját fogyasztásra                         | Household Products                           |
| 99                | Területen kívüli szervezet                                                             | Diversified                                  |

\* A TEÁOR 2025 első két számjegye.