

DIPLOMADOLGOZAT

Készítette:
Boldizsár Attila

2025



**Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem
Kaposvári Campus
Vidékfejlesztési és Fenntartható Gazdasági Intézet
Pénzügy mesterszak**

**Hazai, Külföldi és Nemzetközi olajipari
vállalatok összehasonlító pénzügyi elemzése**

Belső konzulens:

Dr. Wickert Irén
egyetemi docens

Belső konzulens intézete/tanszéke:

Befektetési, Pénzügyi és
Számviteli tanszék

Külső konzulens:

Dr. Bíró Bíborka-Eszter
egyetemi adjunktus

Készítette:

Boldizsár Attila

**Kaposvár
2025**

Tartalomjegyzék

Abstract.....	6
Bevezető.....	7
1. Pénzügyi elemzés	9
1.1. A pénzügyi mutatószámok jelentősége.....	10
1.1.1. Likviditás	11
1.1.2. Hatékonyság	12
1.1.3. Jövedelmezőség.....	14
1.1.4. Eladósodottság.....	16
1.1.5. Piaci mutatószámok	18
1.2. Pénzügyi mutatószámok és az iparág kapcsolata.....	20
1.3. Tőkepiaci árfolyamok modellje (Capital Asset Pricing Model – CAPM).....	22
1.4. Súlyozott átlagos tőke költség modellje (Weighted Average Cost of Capital – WACC)	23
1.5. Vállalatok gazdasági hozzáadott értéke (Economic Value Added – EVA).....	24
2. Az olajipar makrogazdasági helyzete (nemzetközi áttekintés).....	25
3. Nemzetközi számviteli standardok	28
4. A kutatás módszertana.....	30
5. Az elemzésben résztvevő vállalatok bemutatása.....	31
5.1. OMV Petrom S.A.....	32
5.2. MOL Magyar Olaj- és gázipari Nyrt.	32
5.3. Chevron Corporation	33
5.4. ExxonMobil Corporation.....	34
6. A mérleg és eredménykimutatás elemzése	34
6.1. Likviditási mutatók	38
6.2. Hatékonysági mutatók	41
6.3. Jövedelmezőségi mutatók.....	44
6.4. Eladósodottsági mutatók.....	47
6.5. Piaci mutatók	51

6.6. Egyéb releváns mutatók	54
7. CAPM, WACC és EVA alkalmazása az elemzésben résztvevő vállalatokra	58
8. Többváltozós regresszió a részvényesi érték és teljesítmény magyarázatára	62
9. Következtetések és javaslatok	63
Felhasznált szakirodalom - Szakkönyvek	66
Tudományos/Szakmai cikkek, folyóiratok, jelentések	67
Táblázatok jegyzéke	71
Ábrák jegyzéke	73
Melléletek	75
Hallgatói nyilatkozat	77
Konzulensi nyilatkozat	77

Abstract

The global oil industry plays a pivotal role in the world economy; however, oil companies operating in different regions may demonstrate significant disparities in financial performance. This research compares the financial performance of Central and Eastern European versus Western oil companies, focusing on investment potential and financial stability.

The study analyzes four major players: OMV Petrom S.A. (Romania), MOL Hungarian Oil and Gas Company Plc. (Hungary), Chevron Corporation (USA) and ExxonMobil Corporation (USA) using quantitative methods based on recent annual reports. Financial indicators such as liquidity ratios, return on assets (ROA), return on equity (ROE), and debt levels are examined, along with market performance metrics.

To enhance the evaluation, the study applies advanced models including CAPM, WACC and EVA. Preliminary findings show that Central and Eastern European companies have distinct capital structures, especially in debt usage and profitability. These results may assist professionals and investors in assessing the financial health and investment outlook of oil companies across regions.

Bevezető

A globális olajipar kulcsszerepet játszik a gazdaság működésében szerte a világon, mivel a fosszilis energiahordozók még mindig nélkülözhetetlenek az energiaellátásban. Bár ez egy globális iparág, a különböző régiókban tevékenykedő vállalatok eltérő pénzügyi teljesítményt mutatnak részben az eltérő gazdasági környezet, különböző szabályozások és vállalati stratégiák miatt.

A kutatás célja a közép-kelet-európai és a nyugati olajipari vállalatok pénzügyi teljesítményének összehasonlítása és elemzése, különös tekintettel a befektetési lehetőségekre és a részvények pénzügyi stabilitására. Az elemzés fókuszában négy meghatározó olajipari vállalat áll: az OMV Petrom S.A. (Románia), a MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. (Magyarország), valamint az amerikai Chevron Corporation és az ExxonMobil Corporation. A későbbiekben a vállalatokra a tőzsdei tickerjük alapján fogok hivatkozni (OMV Petrom S.A – SNP, MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. – MOL, Chevron Corporation – CVX, ExxonMobil Corporation – XOM). A kutatás kvantitatív módszertanon alapul, amely során a vállalatok éves pénzügyi beszámolóiból kiindulva különböző mutatószámok mentén vizsgálom a pénzügyi teljesítményt. A vizsgált időszak nyolc évre terjed ki (2017 – 2024), amely lehetővé teszi a trendek, változások és eltérések hatékony beazonosítását.

Az elemzés során a vállalatok legfontosabb pénzügyi mutatószámait hasonlítom össze, mint például a likviditási rátákat, az eszközarányos megtérüléseket (ROA), a saját tőke arányos megtérüléseket (ROE), az adósságrátákat, illetve különböző piaci teljesítmény- és iparágspecifikus mutatókat is. A vállalatok átfogó értékelése érdekében olyan pénzügyi modelleket alkalmazok, mint a CAPM (Capital Asset Pricing Model), a WACC (Weighted Average Cost of Capital) és az EVA (Economic Value Added). Ezek a modellek segítenek meghatározni a vállalatok tőke költségét és kockázatát, illetve a gazdasági hozzáadott értékét is, amely a részvényesi értékteremtés egyik legfontosabb mércéje.

Az előzetes eredmények arra utalnak, hogy a közép-kelet-európai vállalatok pénzügyi szerkezete több ponton eltér a nyugati versenytársaikétól. Ezek az eltérések leginkább a számviteli politika miatt, valamint az adósságfinanszírozás mértékében, a jövedelmezőségi mutatók szintjében, a piaci megítélésben és a részvényesi értékteremtés terén mutatkoznak meg.

A kutatásom célja, hogy megtudjam:

1. Mely régió vállalatai rendelkeznek erősebb pénzügyi stabilitással.
2. Milyen mutatókban nyilvánulnak meg leginkább a vállalatok pénzügyi teljesítménye közti különbségek és mit jelent ez a befektetők és az iparági szereplők számára.

Azért vizsgálom ezeket a vállalatokat, mert mindig is vonzott a befektetések világa és a pénzügyi piac működése. Célom, hogy megtaláljam a számomra értékes vállalatokat és elemezzem őket fejlesztve ezáltal a szakmai tudásom is. Erre a tapasztalatszerzésre alkalmasnak találtam az olajipari vállalatokat, mivel ez egy pénzügyileg stabil iparágnak mondható. A dolgozat eredményei hasznos támpontot nyújthatnak mindazoknak, akik az olajipari vállalatok pénzügyi egészségét és befektetési vonzerejét kívánják felmérni. Emellett segíthet a régiók közötti pénzügyi sajátosságok jobb megértésében, valamint a vállalati pénzügyi elemzések módszertani fejlődésében is. Ennek érdekében egy sajátos elemzőeszközt (modell alapú Excel-táblázat) dolgoztam ki, amely segít jobban megérteni és szemléltetni a vállalati adatokból kinyert mutatókat.

1. Pénzügyi elemzés

A pénzügyi elemzés régóta központi szerepet tölt be vállalatgazdálkodásban és a pénzügyi döntések meghozatalában. A pénzügyi elemzés lehetővé teszi a vállalat gazdálkodásának alaposabb megértését és értékelését. Az elemzés célja, hogy egy átlátható képet biztosítson a vállalat vagyoni és pénzügyi helyzetéről és ezáltal segítse a vállalati döntéshozást, támogassa a tulajdonosi érdekeket, valamint növelje a vállalat működésének hatékonyságát. A szakirodalomban gyakran használatos a „vállalati teljesítmény elemzése” kifejezés is, amely a pénzügyi értékelés egyik fő célját tükrözi. Az elemzés legfőbb forrása a vállalat éves beszámolója, amely tartalmazza a mérleget, az eredménykimutatást és a cash-flow kimutatást (Baranyai és mtsai. 2020).

A vállalat gazdálkodásának elemzése során különféle mutatószámokat és arányszámokat alkalmazunk, amelyek jól strukturált képet nyújtanak a működés különböző aspektusairól. Ilyen mutatók például a likviditási mutatók, amelyek a rövid távú fizetőképességet, míg az eladósodottsági mutatók a vállalat tőkeszerkezetét és az idegen források arányát vizsgálják. Ezenkívül jó visszajelzést adnak számunkra a hatékonysági mutatók a vállalati erőforrások kihasználtságáról, míg a jövedelmezőségi mutatók a nyereségtermelő képességet tükrözik. A piaci mutatók pedig segítik a vállalat értékelését a tőkepiacon, különösen a részvénytársaságok esetében (Ulbert és mtsai., 2018).

A pénzügyi mutató- és arányszámok nem elegendőek önmagukban a következtetések levonásához, mivel szükséges összehasonlításokat végezni korábbi időszakokkal, iparági átlagokkal vagy más versenytársakkal. Ez az összehasonlítás segítséget nyújt az adatok értelmezésénél és rávilágíthat a javítandó területekre vagy az elérhető fejlődési lehetőségekre. Nem szabad megfeledkezni arról sem, hogy a pénzügyi elemzés nem csupán a múlt eseményeit értékeli. Arra is, hogy különböző előrejelzéseket készítsünk, pénzügyi terveket hozzunk létre és különböző forgatókönyveket (szcenáriókat) modellezzünk. Ennek különösen nagy jelentősége van a stratégiai tervezésben, beruházási döntések előkészítésénél, valamint a kockázatok elemzése során (Baranyai és mtsai. 2020). A vállalati működés megértésében és fejlesztésében nélkülözhetetlen szerepet tölt be a pénzügyi elemzés, mivel nemcsak az aktuális teljesítmény válik mérhetővé, hanem a jövőbeni lehetőségek is jobban átláthatók, így hatékonyabb és megalapozottabb gazdasági döntések születhetnek.

1.1. A pénzügyi mutatószámok jelentősége

A vállalatok múltbeli teljesítményének elemzése során kiemelkedő szerepet kapnak a pénzügyi mutatószámok. Ezeket a mutatószámokat (arányszámokat) a vállalatok beszámolóiban és pénzügyi kimutatásaiban található adatokból képezzük. Mielőtt azonban belevágunk egy ilyen elemzésbe, meg kell határoznunk, hogy milyen céllal és nézőpontból készül az elemzés. Nem létezik egységes vizsgálati módszer, de vannak követendő alapelvek (Harrington 1995).

A mutatószámok az elemző számára koncentrált formában adnak ismeretet számszerűsíthető jelenségekről, mivel jelentősen összevont, tömörített, numerikus kifejezéseknek minősülnek. A beszámoló adattömegét lényegesen lecsökkentik értékelhető, jól kifejező, viszonylag egyszerű és gyors módon. Így jól értelmezhető áttekintést nyújtanak bonyolult gazdasági összefüggésekről, folyamatokról és a vállalatok pénzügyi helyzetéről. Léteznek abszolút mutatószámok (abszolút számok), amelyek egy része már megtalálható a kimutatásokban és beszámolóikban (pl. értékesítés nettó árbevétele, adózott eredmény stb.). Az **abszolút mutatószámok** általában korlátozott jelentéstartalommal rendelkeznek, amelynek két oka van: egyrészt nagyon keveset árulnak el a származásuk területéről, valamint nem mondanak semmit más mutatókkal szembeni viszonyulásukról. Ezekből adódóan az elemzés során kiindulási alapként használjuk fel őket a relatív mutatószámok meghatározásához. A **relatív mutatószámok** kettő vagy több abszolút szám egymáshoz való viszonyítása (osztása) hányados formában. Lényeges, hogy az osztással kifejezett hányados magyarázza a két abszolút szám közötti logikai kapcsolatot, hogy gazdaságilag értelmezhető legyen a mutatószám. Nagyon fontos a mutatószámok fogalmának és számértékének pontos meghatározása, mivel így különítjük el és rögzítjük le azokat a gazdasági folyamatokat, amelyeket ki szeretnénk fejteni. A mutatószámokon alapuló elemzés legfontosabb módszere az összehasonlítás, ugyanis önmagukban egy-egy mutatószám ritkán értelmezhető, értékelhető (Bíró és mtsai. 2016).

A kimutatásokat országonként eltérő számviteli szabályok alapján készülnek, ezért fontos összhangba hozni ezeket. Az elemzés célja a megalapozott következtetések levonása és azok alátámasztása a megfelelő mutatók segítségével (Harrington 1995). A mutatószámokat célszerű az elemzés perspektívája szerint csoportosítani. A leggyakoribb kategóriák: likviditási, hatékonysági, jövedelmezőségi, eladósodottsági és piaci mutatók. Egy részletes elemzéshez minimum 4-5 releváns mutató vizsgálata szükséges a pénzügyi helyzet mélyebb megértése érdekében (Fazakas és mtsai. 2003).

1.1.1. Likviditás

A likviditás, mint fogalom gyakorlatilag a fizetőképességre utal. A likviditási mutatók arra a kérdésre keresik a választ, hogy mennyiben képesek a vállalatok eleget tenni a rövid lejáratú kötelezettségeiknek a forgóeszközök felhasználásával (Fazakas és mtsai.2003).

1. Táblázat: Likviditási mutatószámok
(Forrás: Sajat szerkesztés (Fejér-Király 2016) alapján)

Mutató megnevezése	Mutató képlete	Értékei
Általános likviditás (1.)	$\frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$	1.2 – 1.8
Likviditási gyorsráta (2.)	$\frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$	0.8 – 1.0
Pénzhányad (3.)	$\frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek} - \text{Követelések}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$	0.4 – 0.6 (%)

A likviditás hiánya komoly működési zavarokhoz és egyes esetekben fizetéképtelenséghez is vezethet. A fizetőképesség fenntartása tehát elengedhetetlen a vállalat rövid távú stabilitásához is (Fenyves, Darabos és Rózsa 2020). A likviditás értékelésére elsősorban mutatószámokat alkalmazunk, amelyek a likvid eszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek viszonyát vizsgálják. A leggyakrabban használt mutatók az általános likviditás, a likviditási gyorsráta, a pénzhányad, valamint a dinamikus likviditás. A likviditási mutatók közül a likviditási ráta, a likviditási gyorsráta és a nettó forgótőke a vállalatok gyorsfizető képességének mutatói (Virág és mtsai. 2013).

Az **Általános likviditás** (likviditási mutató) a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek hányadosaként számítható ki. A mutató célja annak bemutatása, hogy a forgóeszközök mekkora fedezetet biztosítanak a kötelezettségekhez képest. Általában 1.2 – 1.8 közötti tartományt tekintjük elfogadhatónak (Fenyves és mtsai. 2020).

A **Likviditási gyorsráta** az általános likviditás egy tovább gondolt változata, amely kizárja a legkevésbé likvid eszközöket, azaz készleteket a számlalóbból. Ennek célja, hogy realisabb képet adjon a vállalat tényleges rövid távú likviditásáról. Kedvező értékének általában a 0.8 – 1.0 közötti tartományt tekintik megfelelőnek (Borszéki 2000; hivatkozva Fejér-Király 2016).

A **Pénzhányad** (likviditás első foka) kizárólag a leglikvidebb eszközöket tartalmazza, azaz a pénzeszközöket és a piacképes értékpapírokat. Ez a mutató a naprakész fizetőképesség jelzésére szolgál és ideális esetben 40-60% közötti értéket vesz fel (Ulbert és mtsai. 2018).

Érdemes megemlíteni a likviditási mutatók között a **nettó működő tőkét** is, mivel a vállalat szabad mozgásterét fejezi ki a pénzügyi teljesítések terén. A mutató növekedése kedvező a forgóeszközök finanszírozásában, mivel csökken ezek rövid lejáratú kötelezettségekből történő finanszírozása. Ez a pénzügyi egyensúly stabilitásának növekedésében bontakozik ki. Negatív értéke súlyos pénzügyi egyensúlytalanságra utal, mivel a vállalat egyes hosszú lejáratú eszközeit rövid lejáratú kötelezettségekből próbálja meg finanszírozni (Ulbert és mtsai. 2018).

A COVID-19 idején a likviditási mutatók, különösen az általános likviditás és a pénzhányad kulcsfontosságúvá váltak az olajipari vállalatok pénzügyi stabilitásának megítélésében. Kutatások szerint a pandémia alatt több cég mutatói elmaradtak az iparági átlagtól, amely instabilitásra utalt (Kurina, Sundarta és Yudiana 2023). Más tanulmányok kiemelik, hogy a megfelelő likviditás a befektetői bizalom alapja (Lalithchandra és Rajendhiran 2021).

1.1.2. Hatékonyság

A hatékonysági mutatók azt vizsgálják, hogy a vállalat mennyire gazdaságosan (eredményesen) tudja működtetni az eszközeit és felhasználni a rendelkezésére álló erőforrásait az eredményképzés során (Baranyai és mtsai. 2020).

2. táblázat: Hatékonysági mutatószámok
(Forrás: Saját szerkesztés (Fejér-Király 2016)(4.-8.) és (Virág és mtsai. 2013) (9.) alapján)

Mutató megnevezése	Mutató képlete
Készletek forgási sebessége (4.)	$\frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{átlagolt készletállomány}} \times 365$
Követelések forgási sebessége (5.)	$\frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{Kereskedelmi követelések}}$
Kereskedelmi tartozások forgási sebessége (6.)	$\frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{Kereskedelmi tartozások}}$
Pénzkonverzió ciklus (CCC) (7.)	$\begin{aligned} & \text{Készletek forgási ideje} \\ & + \text{Vevői követelések forgási ideje} \\ & - \text{Kereskedelmi tartozások forgási ideje} \end{aligned}$

Egy főre jutó árbevétel (8.)	$\frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{Átlagos létszám}}$
Eszközök forgási sebessége (9.)	$\frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{Átlagos vagy tőkésített eszközállomány}}$

A hatékonyság vizsgálata során alkalmazott jellegzetes mutatók a forgássebességet mérő, a forgási időt mérő és az egy főre vetített, valamint a különböző eszközcsoportokra vetített mutatók (Fazakas és mtsai. 2003).

A **Készletek forgási sebessége** azt méri, hogy az adott elszámolási időszakban hányszor kerül értékesítésre egy adott volumen készlet. Gyakorlatilag megmutatja, hogy az árbevételben hányszor térül meg adott idő alatt (év). Kereskedelmi tevékenységet folytató vállalatoknál különösen hasznos. Ezzel szemben a készletek forgási ideje napokban fejezi ki a készletmozgásokat. Az alacsony érték utal a hatékonyságra (Ulbert és mtsai. 2018).

A **Követelések forgási sebessége mutató** megmutatja, hogy hányszor cserélődik ki a vállalat követelés-állománya egy év alatt. Minél magasabb az érték annál jobb. Értékeit befolyásolhatják a vállalat vevőpolitikája és áruhitelzési filozófiája (Fazakas és mtsai. 2003).

A **Kereskedelmi tartozások (szállítók) forgási sebessége** mutató a vállalat szállítókkal szembeni stratégiáját próbálja reprezentálni. Ha magas értékek jellemzik akkor viszonylag alacsonyok a szállítóival szembeni tartozásai. Ez a szállítók fele tanúsított kiváló fizetési fegyelmet mutat, viszont nem biztos, hogy így van, mivel lehet, hogy a szállítók nem engedik a céget eladósodni. A vevői és kereskedelmi tartozások forgási idejére vonatkozó elvárás, hogy minél rövidebb időtartamú legyen a vevők fizetési teljesítése, mint a vállalat szállítók fele való fizetési kötelezettsége, ellenkező esetben likviditási zavar léphet fel (Ulbert és mtsai. 2018).

A **Pénzkonverzió ciklus (Cash Conversion Cycle - CCC)** azt mutatja meg, hogy hány nap szükséges ahhoz, hogy a készlet- és követelésállomány pénzeszközzé alakuljon figyelembe véve a tartozások halasztását is (Fejér-Király 2016).

Az **Egy főre jutó árbevétel** megmutatja, hogy mennyi árbevételt képes a vállalat kitermelni egy alkalmazottra vetítve. Sok ilyen úgynevezett egy főre jutó mutató létezik, mint például az egy alkalmazottra eső EBIT, EBITDA vagy adózott eredmény, azonban jól kell választani közülük, hogy minél jobban tükrözzék a vállalat sajátosságait és hatékonyságát. Ezek a mutatók jól jellemzik a munkaerő-kihasználtságát, valamint az egyes szektorok munkaerő-intenzitását.

Az **Eszközök forgási sebessége** egy tágon értelmezett mutató, amely különböző eszközcsoportok együttes forgási sebességét méri. Ha a nettó eszközállománnyal számolunk kiszűrhetőek a kötelezettségek, amelyek torzíthatják a mutató magyarázókéességét (Virág és mtsai. 2013). Ezt a mutatót még gyakran nevezik eszközarányos árbevételnek is, mivel a nettó árbevételt osztják az átlagos eszközállománnyal. Ebben a megközelítésben a mutató képes a vállalat kapacitásainak kihasználtságát is megmutatni. Magas értéke nagyfokú eszközkhasználtságra utal (Fazakas és mtsai. 2003).

1.1.3. Jövedelmezőség

A jövedelmezőség vizsgálata során arra a kérdésre keressük a választ, hogy a vállalat milyen eredményességgel tudja felhasználni a tulajdonosok és a hitelezők által rendelkezésére bocsátott forrásokat, valamint az ezekből finanszírozott eszközöket nyereség termelésére. A jövedelmezőségi mutatók valamilyen jövedelmi (nyereség) kategóriát viszonyítanak az elemzési szempontoknak megfelelő adathoz (pl. árbevétel, saját tőke, összes eszköz stb.) (Fazakas és mtsai. 2003).

3. táblázat: Jövedelmezőségi mutatószámok

(Forrás: Saját szerkesztés (Fejér-Király 2016) (10. és 14.), (Virág és mtsai. 2013) (11. és 12.) és (Fazakas és mtsai. 2003) (13.) alapján)

Mutató megnevezése	Mutató képlete (%)
Eszközarányos nyereség (ROA) (10.)	$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Mérlegfőösszeg}}$
Saját tőke arányos nyereség (ROE) (11.)	$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Saját tőke}}$
Árbevétel arányos nyereség (ROS) (12.)	$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Nettó árbevétel}}$
Befektetett tőke hozama (ROIC) (13.)	$\frac{\text{NOPAT}}{\text{Befektetés}}$
EBITDA ROA (14.)	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Eszközállomány}}$

A vállalatok jövedelmezősége függ a versenyhelyzettől és üzletágaként változik, ezért az elemzők többféle módszert alkalmaznak egy társaság relatív jövedelmezőségének meghatározásához (Harrington 1995). A vállalatoknak fontos a jövedelmezőség hosszú távon és a likviditás rövid távon, mivel teljesítenie kell a fizetési kötelezettségeit. Viszont csak akkor tartható fent a likviditás hosszú távon, ha a vállalatok jövedelmet realizálnak (Baranyai és mtsai. 2013).

Az **Eszközarányos nyereség (Return on Assets – ROA)** mutató kiszámítása során a realizált nettó eredményt viszonyítjuk a mérlegfőösszeghez (Virág, és mtsai. 2013). A ROA mutat a vállalat egészének hatékonyságát méri. Azt vizsgálja, hogy átlagosan milyen hozamot biztosított a vállalat teljes eszközállománya és ezt mekkora megtérülési ráta mellett valósította meg (Fazakas és mtsai. 2003).

A **Saját tőke arányos nyereség (Return on Equity – ROE)** vagy más néven saját tőke hozama mutató megmutatja, hogy egy egységnyi saját tőke mekkora adózott eredményt termelt, azaz milyen hatékonysággal használta fel a vállalat a tulajdonosi tőkét (Pupos 2011). Minél magasabb a ROE értéke annál nagyobb nyereséget képes termelni a vállalat az eszközeinek működtetéséből. Fontos, hogy a saját tőke arányos nyereség nagyobb ütemben növekedjen, mint az eszközarányos nyereség, mert csak ebben az esetben hasznos az idegen tőkével történő finanszírozás. Az a célszerű, ha a vállalat saját tőkéje jövedelmezőbb, mint az idegen források (Baranyai és mtsai. 2020).

Az **Árbevétel arányos nyereség (Return on Sales – ROS)** mutató vagy más néven nettó profithányad az üzleti tevékenység átfogó hatékonyságát méri. Lényege, hogy az összes költség (adókkal és kamatokkal) levonása után mennyire volt jövedelmező az értékesítés. Elterjedt mutatószám, mivel jól használható összehasonlításokhoz az erősen specializálódott vállalatoknál, így ezeknél a profithányad magasabb lehet. Egyik fontos funkciója, hogy jól tükrözi a vállalatok piaci helyzetét és a verseny intenzitását (Ulbert és mtsai. 2018).

A **Befektetett tőke hozama (Return on Invested Capital – ROIC)** a tőke- (vagyon-) arányos jövedelmezőségi mutatókhoz tartozik (Bíró és mtsai. 2016). Fontos értékmérő mutató, mert definiálható a NOPAT és a befektetett tőke segítségével. A ROIC a vállalat tényleges hatékonyságára összpontosít és jobb magyarázó képességgel rendelkezik, mint például a saját tőke arányos- vagy eszközarányos hozam (Copland és mtsai. 1999).

A **Vagyonarányos EBITDA** mutató értéke minél magasabb, annál jobb hozamot ér el a vállalat az eszközei működtetése miatt. Az elemzett szektor ROA értékei hosszabb távon magasak kell legyenek, hogy az adott tevékenység üzleti kockázatát jól tükrözze (Fazakas és mtsai. 2003). A ROA alkalmazása esetében elmondható, hogy az eltérő tőkeszerkezetű vállalatok eredményét érdemes az összehasonlítás során korrigálni az EBITDA-val, mivel javítja a mutató magyarázó képességét (Fejér-Király 2016).

A nyereségtermelő képesség vizsgálata során figyelembe kell venni azokat a külső gazdasági tényezőket is, amelyek jelentősen befolyásolhatják a jövedelmezőségi mutatók

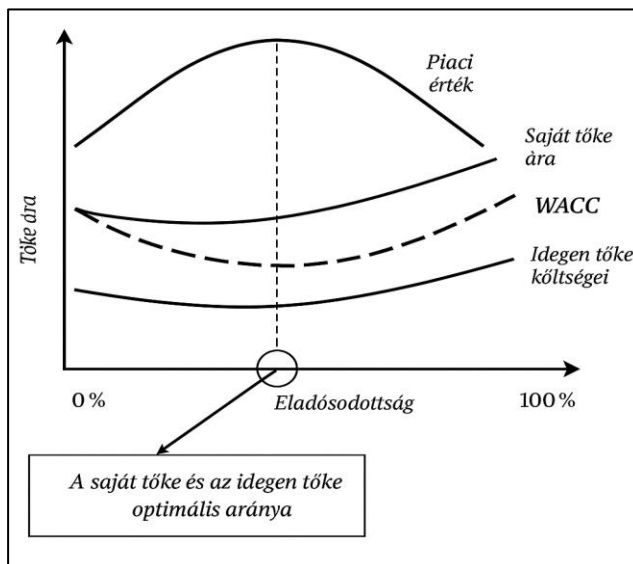
értékeit. A legújabb vizsgálatok rávilágítottak arra, hogy az olajipari vállalatok profitabilitása a COVID-19 járvány idején és azt követően is jelentős változásokat mutatott, különösen a kisebb és nagyobb szereplők között (Ali és mtsai. 2023)

1.1.4. Eladósodottság

Az eladósodottsági mutatók vagy más néven adósság és hitelképességi ráták a cég hitelvi visszafizető képességét vizsgálják (Ulbert és mtsai. 2018). Az eladósodottsági mutatók a pénzügyi kockázatot mérik és a szakirodalomban gyakran a tőkeáttételi mutatók közé sorolják. Azoknál a vállalatoknál figyelhető meg magasabb tőkeáttétel, amelyeknél viszonylag alacsony az üzleti kockázat így feltehetően stabil működési nyereséggel rendelkeznek (Fazakas és mtsai. 2003).

1. ábra: A tradicionális tőkeelmélet (U görbe)

Forrás: (Baranyai és mtsai. 2020, 50. old.)



Azok a viszonyszámok tartoznak ezen mutatók körébe, amelyek az összes kötelezettséget vagy a hosszú lejáratú kötelezettségek arányát is figyelembe veszik a vállalat összes eszközéhez vagy tőkéjéhez (vagyonához) viszonyítva (Virág és mtsai. 2013). Tőkeáttételről akkor beszélünk, amikor a vállalkozás idegen tőkét (forrást) is igénybe vesz a tevékenysége vagy eszközei finanszírozásához (Baranyai és mtsai. 2013).

A tőkeáttételi mutatók szoros kapcsolatban állnak a tradicionális U görbe tőkeszerkezeti elmélettel (lásd. 1. ábra), amely abból indul ki, hogy a folyó piaci kamatlábért addig vehetnek fel hitelt a vállalatok amíg a hitelezők nem ítélik meg túlzottnak a vállalat eladósodottsági szintjét.

Ha a hitelezők által kritikusanak vélt határt átlépik a vállalat tőkeáttételi mutatószámai, akkor már csak a folyó piaci kamatlábat meghaladó kamatrátáért kaphat hitelt. A görbe azon pontja, ahol az átlagos tőkeköltség minimális és a vállalat piaci értéke maximális – a vállalat optimális tőkeszerkezetnek nevezzük (Baranyai és mtsai. 2013).

4. táblázat: Eladósodottsági mutatószámok

(Forrás: *Saját szerkesztés (Ulbert és mtsai. 2018) (15., 17. és 18.) és (Fazakas és mtsai. 2003) (16.) alapján*)

Mutató megnevezése	Mutató képlete
Saját tőke aránya (15.)	$\frac{\text{Saját tőke}}{\text{Összes tőke (Mérlegfőösszeg)}}$
Eladósodottság foka (16.)	$\frac{\text{Idegen tőke}}{\text{Saját tőke}}$
Adósságráta (17.)	$\frac{\text{Kötelezettségek összesen}}{\text{Eszközök összesen}}$
Tőkefeszültség (18.)	$\frac{\text{Kötelezettségek összesen}}{\text{Saját tőke}}$

A **Saját tőke aránya** mutató értékelése viszonylag egyszerű, mivel minél magasabb a vállalat az arány, annál kevésbé van eladósodva, ezáltal a pénzügyi kockázata is alacsonyabb. Az a vállalat amelyik kevésbé használja ki a hitellehetőségeit (kevés idegen tőkével rendelkezik), annál magas a saját tőke aránya, amely a későbbi beruházások megvalósítása során nagyobb pénzügyi rugalmasságot biztosít. A piaci kapitalizációval megközelíthetjük a vállalat pillanatnyi értékét a tőkepiacon.

Az **Eladósodottság foka** vagy **Idegen tőke/Saját tőke aránya** mutató már más irányból közelíti meg a saját tőke arányát. A vállalat hosszú lejáratú kötelezettségeit viszonyítja a saját tőkéhez. Ha az idegen tőke/saját tőke arány (D/E) értéke magas, akkor a finanszírozási tőkeáttétel és az eladósodottság is magasnak tekinthető (Fazakas és mtsai. 2003).

Az **Adósságráta** vagy **Idegen tőke és összes eszköz aránya** az eladósodottság egyik legegyszerűbb arányszáma. Segítségével megállapíthatjuk, hogy a vállalat a könyvszerinti eszközértékének mekkora hányadát fedezi idegen forrásból (Virág és mtsai. 2013). A mutató értelmezése során a 70% feletti érték igen kockázatos lehet, mivel nagymértékű idegenforrás-függőséget jelez előre. A legkedvezőbb, ha a vállalatok mérlegében a saját források a meghatározóak.

A **Tőkefeszültség** vagy **Eladósodottsági arány** mutató a külső (idegen) források és a saját tőke egymáshoz való viszonyulását elemzi. Értéke nagyon ágazatspecifikus, tehát függ az adott tevékenységtől. Minél magasabb a tőkefeszültség, annál kockázatosabbnak tekinthető a vállalat, mivel egyre nő a hitelfüggőség és az idegen tőke állománya (Ulbert és mtsai. 2018).

Az eladósodottsági mutatók, mint például a tőkefeszültség vagy az adósságráta nemcsak a tőkeszerkezeti döntések értékelésében fontosak, hanem a piaci kockázatokkal való

összefüggésben is. Egy friss kutatás kimutatta, hogy a szektorszintű eladósodottság mértéke befolyásolja az olajipari vállalatok tőzsdei árfolyamainak olajár-érzékenységet is, különösen a nyitottabb pénzügyi piacokon (Balli és mtsai. 2023).

1.1.5. Piaci mutatószámok

A pénzügyi elemzők gyakran számítanak kiegészítés céljából tőzsdére bejegyzett vállalatok értéktőzsdei adataiból különböző arányszámokat. A vállalatok belső teljesítménye mindig visszatükröződik a tőkepiac értékelésében. Elsősorban a részvény piaci árfolyamának változásában jelenik meg a befektetők hozama, ezért rendkívül fontos számukra ezeknek a mutatószámoknak az ismerete (Harrington 1995). Nem csak a befektetőknek és részvényeseknek nyújtanak információkat, hanem a tulajdonosoknak is (Ulbert és mtsai. 2018). A piaci mutatószámok eredményalapú mutatószámok és ezeket használják a leggyakrabban a relatív értékelések során. Ilyen például az árfolyam/nyereség (P/E) ráta (Damodaran 2006).

5. táblázat: Piaci mutatószámok

(Forrás: Saját szerkesztés (Virág és mtsai. 2013) (19., 20., 23. és 24.) és (Ulbert és mtsai. 2018) (21. és 22.) alapján)

Mutató megnevezése	Mutató képlete
Árfolyam/Nyereség (P/E) ráta (19.)	$\frac{\text{Részvény árfolyama}}{\text{Egy részvényre jutó nyereség}}$
Piaci érték/könyv szerinti érték (P/BV) (20.)	$\frac{\text{Részvény árfolyama}}{\text{Egy részvényre jutó könyv szerinti érték}}$
Egy részvényre jutó nyereség (EPS) (21.)	$\frac{\text{Adózás utáni eredmény}}{\text{Részvények száma}}$
Tőkeérték (Kapitalizáció) (22.)	$\text{Részvények száma} \times \text{Részvény árfolyama}$
Osztalékfizetési ráta (dp) (23.)	$\frac{\text{Egy részvényre jutó osztalék}}{\text{Egy részvényre jutó nyereség}}$
Osztalékhozam (24.)	$\frac{\text{Egy részvényre jutó osztalék}}{\text{Részvény árfolyama}}$

A részvény **Árfolyam/Nyereség (Price to Earnings – P/E) rátája** megmutatja, hogy egy dollárnyi nyereségért mennyit hajlandóak fizetni a befektetők. Ha az értéke magas nagy növekedési potenciál van a vállalatban vagy utalhat arra is, hogy biztos a nyeresége, így értékesebb a piacon (Brealey és Meyers 2011). A magas árfolyam/nyereség mutatóval rendelkező vállalatoktól dinamikusabb fejlődést és növekedést várnak el a jövőben, mivel potenciális növekedési forrás lehet a most visszatartott nyereség. A P/E rátának a szakirodalomban számos megnevezése ismert, mint például: árfolyam/nettó eredmény, saját

tőke (piaci) értéke/nettó eredmény, valamint egy részvényre jutó saját tőke piaci értéke/egy részvényre jutó nyereség (Damodaran 2006).

A **Piaci érték/Könyv szerinti érték (Price to Book Value – P/BV)** aránymutató a részvény piaci árfolyamát viszonyítja az egy részvényre jutó saját tőkére (könyv szerinti értékre) (Brealey és Meyers 2011). Ha a P/BV mutató értéke meghaladja a 100%-ot, akkor a vállalat értékteremtő képességét nagyra értékelik a befektetők és hajlandóak részvényenként a könyv szerinti értéknél magasabb árat is megfizetni (Harrington 1995). A Piaci érték/Könyv szerinti érték mutató jellemzően hasonló iparágba tartozó, hasonló kockázatú társaságok összehasonlítására, valamint azon esetekben, ahol még nem tudunk előző évi nyereséget számolni (mert nincs teljesített pénzügyi év) vagy mert nincs nyereség amiatt, hogy a vállalat veszteséges. A negatív P/E helyett itt már alkalmasabb a P/BV mutató. A viszonyítási csoporthoz képest, a magas a P/BV túlárzásra, az alacsony alulárzásra utal.

Az **Egy részvényre jutó nyereség (Earnings per Share - EPS)** meghatározása során az adózott eredményt viszonyítjuk a részvények számához. Ez a mutató határozza meg a részvényeként a nyereséget vagy veszteséget (Baranyai és mtsai. 2013). A tőkebefektetőkre jellemző, hogy a vállalatok törzsrészvényeiből vásárolnak. A legtöbb piaci mutatót egy részvényre vetítve számítják ki és ezek közül az egyik leggyakrabban használt az EPS, amely számos piaci elemzés kiindulópontjaként szolgál (Harrington 1995). Az EPS mutatót gyakran az osztalék felső határaként is szokták emlegetni (Ulbert és mtsai. 2018).

A **Tőkeérték (Kapitalizáció)** is egy fontos mérőszám, mivel azt mutatja meg, hogy mennyiért lehetne megvásárolni a vállalat összes részvényét. Gyakorlatilag meghatározza azt, hogy mennyit ér a vállalat a piacon. Ahhoz, hogy a mutató értékét meghatározzuk a részvényárfolyam legfrissebb aktuális záróárával kell megszorozni a vállalat részvényeinek számát (Fazakas és mtsai. 2003).

Az **Osztalékfizetési ráta (Dividend Payout)** röviden azt fejezi ki, hogy a vállalatok osztalék formájában a nyereség mekkora részét fizetik ki. (Baranyai és mtsai. 2020). Számítása során az osztalékot osztjuk az egy részvényre jutó nyereséggel (EPS). A maradék fel nem osztott nyereséget a vállalat visszatartja, hogy további nyereségtermelő eszközökbe fektesse (Fazakas és mtsai. 2003).

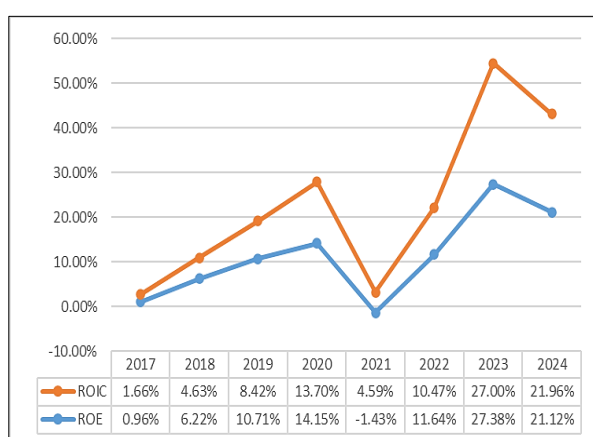
Az **Osztalékhozam** mutató az egy részvényre jutó várható osztalék és a részvényárfolyam hányadosa. Ez a mutató is fontos a befektetők számára, mert kétféleképpen realizálhatnak nyereséget: árfolyamnyereség és osztalék formájában (Brealey és Meyers 2011). Mivel az osztalék hatással van a részvény árfolyamára épp ezért az igazgatóság körültekintően

alakítja ki az osztalékpolitikáját. Az osztalékhozam megmutatja mekkora pénzbeli hozamot kap a tulajdonos az árfolyamhoz viszonyítva (Virág és mtsai. 2013).

1.2. Pénzügyi mutatószámok és az iparág kapcsolata

Ahhoz, hogy megfelelő értékelést tudjunk készíteni nem elég önmagukban elemezni a vállalatok mutatószámait, hanem érdemes iparági kontextusban is megvizsgálni őket. A hosszútávú következtetések levonása minimum hároméves vizsgálati periódust igényel (Ulbert és mtsai. 2018).

2. ábra: Olajipari vállalatok globális ROIC és ROE mutatója 2017 – 2024 között



6. táblázat: Az Amerikai Egyesült Államok és Európa olajipari vállalatainak ROIC és ROE mutatói 2017 – 2024 között

Évek	USA		EU	
	ROIC	ROE	ROIC	ROE
2017	-2.19%	0.49%	1.51%	-1.99%
2018	2.15%	5.90%	5.65%	5.36%
2019	7.99%	11.82%	9.17%	11.06%
2020	5.36%	7.85%	7.84%	8.26%
2021	-2.33%	-6.19%	1.45%	-11.79%
2022	5.12%	1.15%	3.68%	7.41%
2023	22.37%	32.42%	23.97%	21.98%
2024	17.04%	19.85%	20.21%	20.33%
Átlag	6.94%	9.16%	9.18%	7.58%

(Forrás: Saját szerkesztés az NYU Stern adatbázis adatai alapján)

A múltbeli teljesítmény elemzésénél fontos szempont, hogy átfogó legyen, például a ROIC (Return on Invested Capital) mutató komponensit is célszerű elemezni. Az elemzésnek nem szabad pusztán a mutatószámok gyűjteményévé válnia (Copland és mtsai. 1999).

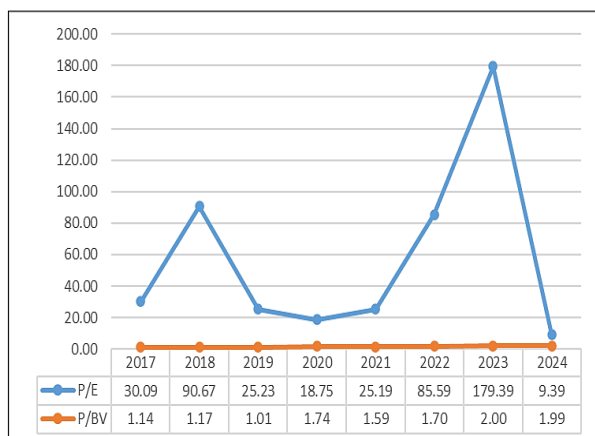
Az iparági elemzés fontos aspektusa a pénzügyi teljesítmények összehasonlításának. Az iparágelemzés a piacot és annak jövőbeli alakulását vizsgálja. Komplex elemzés szükséges a megfelelő kérdések megválaszolása érdekében. Főbb szempontjai a makrokörnyezet és az iparág fő jellemzőinek (trendek alakulása, versenytársak stb.) alakulása (Pupos 2011). Az eltérő iparágak mutatószámait közvetlenül nem lehet összehasonlítani. Ahhoz, hogy értelmezni tudjuk a pénzügyi mutatókat mindig figyelembe kell venni a vállalatok sajátosságait és a piaci környezetükre hatást gyakorló kiegészítő információkat (Virág és mtsai. 2013).

A következőkben a piaci mutatószámok segítségével szemléltetem azok fontosságát az amerikai, európai és globális integrált olaj és gázipari vállalatok piaci mutatóin keresztül.

A 2. ábrán a ROIC (Befektetett tőke megtérülése - Return on Invested Capital) és ROE (Saját tőke-arányos nyereség - Return on Equity) mutatók láthatók 2017 és 2024 között globális szinten. A mutatók növekvő tendenciát követnek, amely azt sugallja, hogy az olajipari

vállalatok saját tőkéje és a befektetett tőkéje is jövedelmezően működik. A 6. táblázat az Amerikai Egyesült Államok és Európa olajipari vállalatainak ROIC és ROE értékeit tartalmazza. Európában a ROIC értéke átlagosan 9.18%, míg az USA-ban átlagosan 6.94%. A

3. ábra: Olajipari vállalatok globális P/E és P/BV mutatói 2017 – 2024 között



7. táblázat: Az Amerikai Egyesült Államok és Európa olajipari vállalatainak P/E és P/BV mutatói 2017 – 2024 között

Évek	USA		EU	
	P/E	P/BV	P/E	P/BV
2017	35.81	1.85	39.22	1.19
2018	45.20	1.81	178.72	1.33
2019	24.20	1.46	25.01	1.16
2020	12.73	1.41	10.84	1.18
2021	33.88	1.05	33.11	0.94
2022	0.00	1.58	12.76	1.08
2023	6.71	2.25	230.58	1.21
2024	5.46	1.82	7.63	1.16
Átlag	20.50	1.65	67.24	1.16

(Forrás: Saját szerkesztés az NYU Stern adatbázis adatai alapján)

ROE az USA-ban átlagosan 9.16%, míg Európában csupán 7.58%. Ez a különbség valószínűleg az európai és amerikai integrált olaj- és gázipari vállalatok eltérő számosságával, méretbeli különbségeivel, piaci részesedésével, eltérő tőkeszerkezetével és eredményességével magyarázható. Babajide és Lawrence (2023) a Nigériai multinacionális olajvállalatok pénzügyi szerkezetét és tőkestruktúráját vizsgálta 2009 és 2017 között. A ROE mutató segítségével azt a következtetést vonták le, hogy a túlzott eladósodottság különösen rontja a megtérülési mutatókat, amely hatással van a tőkestruktúrára (Babajide és Lawrence 2023).

A 3. ábra az olajipari vállalatok P/E és P/BV rátáit szemlélteti globális szinten. Látható, hogy az Árfolyam/Nyereség mutató jelentősen magasabb, mint az Árfolyam/Könyvszerinti érték. Az amerikai és az európai mutatókon is jól tükröződik (Lásd. 7. táblázat) ez a tendencia, főleg a P/E esetében. Deepikah és Kohli (2023) az indiai olaj- gázipari vállalatokat vizsgálták. A P/E és P/BV mutatók hasznosnak bizonyultak a pénzügyi helyzet és a befektetési potenciál megítélésére. A 3. ábrán is hasonló mintázat figyelhető meg: a P/E értékek jelentősen ingadoznak főleg Európában, a P/BV stabilabb, amely azt mutatja, hogy a befektetők inkább a nyereségesség alapján értékelnek. Ez megerősíti, amit a tanulmány is állít: hogy ezek a mutatók együtt adnak reális képet a cégek értékéről és növekedési lehetőségeiről (Deepikah és Kohli 2023).

1.3. Tőkepiaci árfolyamok modellje (Capital Asset Pricing Model – CAPM)

A tőkepiaci árfolyamok modelljét három közgazdász – *William Sharpe*, *John Linter* és *Jack Treynor* alkotta meg az 1960-as évek közepén. Arra kérdésre keresték a választ, hogy mekkora a várható kockázati prémium, ha a béta nem 0 vagy 1 (Brealey és Meyers 2011). A modell pontos előrejelzést ad arra vonatkozóan, hogy egy pénzügyi eszköz kockázatának és várható hozamának mi a kapcsolata. A piaci árfolyamok modellje (CAPM) hamar közismert lett és a modern pénzügyi közgazdaságtan egyik központi paradigmájává vált (Bodie és mtsai. 1996). A legismertebb árazási modell, amely a befektetések elvárt hozamát határozza meg betájuk (kockázatuk) függvényében (Fazakas 2018).

A CAPM feltételrendszere a következő:

- A befektetők kockázatelutasító magatartást követnek.
- A befektetőknek várható hozam – szórás hasznossági függvénye egy periódusra vonatkozik
- A befektetők várakozásai azonosak (homogének).
- Adott a hitelfelvétel és hitelnyújtás lehetősége kockázatmentes kamatláb mellett.
- A tőkepiac tökéletes (Fazakas és mtsai. 2003).
- Nincsenek adók és tranzakciós költségek, valamint a befektetők információ értékelése azonos (Bodie és mtsai 2018, hivatkozva Bíró 2022, 136.o).

A CAPM modell egyik gyakran használt alakja a következő:

$$r_E = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

Ahol:

r_E – a tulajdonosok által elvárt saját tőke megtérülése

r_f – kockázatmentes hozam

β – az eszköz piaci kockázatát mérő együttható

$(r_M - r_f)$ – piaci kockázati prémium

A képlet világosan szemlélteti, hogy a részvény elvárt hozama a kockázatmentes hozamból és a betával súlyozott kockázati prémiumból tevődik össze, ezáltal a modell összekapcsolja az egyedi és a piaci kockázatokat a befektetői elvárásokkal.

1.4. Súlyozott átlagos tőkeköltség modellje (Weighted Average Cost of Capital – WACC)

A súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) egy fontos mérőszám a vállalatok értékelése során. Azt mutatja meg, hogy a vállalat milyen átlagos költséggel jut finanszírozási forrásokhoz figyelembe véve a saját és az idegen tőke arányát, valamint az ezekhez kapcsolódó költségeket.

A WACC lényegében egy olyan diszkontráta, amelyet a vállalatok a jövőbeni pénzáramainak jelenértékének számításához alkalmaznak. Ez közvetlenül befolyásolja a vállalatok értékét: minél alacsonyabba WACC, annál nagyobb értéken értékelhető a vállalat. A szakirodalomban gyakran úgy fogalmazzák, hogy ott van az optimális tőkestruktúra, ahol a WACC a legalacsonyabb (Ulbert, és mtsai. 2018). Ha egy vállalat közgazdasági értelemben nem működik hatékonyan, esetleg pénzügyi nehézségekkel küzd, akkor előfordul, hogy a súlyozott átlagos tőkeköltség meghaladja a befektetett tőke megtérülését ($ROIC < WACC$), de a vállalat értéke még mindig meghaladja az adósság értékét (Deliné 2002, hivatkozva Fejér-Király 2016, 22.o.).

A WACC segítségével a vállalat a jövőbeni pénzáramlásokat diszkontálva meghatározhatja saját piaci értékét.

A WACC képlete a következőképpen alakul:

$$WACC(r) = r_E \times \frac{E}{V} + r_D \times \frac{D}{V} \times (1 - T)$$

Ahol:

D – az idegen tőke piaci értéke

E – a saját tőke piaci értéke

$V = D + E$ (A vállalat összesített piaci értéke)

r_D – az idegen tőke költsége

r_E – a saját tőke költsége

T – a társasági adókulcs

A WACC egy összetett mutató, amely egyesíti a különböző finanszírozási források költségeit és ezáltal lehetőséget biztosít a vállalatok számára, hogy reálisan értékeljék jövőbeni beruházásaik pénzügyi megalapozottságát. A WACC nemcsak az értékelés során, hanem a stratégiai döntésekben is fontos szerepet játszik, különösen a tőkeszerkezet kialakításakor, ahol a cél a WACC minimalizálása és a vállalat értékének maximalizálása (Ulbert és mtsai. 2018).

1.5. Vállalatok gazdasági hozzáadott értéke (Economic Value Added – EVA)

A gazdasági hozzáadott érték (Economic Value Added – EVA) a vállalatok valódi értékteremtő képességét ragadja meg és a modern pénzügyi teljesítménymérés egyik meghatározó mutatója. A számviteli nyereség nem mindig tükrözi a részvényesek számára létrehozott valós értéket, mivel figyelmen kívül hagyja a saját tőke költségét. Az EVA célja, hogy kiszűrje ezt a torzítást és pontosabb képet adjon arról, hogy a vállalatok képesek-e a befektetett tőke elvárt hozamát meghaladó profitot termelni (Virág, és mtsai. 2013).

A gazdasági hozzáadott érték (EVA) képlete:

$$EVA = NOPAT - (IC * WACC)$$

Ahol:

NOPAT – Adózott üzemi eredmény (működési eredmény után, kamat – és adóhatások nélkül) Net Operating Profit After Taxes

IC – Befektetett tőke (Invested Capital)

WACC – Súlyozott tőkeköltség (Weighted Average Cost of Capital)

A fenti képlet alapján jól látható, hogy az EVA pozitív, ha a vállalatok adózás utáni működési nyeresége meghaladja a befektetett tőke költségét tehát valódi értéket teremt a tulajdonosok számára. Ha az EVA negatív, akkor a vállalat nem tudja hatékonyan működtetni a befektetett tőkét. Ilyen esetben inkább értéket rombol (Baranyai és mtsai. 2013, Virág és mtsai. 2013).

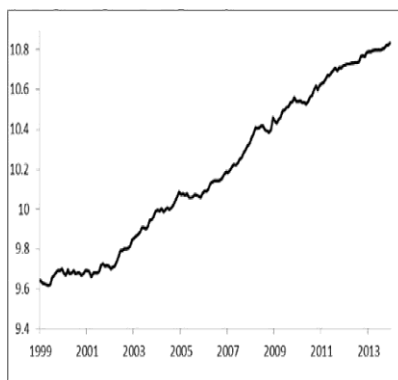
A NOPAT nem torzítja el a vállalat működési teljesítményét mert nem tartalmazza a kamatköltségeket. A WACC a vállalat átlagos tőkeköltsége, amely a befektetők tőkéje utáni elvárt minimális hozamot jelenti. A befektetett tőke (IC) a működésbe bevont eszközök könyv szerinti értékét jelenti, korrigálva a felesleges készpénzállománnyal és a nem működési eszközökkel. Az EVA jelentős előnye, hogy elősegíti a vállalatok hosszútávú értékteremtésre való törekvését és a részvényesek értékelvű szemléletét. A gyakorlatban az EVA-t nemcsak vállalati szinten, hanem üzletági, termékcsoporthoz és projekthalapoz is alkalmazzák, így részletes és célzott döntéstámogatást biztosít a vállalatvezetés számára (Virág és mtsai. 2013). A befektetett tőke nettó hozama (ROI) és a gazdasági hozzáadott érték (EVA) mutatók jól alátámasztják az összefüggést, hogy ahol a tőke hozama és költsége egyenlő ott az EVA és ROI értéke nulla. Amióta a *Quaker Oats* bevezette az EVA alapú eredményszámítást a tőkeköltség

levonása után arra a következtetésre jutott, hogy a tőke eltékozlása megszűnt (Brealey és Meyers 2011).

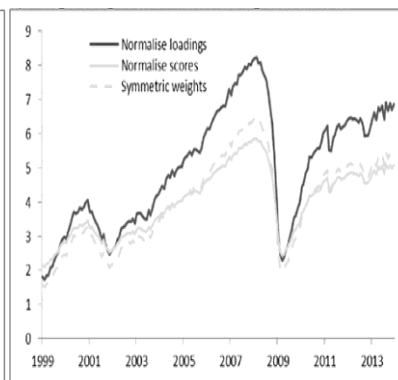
2. Az olajipar makrogazdasági helyzete (nemzetközi áttekintés)

Az olajipari vállalatok kilátásai szoros összefüggésben vannak a gazdasággal, ezért az elemzés az üzleti környezetet is figyelembe kell vegye, ahol a vállalatok tevékenykednek. Az olajipari vállalatok nyereségességét és relatív teljesítményét erősebben befolyásolják a makrogazdasági és ágazati körülmények. A vállalatok kilátásainak vizsgálata során érdemes szélesebb látószögben vizsgálni, ezért a makrogazdasági változásokat illik figyelembe venni (Bodie és mtsai. 1996).

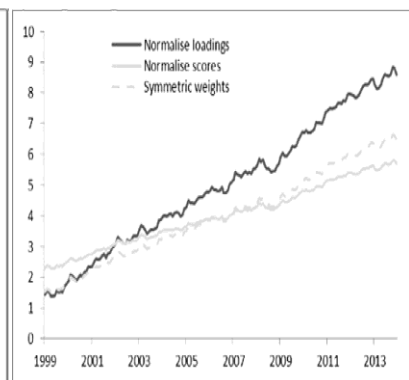
4. ábra: A világgazdaságban lévő pénzmennyiség 1999 – 2013 (USD)



5. ábra: Globális ipari termelés 1999 – 2023 között



6. ábra: Globális fogyasztói árindex 1999 – 2013 között



(Forrás: (Ratti és Vespignani 2016, 202.o.))

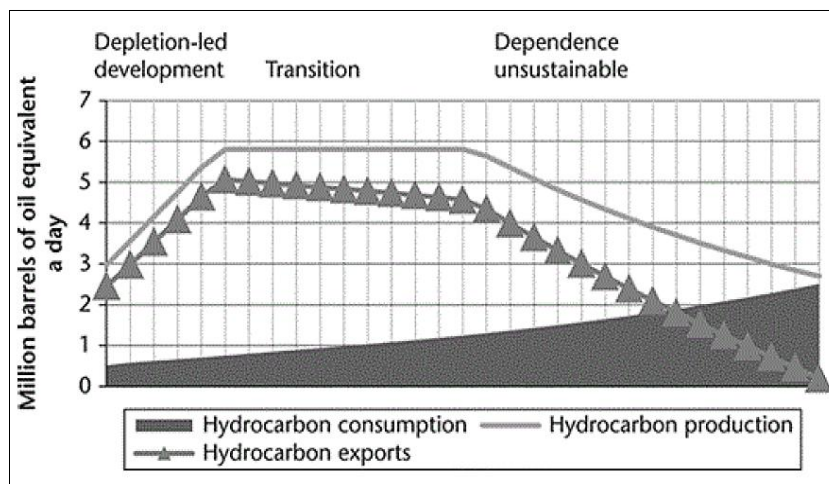
Az integrált olaj- és gázipari vállalatok komplex, többdimenziós kihívásokkal teli makrogazdasági környezetben működnek már 2020 óta. A World Energy Outlook 2024-es jelentésében olvasható, hogy a globális fosszilisenergia-kereslet 2030 előtt tetőzhet és helyét lassan átveszik a tiszta energiák (pl. atomenergia és megújuló energiaforrások). Az olaj- és gázellátás biztonságát érintő kockázatok továbbra is fennállnak a közel-keleti és ukrajnai geopolitikai feszültségek miatt, különösen a stratégiai fontosságú Hormuzi-szoros térségében (World Energy Outlook 2024).

A fejlett országokon kívüli energianövekedés és Ázsia növekvő importfüggősége új geopolitikai erőviszonyokat alakít ki. Az Egyesült államok LNG- és palaolaj-termelése globális árszinten is jelentős befolyással bír. Az EU gazdaságának alkalmazkodnia kell az energiahordozók árának emelkedése és az energiamport miatti függőség hatásai miatt (Stevens 2018).

Ratti és Vespignani (2016) adatai alapján a globális pénzkínálat, az ipari termelés és a fogyasztói árindex hosszú távon együtt mozognak, amit a 4., 5., és 6. ábrák szemléltetnek. Az ábrákból jól látható, hogy 1999 és 2013 között a világgazdaságban lévő pénzmennyiség folyamatosan emelkedett, amit a globális ipari termelés és az inflációs szint (CPI) is követett, jelezve a három változó közti szoros kapcsolatot a nemzetközi gazdasági folyamatokban (Ratti és Vespignani 2016). Stevens (2018) tanulmánya történeti és geopolitikai összefüggések mentén analizálja az iparágat. Kiemeli, hogy 2014 utáni olajárzuhanás különösen a fejlődő országokat érintette, ahol a nyersanyagbevételekre épülő gazdaságoknak sürgető feladata a diverzifikáció. Ezt mutatja a 7. ábra, amely a kitermelés életciklusát és annak gazdasági következményeit ábrázolja (Stevens 2018).

7. ábra: A kitermelés és a gazdasági fejlődés közötti kapcsolat

Forrás: (Mitchell and Stevens, 2008, hivatkozva Stevens, 2018, 5.o.)

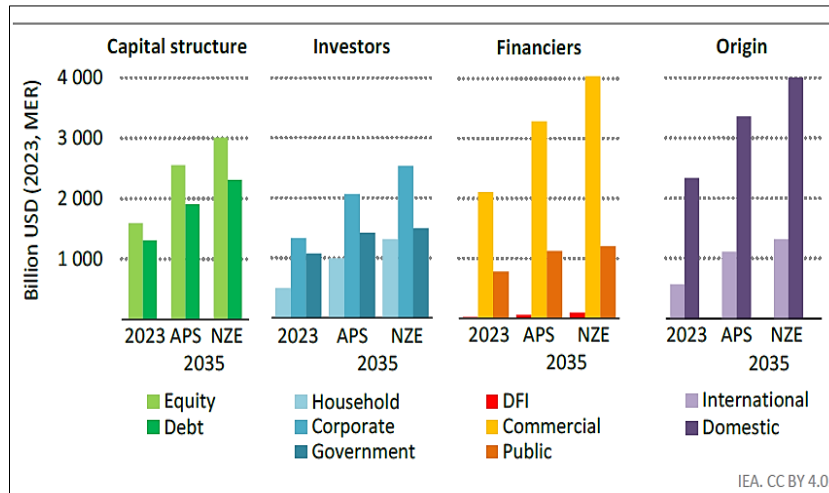


Az integrált olaj- és gázipar makrogazdasági helyzetének megértéséhez elengedhetetlen a beruházási és finanszírozási struktúrák vizsgálata. Az International Energy Agency (IEA) 2024-es jelentése alapján a globális energiaberuházások értéke meghaladja a 3 ezer milliárd USD-t, amelyből mintegy 860 milliárd USD-t fordítanak olaj- és gázellátásra. Az olajipari vállalatok esetében jellemzően saját tőkéből (retained earnings) finanszírozzák a beruházásaikat. Ezzel szemben a megújuló energiaberuházások adósságinanszírozása magasabb.

A tőkeelcségek (WACC) jelentős hatással vannak a beruházási döntésekre. A fosszilis energiához kapcsolódó projektek esetében a standard tőkeelcsék 8-9% körül mozog, amely magasabb, mint a megújulókhöz kapcsolódó 4-7%-os érték. Ez különösen fontos lehet az olyan vállalatok esetében, mint az ExxonMobil Corporation vagy a Chevron Corporation, mert ezek magas tőkeintenzitású projektekbe fektetnek. A régiós szereplők (MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. és OMV Petrom SA.) is ezekbe a projektekbe fektetnek, amelyek

8. ábra: Az energiaágazat finanszírozási jellemzői az APS és NZE forgatókönyvek alapján, 2023 és 2035 közötti időszakra

(Forrás: *World Energy Outlook 2024*, 242.o.)



versenyképessége nagyban függ a tőkéhez való hozzáférés költségétől és az adott ország kockázati besorolásától.

A 8. ábra szemlélteti ezt a tendenciát, amely különböző forgatókönyvek mentén mutatja be a finanszírozási struktúra, valamint a befektetők és a tőkeeredet változásait különböző forgatókönyvek mentén (Announced Pledges Scenario, APS – amit ígérték, Net Zero Emissions by 2035 Scenario, NZE – amit meg kellene tenni) (World Energy Outlook 2024).

Az OPEC tagállamok továbbra is meghatározó szereplői a globális olajiparnak, amit jól mutat, hogy 2022-ben a szervezet átlagosan napi 21.39 millió hordó (mb/day) nyersolajat exportált, amelyből 71.1% Ázsiába irányult. Ez a célzott exportirány nemcsak az energiahordozók iránti növekvő Kelet-Ázsiai keresletet tükrözi, hanem az OPEC piaci alkalmazkodóképességét is. A tagországok (Algéria, Angola, Kongói Köztársaság, Egyenlítői-Guinea, Gabon, Irán, Irak, Kuvait, Líbia, Nigéria, Szaúd-Arábia, Egyesült Arab Emírségek, Venezuela) jelentős befolyással bírnak a világ kőolajtartalékainak és kitermelésének eloszlásában, így döntéseik hatással vannak a globális olajárakra és a beruházási ciklusokra. Az OPEC országok pénzügyi stabilitása és energiaexport-függősége közvetlenül kihat a beruházások finanszírozási módjára és a tőkeszerkezet alakulására is. E tényezők miatt különösen fontos megvizsgálni, hogyan finanszírozzák a nagy olajvállalatok beruházásaikat az eltérő makrogazdasági környezetekben (OPEC 2023).

Az integrált olaj- és gázipari vállalatok pénzügyi teljesítményét döntően befolyásolják a globális makrogazdasági és geopolitikai tényezők, mint az olajárak, a kamatszintek és az országhozzájárulások alakulása. A 2014 utáni olajárzuhanás és a növekvő tőkeköltségek

szűkítették a vállalatok beruházási mozgásterét. Az OPEC tagállamok a mai napig meghatározó szereplők és döntéseik jelentős hatással vannak az olajárakra, a kitermelés volumenére és a beruházási ciklusokra. Mindez indokoltá teszi, hogy a vállalatértékelés során figyelembe vegyük az eltérő régiós finanszírozási gyakorlatokat és a piaci feltételeket is.

3. Nemzetközi számviteli standardok

A nemzeti számviteli szabályozás két szinten működik: központi és vállalati szinten. A központi (makroszintű) szabályozás kereteket és elveket határoz meg, míg a vállalati (mikroszintű) szabályozás ezekhez igazodva alakítja ki saját belső elszámolási rendszerét (Bary 2001, hivatkozva Fenyves és mtsai. 2020, 44.o.)

Az egyes országok eltérő jogi és gazdasági környezete miatt azonban nemzetközi szinten jelentős különbségek vannak a beszámolók készítésében. Ezek áthidalása érdekében szükség van a számviteli szabályozás harmonizálására. A pénzügyi kimutatások összehasonlíthatósága nemzeti, regionális és nemzetközi szinten értelmezhető. Nemzetközi szinten kiemelkedő jelentőségű standardok az IFRS és az US GAAP, amelyek eltérő megközelítést alkalmaznak. Napjainkban is több számviteli rendszer létezik egymással párhuzamosan, ezek közé tartozik az IFRS, a US GAAP, az EU-direktívákon alapó rendszer, valamint az egyes országok saját nemzeti rendszerei (Horváth és mtsai. 2014, MK 2000, hivatkozva Fenyves és mtsai. 2020).

Az OMV Petrom S.A. és a Mol Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. IFRS (International Financial Reporting Standards) szerint, míg a Chevron Corporation és az ExxonMobil Corporation US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) szerint készítik pénzügyi beszámolóikat (a vállalatok éves beszámolói alapján). Az IFRS célja a nemzetközi összehasonlíthatóság és átláthatóság biztosítása, míg az US GAAP a részletesebb szabályalapú megközelítést alkalmaz, különösen a bevétel- és eszközértékelés terén. Fontos különbség az IFRS-hez képest például a lízingek, készletek és goodwill elszámolásában.

A vállalatok összehasonlításánál célszerű figyelembe venni ezen standardok eltéréseit, mivel ezek jelentősen befolyásolják az egyes pénzügyi mutatók értelmezését és a vállalatok közötti teljesítmények összehasonlítását. A 8. táblázat jól szemlélteti, hogy az IAS/IFRS rugalmasabb, elveken, míg a US GAAP szabályokra alapuló megközelítést képvisel és részletesebb előírások szerint működik

8. táblázat: IAS/IFRS és a US GAAP közötti főbb különbségek
(Forrás: (Lucy 1998, hivatkozva Fenyves és mtsai. 2020, 45.o.))

A beszámoló általános követelményei		
Vizsgált szempontok	IAS/IFRS	US GAAP
A beszámoló elemei	Két év mérlege, eredménykimutatás, cash flow, sajáttőke-változás, számviteli politika és kiegészítő melléklet.	Ugyanaz, mint az IAS, de 3 évre (kivéve a mérlegnél).
Igaz és valós kép dominanciája a standardok felett	Bizonyos esetekben eltérhetnek a standardoktól az igaz és valós kép bemutatása érdekében.	A standardokat mindenképpen be kell tartani.
Értékelési eljárások	Múltbéli költségek alapján, de néhány eszköz átértékelhető.	Nem lehet újraértékelni, kivéve néhány értékpapírt.
Számviteli politika változásai	Vagy a hasonlító adatokat is módosítja (és az előző évi eredménytartalékot) vagy csak a folyó évet érinti.	A folyó év eredménykimutatásában számolja el.
Változások a költségelszámolásban	Az érintett időszakban kell elszámolni.	Hasonló az IAS-hez
Cash flow-kimutatás	Kevés speciális formai követelmény, közvetett vagy közvetlen mód, készpénznek számít a számlahitel és minden 3 hónapnál rövidebb lejáratú pénzeszköz.	Hasonlóak az elemek az IAS – hez, de sokkal részletesebb meghatározások vonatkoznak minden egyes direkt vagy indirekt elemre. Számlahitel nem, de a rövid lejáratú pénzeszközök is készpénznek számítanak.
Tételes eredménykimutatás	Tételes eredménykimutatást kell készíteni az elsődleges kimutatásoknak megfelelően, vagy külön be kell mutatni azokat a saját tőkeváltozásokat.	Be kell mutatni külön, tételesen a bevételeket vagy az eredménykimutatással kombináltan. Halmazott összegeket is ki kell mutatni
Üzleti és pénzügyi helyzet	Nincs kötelező standard, analitikai elemzés és pénzügyi információ ajánlott	Nyilvános társaságoknak kötelező a vezetői elemzés, főként likviditás, tőkeforrások és üzleti eredményre vonatkozóan.

4. A kutatás módszertana

A dolgozatom kvantitatív összehasonlító pénzügyi elemzésen alapul, amelyben négy integrált olajipari vállalat, az OMV Petrom S.A. (Románia), a MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. (Magyarország), a Chevron Corporation (USA) és az ExxonMobil Corporation (USA) pénzügyi teljesítményét vizsgáltam 2017 és 2024 között.

Mindegyik vállalat meghatározó szereplő a saját régiójában, tevékenységük átlátható, beszámolóik nyilvánosan elérhetők és összehasonlíthatók. Az elemzés célja, hogy feltárja a nyugati és közép-kelet-európai vállalatok közötti pénzügyi különbségeket, különös tekintettel a likviditásra, jövedelmezőségre, hatékonyságra, eladósodottságra és piaci megítélésre.

Az adatokat a vállalatok éves jelentései, a tőzsdei információk (pl. részvényárfolyamok, osztalékok stb.), valamint az OPEC, az EIA éves jelentései és a NYU Stern adatbázisai biztosították. A pénzügyi mutatók kiszámítását saját Excel-alapú elemzőtábla segítségével végeztem el, amely biztosította az adatok rendszerezését és összehasonlítását.

Az elemzés során az elméleti fejezetekben részletesen bemutatott mutatószámokat alkalmaztam, mint például a ROA, ROE, P/E, P/BV, likviditási gyorsráta, adósságráta stb. Iparágspecifikus mutatókat is számoltam, amelyeket szakfolyóiratok és tanulmányok biztosítottak. A számított értékeket minden évre vállalatonként rögzítettem, majd a mutatók időbeli alakulását és eltéréseit vizsgáltam.

A pénzügyi mutatók mellett három vállalatértékelési modellt is alkalmaztam a teljesítmény mélyebb értelmezésére. A CAPM modell segítségével a részvények elvárt hozamát, a WACC révén a vállalati tőkeköltiséget, míg az EVA segítségével a gazdasági hozzáadott értéket becsültem meg. A modellek paramétereinek meghatározásánál figyelembe vettem az iparági sajátosságokat, az országkockázati tényezőket és a régiónkénti piaci eltéréseket. Mindez lehetővé tette, hogy ne csak a múltbeli teljesítményt, hanem a jövőbeli értékteremtési potenciált is értékelni tudjam, hozzájárulva ezzel a befektetői szempontú megközelítéshez és a dolgozat gyakorlati relevanciájához.

5. Az elemzésben résztvevő vállalatok bemutatása

Dolgozatom négy meghatározó, integrált olaj- és gázipari vállalat pénzügyi elemzésére épül: az amerikai ExxonMobil Corporation és Chevron Corporation, valamint a közép-kelet-európai MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt., valamint OMV Petrom S.A. A vállalatok kiválasztása tudatos döntés eredménye, amely során több szempontot is figyelembe vettem. Elsődleges célom a nyugati és a közép-kelet-európai régiók olajipari vállalatai közötti pénzügyi különbségek vizsgálata. Arra keresem a választ, hogy az eltérő gazdasági és szabályozási környezet, a vállalatméret és a tőkeszerkezet miként befolyásolják a vállalatok pénzügyi teljesítményét. Az amerikai cégek globális jelenléttel és tőkepiaci hozzáféréssel bírnak, míg az európai vállalatok erősebben kötődnek a régió gazdasági és jogi sajátosságaihoz.

A Chevron kiemelkedő piaci versenyképessége és globális befektetési értéke miatt választottam, amit több szakmai forrás is alátámaszt (Zhang 2024a). Az ExxonMobil pénzügyi stabilitása és vezető szerepe az iparágban szintén relevánssá teszi a vizsgálat szempontjából, annak ellenére, hogy voltak likviditási problémái (Takiullin 2024). A MOL nemcsak Magyarországon, hanem a teljes közép-kelet-európai régióban meghatározó szereplő, széles tevékenységi körrel és jól strukturált működéssel (MBH Befektetési Bank, 2025). Az OMV Petrom régiós jelenléte és hosszú távú növekedési potenciálja indokolja a vizsgálatát, különösen a Neptun Deep projekt révén, amely akár 44%-kal is növelheti a vállalat tartalékbázisát, miközben vonzó befektetési célpontként jelenik meg (IPOPEMA 2023).

A vizsgált vállalatok közös jellemzője a tőzsdei jelenlét, az eredményorientált működés és a nyilvánosan hozzáférhető, részletes éves pénzügyi beszámolók, amelyek lehetővé teszik a megbízható elemzést. Emellett mind a négy vállalat integrált olaj- és gázipari szereplő, azaz tevékenységük több szegmenset is lefed, a kitermeléstől a finomításon át az értékesítésig, így alkalmasak komplex pénzügyi összehasonlításra. Számviteli szempontból is érdekes a vizsgálat, mivel az amerikai vállalatok az US GAAP, míg az európaiak az IFRS standardok szerint készítik beszámolóikat.

Személyes szakmai érdeklődésem is hozzájárult a témaválasztáshoz, mivel régóta foglalkoztatnak a pénzügyi piacok, a befektetési döntések és a vállalati teljesítmény értékelésének módszerei. Úgy vélem, az olajipar jól modellezhető és pénzügyileg stabil ágazat, ezért ideális terepe az elemzési készségeim fejlesztésének és a jövőbeli szakmai céljaim megalapozásának is.

A következő fejezetekben a vállalatok rövid ismertetésére kerül sor.

5.1. OMV Petrom S.A.

Az OMV Petrom S.A. a legnagyobb integrált olaj- és gázipari vállalat Romániában, valamint a délkelet-európai térség meghatározó energetikai szereplője. A vállalat az osztrák OMV-csoport tagjaként végzi tevékenységét, beleértve a kutatást, kitermelést, finomítást, villamosenergia termelést és a kiskereskedelmi értékesítést is (OMV Petrom 2023).

A 2017 és 2023 közötti időszakban az OMV Petrom szénhidrogén-termelése csökkenő trendet mutatott. Az olajtermelés 3.9 millió tonnáról (2017) 2.8 millió tonnára esett vissza (2023), míg a földgáztermelés 4.9 milliárd köbméterről (2017) 3.3 milliárd köbméterre csökkent. (OMV Petrom, 2017; 2023). A visszaesés részben az érett mezők hozamcsökkenésének és a kazahsztáni érdekeltségek eladásának tudható be (OMV Petrom 2021). Ezzel párhuzamosan a villamosenergia-termelés volumene emelkedett, elérve a 2022-es 5 TWh-t, szemben a 2017-es 3.2 TWh-val szemben (OMV Petrom 2022). Ez a Petrobrazi gázalapú erőmű kihasználtságának növekedését tükrözi. A finomítói tevékenységet a Petrobrazi üzem dominálja, mely évi 4.5 millió tonnás kapacitásával a vállalat teljes romániai nyersolaj kitermelését képes feldolgozni. (OMV Petrom 2020).

A kiskereskedelmi hálózat stabilan működött 2024 végén 778 benzinkúttal a régióban, és körülbelül 900 elektromos töltőpont került telepítésre (OMV Petrom, 2024). A vállalat hosszú távú stratégiája az energiaátmenet támogatása, az alacsony szén-dioxid-kibocsátású működés megvalósítása, valamint a részvényesi érték fenntartása és növelése (OMV Petrom, 2024).

5.2. MOL Magyar Olaj- és gázipari Nyrt.

A MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. Közép-Európa egyik vezető, vertikálisan integrált energiaipari vállalata, amely több mint 30 országban van jelen. A társaság tevékenysége a kőolaj és földgáz kutatástól és kitermeléstől kezdve a finomításon, petrokémiai termelésen és gázkereskedelmen át a kiskereskedelemig terjed. Székhelye Budapesten található és a Budapesti Értéktőzsde prémium kategóriás szereplője. A 2017-2023 közötti időszakban a MOL szénhidrogén kitermelése átlagosan napi 110 ezer boe (hordó) körül alakult, azonban a 2022-2023-as években már csak 91 ezer boe/nap értéket ért el, elsősorban a portfólió természetes apadása, valamint geopolitikai korlátozások miatt (MOL 2023). A kitermelési tevékenységek mellett a feldolgozóipari szegmens kiemelkedő stabilitást mutatott. A finomított termékek

értékesítése 2016-ban 19 millió tonna körüli szinten volt, míg 2023-ra meghaladta a 21 millió tonnát (MOL 2023).

A MOL csoport egyik legdinamikusabban fejlődő területe a kiskereskedelmi szegmens volt, ahol az üzemanyag értékesítés 2016-os 5.2 milliárd literről 2023-ra 6.4 milliárd literre nőtt (MOL, 2023). Ezzel párhuzamosan jelentősen bővült a polimerértékesítés volumene is, 2016 és 2023 között 1017 kilotonnáról 1308 kilotonnára (MOL 2023), amely a vállalat petrokémiai divíziójának megerősödését mutatja. A MOL az elmúlt években jelentős lépéseket tett a zöld átállás felé: milliárdos beruházásokkal erősíti pozícióját a körforgásos gazdaságban. Jövőképeben központi szerepet kap a karbonsemlegesség elérése, az alternatív üzemanyagok és az elektromobilitás fejlesztése, a MOL 2030+ stratégia és a Shape Tomorrow program irányvonalai mentén (MOL 2024).

5.3. Chevron Corporation

A Chevron Corporation az Egyesült Államok egyik legnagyobb integrált olaj- és gázipari vállalata, amely több mint 180 országban van jelen. A vállalat tevékenysége az upstream (kutatás és kitermelés), downstream (finomítás, értékesítés, vegyipar) és midstream (szállítás és infrastruktúra) szegmenseket foglalja magába. A vállalat stratégiájának középpontjában az áll, hogy „magasabb megtérülést és alacsonyabb szénintenzitást” biztosítson részvényesei és partnerei számára (Chevron 2020). A 2016–2024 közötti időszakban a Chevron napi olaj- és gáztermelése folyamatos növekedést mutatott, elérve a történelmi csúcst 2024-ben 3,3 millió hordó olajegyenérték/nap szinten (Chevron 2024).

A termelés bővülését olyan kulcsprojektek támogatták, mint a Permian medence fejlesztése (738 ezer boe/nap, +10% 2022-höz képest), valamint a Gorgon, Wheatstone és Tengiz mezők további bővítése (Chevron 2018; Chevron 2022). A cég újabb akvizíciókkal is erősítette upstream portfólióját. 2020-ban a Noble Energy, 2023-ban pedig a PDC Energy felvásárlásával (Chevron, 2023). A downstream szegmensben a Chevron finomított termékkeladása 2.7 millió hordó/nap körül mozgott 2023-ban, míg vegyipari és bioüzemanyag üzletágai bővülő szerepet játszanak az energiaátmenetben. A cég biorefináló kapacitása elérte a napi 35 ezer hordót, többek között az El Segundo-i üzem átalakítása révén (Chevron 2023). A vállalat energiapolitikája hangsúlyt helyez az alacsony szén-dioxid intenzitású működésre. Az upstream szénintenzitás 2023-ban 22.4 kg CO_2e /boe szinten alakult, amely a szegmens globális élvonalához tartozik (Chevron 2023). A Chevron New Energies divízió aktív szerepet vállal a hidrogén, szénmegkötés és más alternatív technológiák fejlesztésében.

5.4. ExxonMobil Corporation

Az ExxonMobil a világ egyik legnagyobb, integrált olaj- és gázipari vállalata, amely 1882-es alapítása óta globálisan meghatározó szerepet tölt be az energiaszektorban. A társaság három fő üzletágban tevékenykedik: Upstream (kutatás és kitermelés), Product Solutions (finomítás és vegyipar) és Low Carbon Solutions (alacsony kibocsátású technológiák). Székhelye Springben, Texas államban található.

A 2017-2023 közötti időszakban a vállalat jelentős termelési és beruházási növekedést mutatott. Az olaj- és gáztermelés 2023-ban elérte a napi 3.7 millió hordó olajegyenértéket, melynek több mint egyharmadát a Permian medence és Guyana adta (ExxonMobil, 2023). A cég egyik legfontosabb beruházása a Stabroek Block Guyanában, ahol a 2021-re meghatározott 10 milliárd hordó olajegyenértékű kitermelhető készlet 2023-ra tovább nőtt, miközben a régió termelése rekordot döntött (ExxonMobil 2021; ExxonMobil 2023).

A downstream szegmensben az ExxonMobil 2023-ban üzembe helyezte az elmúlt évtized legnagyobb amerikai finomítói kapacitásbővítését Beaumontban, továbbá megerősítette pozícióját a vegyipari termékek és polimerek piacán is (ExxonMobil 2023). Emellett a vállalat egyik vezető szereplője maradt a szén-dioxid leválasztás és tárolás (CCS) területén. 2022-ben és 2023-ban több, mint 5 millió tonna CO_2 tárolására kötött szerződéseket, míg a 2030-as cél 50 millió tonna évente (ExxonMobil 2022; ExxonMobil 2023).

Az ExxonMobil Low Carbon Solutions üzletága 2021 óta külön üzleti egységként működik, célja továbbra is a hidrogén, bioüzemanyag, lítium és karbonsemleges technológiák fejlesztése. A vállalat 2022 és 2027 között több mint 20 milliárd dollárt különített el alacsony kibocsátású beruházásokra (ExxonMobil 2024). 2024-ben tovább bővült az újrahasznosítási kapacitás Baytownban, és megkezdődött a felvásárolt CO_2 -infrastruktúra integrálása is (ExxonMobil 2024).

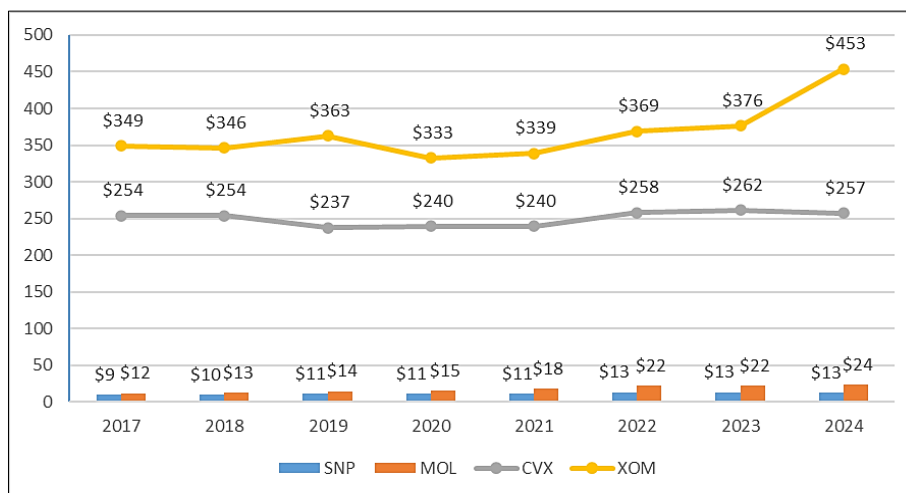
6. A mérleg és eredménykimutatás elemzése

Az olajipari vállalatok mérlegeinek és eredménykimutatásainak elemzése lehetőséget biztosít a vizsgált vállalatok vagyoni és jövedelmi helyzetének értékelésére, valamint annak megértésére, hogy miként változott meg az eszköz- és forrásszerkezet, illetve a pénzügyi

teljesítmény. A 9. ábra az olajipari vállalatok eszközeinek változását mutatja be 2017 és 2024 között.

9. ábra: Olajipari vállalatok eszközei 2017 - 2024 között (Milliárd USD)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



Az eszközállomány alakulása alapján jelentős eltérések figyelhetők meg a nyugati és a közép-kelet-európai vállalatok között. Az ExxonMobil Corporation (XOM) 2024-es eszközállománya elérte a 453 milliárd USD-t, míg a Chevron Corporation (CVX) 257 milliárd USD értékű eszközzel rendelkezett. Ezzel szemben a MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. (MOL) és az OMV Petrom S.A. (SNP) jóval kisebb mértékű eszközállománnyal működtek, rendre 24 és 13 milliárd USD értékben amint azt a 9. Ábra is szemlélteti. Ezen adatok alátámasztják a nyugati olajipari óriások globális piaci jelenlétét és beruházási volumenét, amelyek a vertikális integráció és a kiterjedt upstream és downstream tevékenységek következményei. Az ExxonMobil 2024-es globális előrejelzése szerint a világ energiaigénye 2050-ig 15%-kal nő, amely tovább erősíti az eszközintenzív és vertikálisan integrált működési modell létjogosultságát a nagy olajipari vállalatok esetében (ExxonMobil 2024).

A 9. táblázat az eszközök megoszlását mutatja be a befektetett és forgóeszközök szerint. A nyugati vállalatok (XOM és CVX) esetében a befektetett eszközök dominanciája figyelhető meg, amelyek átlagosan az összes eszköz 82%-át, illetve 69%-át tették ki. Ezzel szemben a

9. táblázat: Olajipari vállalatok befektetett- és forgóeszközinek aránya 2017 – 2024 között

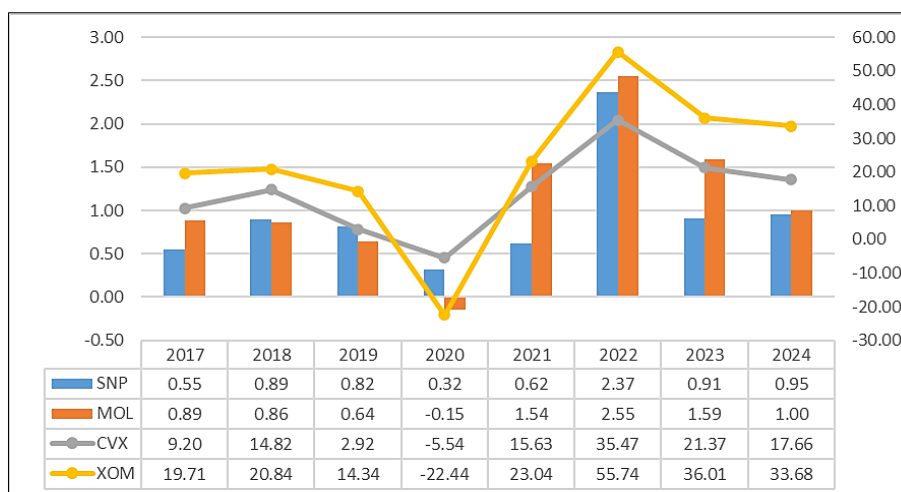
Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján

Százalékos eloszlás		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Befektetett eszközök aránya	SNP	78%	75%	72%	70%	62%	51%	59%	65%	66%
	MOL	68%	65%	67%	77%	69%	64%	68%	70%	69%
	CVX	75%	71%	70%	72%	68%	62%	66%	65%	69%
	XOM	86%	86%	86%	87%	83%	74%	74%	80%	82%
Forgóeszközök aránya	SNP	22%	25%	28%	29%	37%	47%	40%	34%	33%
	MOL	32%	35%	33%	23%	31%	36%	32%	30%	31%
	CVX	11%	13%	12%	11%	14%	20%	16%	16%	14%
	XOM	14%	14%	14%	13%	17%	26%	26%	20%	18%

MOL és az SNP esetében kissé alacsonyabb arány volt megfigyelhető (66% - 69%), míg a forgóeszközök részesedése jóval magasabb (átlagosan 33%). A különbség a működési modellek eltéréséből fakad, mivel a nyugati vállalatokat hosszú távú beruházásokkal és nagy volumenű eszközkötéssel leírható működés jellemzi, míg a közép-kelet-európai vállalatok működése rugalmasabb, magasabb likviditással és alacsonyabb tőkelekötéssel jár.

10. ábra: Olajipari vállalatok éves eredménye 2017 – 2024 között (Milliárd USD)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



Az eszközstruktúra időbeli változását vizsgálva kiemelkedő az SNP példája, ahol a forgóeszközök aránya 22%-ról 34%-ra nőtt, jelezve egy stratégiai elmozdulást a rugalmasabb működés irányába. Ezzel szemben a XOM eszközstruktúrája stabilnak tekinthető. A befektetett eszközök aránya 2017-ben 86%-ról 80%-ra csökkent és átlagosan 82%-os szinten tartotta a vizsgált periódusban. A nyugati vállalatok tehát hosszabb távú eszközpolitikát követnek, míg a régiós vállalatok strukturálisan rugalmasabb és alkalmazhatóbb modellt követnek.

A 10. ábra az éves eredmények alakulását mutatja. A COVID-19 világjárvány hatása 2020-ban jelentős visszaesést okozott az olajkeresletben, amely drasztikus árbevétel- és eredménycsökkenéshez vezetett. A MOL és a XOM negatív eredményt könyveltek el, míg a CVX és SNP eredménye is visszaesett. A piaci fellendülés következtében 2021-től gyors eredményjavulás volt tapasztalható, amely 2022-ben tetőzött. A XOM 56, míg a CVX 33 milliárd USD nyereséget ért el. Ezek az eredmények összhangban vannak a nemzetközi olajárak emelkedésével és a kereslet visszarendeződésével.

A Deloitte (2024) elemzése alapján a globális energiaárak és LNG beruházások trendjei határozzák meg az olajipari cégek tőkeallokációját. A közép-kelet-európai szereplők jellemzően kisebb tőkelekötéssel, de nagyobb alkalmazkodóképességgel reagáltak a COVID-19 okozta piaci változásokra (Deloitte 2024).

A 10. táblázat a vállalatok összes bevételének, költségének és nettó árbevételének százalékos változásait mutatja. A legdinamikusabb növekedést az SNP produkálta, 21%-os bevétel- és 19%-os költségnövekedési átlaggal, amit a MOL követett 16%-os és 15%-os értékkel. A CVX és XOM bevételei rendre 11% és 7% körüliek voltak, míg az összes költség 7% és 5% növekedést produkált. A gyorsabb növekedés a régiós vállalatok esetében részben a kisebb bázisértékkel, részben a hatékonyságnövelési törekvésekkel magyarázható.

A nettó árbevétel növekedésének átlagai megerősítik a fenti tendenciát. Az SNP 22%-os, a MOL 16%-os átlagos növekedést ért el, míg a CVX és XOM 10% és 9%-os átlagos bővülést produkált. Ez azt jelzi, hogy a relatív növekedés a közép-kelet-európai szereplők esetében volt jelentősebb, ami részben a helyi piacok fejlődési potenciáljával és az alacsonyabb kiinduló szintekkel magyarázható. A 10. táblázat adatai azt jelzik, hogy a régiós szereplők, különösen az SNP és MOL nagyobb volatilitással és gyorsabb átlagos növekedéssel reagáltak a piaci környezet változásaira, míg a nyugati vállalatok (CVX és XOM) stabilabb de mérsékeltebb növekedést produkáltak, amely a tőkeintenzív és hosszabb távú stratégiájukat jellemzi. A nyugati vállalatok eszközintenzív működése stabil, hosszú távú struktúrát eredményez, míg a közép-kelet-európai szereplők rugalmasabban, gyorsabban reagálnak a piaci változásokra, amely a dinamikusabb bevétel- és szerkezeti növekedésben is tükröződik. A vertikálisan integrált olajipari modellek nemcsak gazdaságilag, hanem társadalmilag is fenntarthatóbbak lehetnek. Basile és munkatársai (2021) rámutatnak, hogy a hosszú élettartamú, jól strukturált üzleti modellek akár körforgásos újrahasznosításra is alkalmasak lehetnek, amint az offshore platformok példája mutatja (Basile és mtsai. 2021).

10. táblázat: Olajipari vállalatok összes bevételének és költségének, valamint nettó árbevételének százalékos változásai 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Százalékos változás		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Összes bevétel	SNP	19%	14%	-17%	60%	123%	-42%	-13%	21%
	MOL	25%	2%	-23%	43%	71%	-10%	3%	16%
	CVX	17%	-12%	-35%	72%	52%	-18%	1%	11%
	XOM	19%	-9%	-31%	57%	45%	-17%	1%	9%
Összes költség	SNP	9%	21%	-6%	56%	104%	-43%	-7%	19%
	MOL	28%	3%	-20%	31%	65%	-4%	5%	15%
	CVX	10%	-3%	-28%	38%	40%	-13%	2%	7%
	XOM	15%	-6%	-14%	21%	32%	-13%	3%	5%
Nettó árbevétel	SNP	21%	11%	-25%	59%	137%	-40%	-12%	22%
	MOL	25%	2%	-24%	44%	71%	-10%	3%	16%
	CVX	18%	-12%	-32%	65%	51%	-16%	-2%	10%
	XOM	18%	-9%	-30%	55%	44%	-16%	1%	9%

11. táblázat: Olajipari vállalatok tőkeellátottsága és kötelezettségeinek aránya 2017 – 2024 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Százalékos eloszlás		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Tőkeellátottság	SNP	67%	70%	70%	68%	67%	68%	67%	67%	68%
	MOL	49%	50%	48%	45%	48%	50%	54%	55%	50%
	CVX	59%	61%	61%	55%	58%	62%	62%	60%	60%
	XOM	56%	57%	55%	49%	52%	55%	56%	60%	55%
Kötelezettségek aránya	SNP	11%	13%	13%	13%	18%	16%	15%	15%	14%
	MOL	51%	50%	52%	55%	52%	50%	46%	45%	50%
	CVX	41%	39%	39%	45%	42%	38%	38%	40%	40%
	XOM	44%	43%	45%	51%	48%	45%	44%	40%	45%

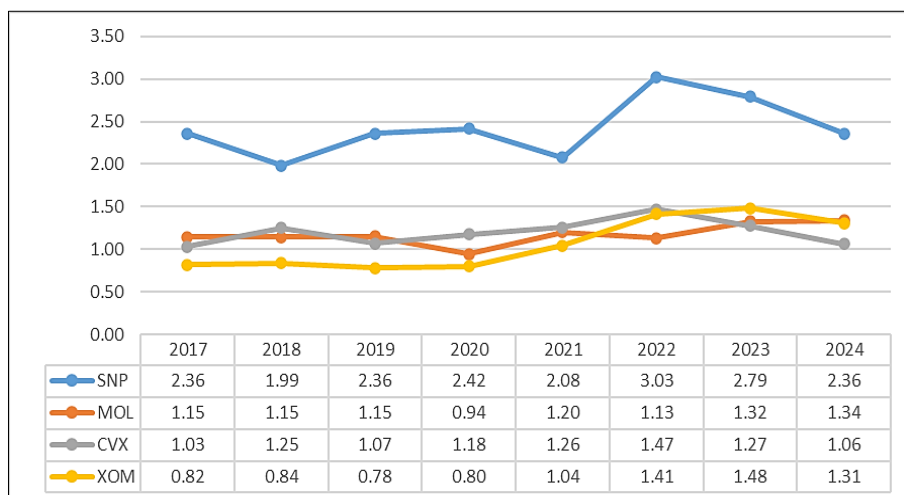
A vagyoni helyzet átfogó elemzéséhez hozzátartoznak a mérleg forrásoldalának adatai alapján képzett tőkeszerkezeti mutatók. Ezeket a mutatókat a 11. táblázat szemlélteti. A **tőkeellátottság** a saját tőke arányát, míg a **kötelezettségek aránya** a kötelezettségek arányát mutatja az összes forrásból (Bíró és mtsai. 2016). A tőkeellátottság és a kötelezettségek arányának alakulása világosan tükrözi a vizsgált vállalatok eltérő finanszírozási struktúráját. Az SNP magas saját tőke aránya és alacsony eladósodottsága stabil működést jelez, míg a MOL kötelezettségeinek 50%-os átlagos aránya nagyobb külső finanszírozási igényre utal. A nyugati vállalatok (CVX és XOM) tőkeszerkezete kiegyensúlyozottabb, magas tőkeellátottsággal és mérsékelt adósságszinttel. Az adatok megerősítik a korábban bemutatott eltéréseket a régiós és globális szereplők pénzügyi stratégiájában.

6.1. Likviditási mutatók

A vállalatok likviditása a rövid távú fizetőképesség meghatározó mutatója, amely azt jelzi, hogy a vállalat milyen mértékben képes kötelezettségeit időben teljesíteni. A pénzügyi

11. ábra: Olajipari vállalatok általános likviditása 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

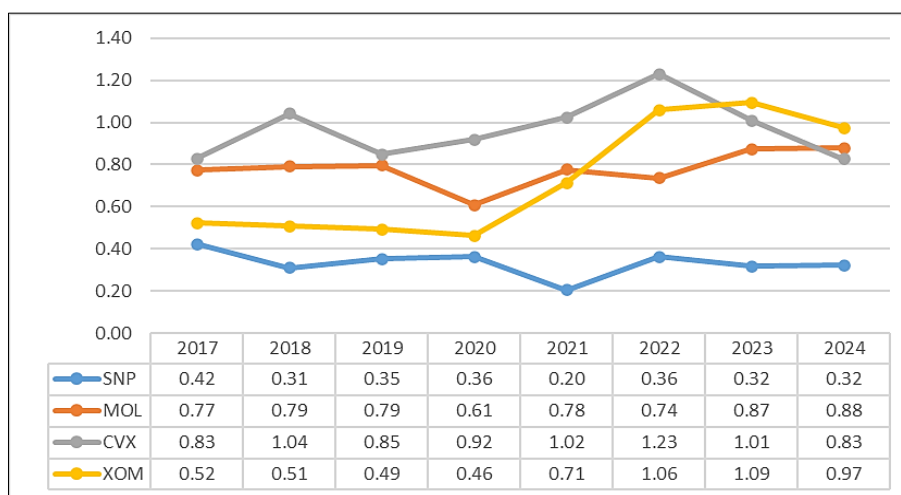


elemzések során a likviditás vizsgálata különösen fontos a nagy tőkeigényű ágazatokban, mint amilyen az olajipar is, ahol a külső környezeti és piaci ingadozások fokozott rugalmasságot követelnek meg (Fenyves és mtsai. 2020). A következőkben a vállalatok általános likviditását, likviditási gyorsrátáját, pénzhányad mutatóját, valamint a dinamikus likviditási mutatót hasonlítom össze a 2017–2024 közötti időszakra vonatkozóan.

Az **általános likviditás** azt mutatja meg, hogy a vállalat forgóeszközei milyen mértékben fedezik a rövid lejáratú kötelezettségeket. A 11. ábrán látható, hogy a vizsgált időszakban az SNP rendelkezett a legmagasabb mutatóval, amely 2022-ben 3.03-ra emelkedett, majd 2024-ben 2.36-ra esett vissza. A MOL ezzel szemben 2024-re 1.34-re növelte likviditását. Ez alátámasztja Fejér-Király (2016) megállapítását, miszerint az általános likviditás elfogadható tartománya 1 és 2 közé tehető, míg az ennél magasabb szint akadályozhatja a hatékony pénzeszköz gazdálkodást, különösen akkor, ha a forgóeszközök összetételében jelentős arányban követelések szerepelnek (Fejér-Király 2016). Az SNP pénzgazdálkodásának hatékonysága ebből a szempontból javítható lenne, mivel neki volt a legmagasabb az általános likviditási rátája a vizsgált időszakban (átlagosan 2.16). A CVX és a XOM értékei fokozatos emelkedést mutattak, 2024-re rendre 1.06 és 1.31-es szintet értek el. A mutató alakulása összhangban van Zhang (2024b) megállapításával, aki kiemeli, hogy az amerikai olajvállalatok fokozatosan stabilizálták likviditásukat a válságévek után (Zhang 2024b).

12. ábra: Olajipari vállalatok likviditási gyorsrátája 2017 – 2024 között

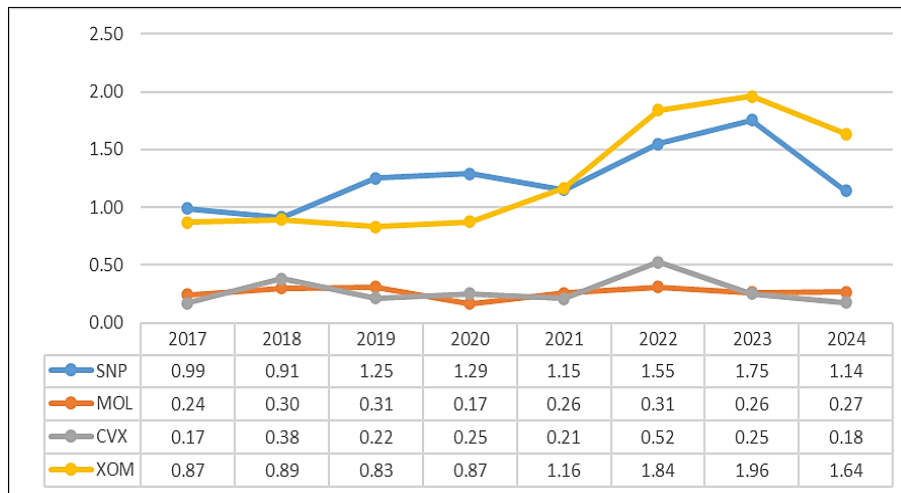
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



A **likviditási gyorsráta** kizárja a készleteket, így realisabb képet ad a rövid távon mozgósítható eszközök és kötelezettségek viszonyáról. A 12. ábra szerint a XOM gyorsrátája 2024-ben elérte a 0.97-et, így jól teljesítette az iparági elvárásokat. A CVX szintén kedvező szinten zárt (0.83), míg a MOL és az SNP értékei 0.88 és 0.32 között mozogtak. Ulbert és

13. ábra: Olajipari vállalatok pénzhányad mutatója 2017 – 2024 között

Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján



munkatársai (2018) szerint az 1 feletti érték biztonságos, míg az alacsonyabb értékek potenciális likviditási problémát jelezhetnek (Ulbert és mtsai. 2018). A gyorsráta 1 alatti értéke gyakori az olajipari vállalatoknál, mivel az iparág eszközintenzív jellege és a magas készletállomány miatt a rövid távon pénzzé tehető eszközök aránya alacsonyabb. Ez azonban nem feltétlenül utal likviditási problémára, mivel az iparági sajátosságokat figyelembe véve ezek az értékek elfogadhatók (Epicorp 2024). Zhang (2024b) tanulmánya alapján a XOM gyorsráta mutatója lényegesen meghaladja a versenytársak átlagát (Zhang 2024b).

A **pénzhányad mutató** kizárólag a pénzeszközök arányát mutatja a rövid lejáratú kötelezettségekhez viszonyítva, így a vállalatok rövid távú likviditási helyzetének egyik legkonzervatívabb mérőszáma. A 13. ábra alapján az SNP mutatója folyamatosan növekedett, a 2017-es 0.99-ről 2024-re 1.14-es értékre. Hasonló tendenciát követett a XOM is, amely 0.87-ről indulva 1.64-es értéket ért el 2024-re. A MOL értékei ezzel szemben alacsony szinten stagnáltak, 2017-ben 0.24, 2024-ben pedig mindössze 0.27 volt. A CVX mutatója 2022-ben elérte a 0.52-es maximumot, de 2024-ra 0.18-ra csökkent vissza. Az olajipari vállalatok esetében a pénzhányad mutató értéke gyakran alacsonyabb, mivel az iparág tőkeintenzív jellege és a magas készletállomány korlátozza a rövid távon pénzzé tehető eszközök arányát (Christianto és Munir, 2022). Ugyanakkor a magasabb érték tudatos likviditásnövelési stratégiát is jelezhet, különösen válságok után (Zhang 2024b).

A **dinamikus likviditás** a vállalatok rövid távú pénzügyi alkalmazkodóképességét méri. A mellékletek 1. ábrája alapján 2020-ban a COVID-19 világvárvány évében mind a négy vállalat mutatója jelentősen visszaesett. Az SNP 0.06-os, a MOL 0.05-ös, a XOM 0.26-os és a CVX 0.48-as értékkel zárt. A következő években fokozatos korrekció történt: az SNP 2022-ben 1.18-

ra, a XOM 1.11-re, a CVX 1.45-re, a MOL pedig 0.50-re emelkedett. A CVX és a MOL esetében a mutató alacsony értékeit a készpénzállomány alacsony szintje produkálta a rövid lejáratú kötelezettségek magas értékével szemben. Ez a tendencia jól tükrözi Zhang (2024b) megállapítását, miszerint a tőkeerős vállalatok gyorsabban képesek reagálni a gazdasági sokkokra (Zhang 2024b). Ezt támasztja alá Nguyen és Vinh (2022) empirikus vizsgálata is, amely szerint a magasabb készpénzállománnyal rendelkező vállalatok iparágtól függetlenül rugalmasan tudtak alkalmazkodni a COVID-19 válság idején, csökkentve a pénzügyi bizonytalanság negatív hatásait (Nguyen és Le 2022).

A négy olajipari vállalat likviditási helyzetét elemezve arra a következtetésre jutottam, hogy a nyugati vállalatok, különösen az ExxonMobil, minden mutató tekintetében stabilabb és magasabb szintű likviditással rendelkeztek, míg a közép-kelet-európai szereplők (MOL és SNP) alacsonyabb, de javuló tendenciát mutattak. A COVID-19 által okozott visszaesést követően a vállalatok többsége sikeresen visszanyerte pénzügyi rugalmasságát, ami nagyrészt a készpénzállomány tudatos növelésének és a likviditásmenedzsment javításának volt köszönhető.

6.2. Hatékonysági mutatók

A hatékonysági mutatók célja, hogy feltárják, milyen mértékben képesek a vállalatok a rendelkezésre álló eszközeiket, erőforrásaikat értékteremtő módon működtetni. Ezek a mutatók kulcsszerepet játszanak a működési teljesítmény, a forgótőke menedzsment, valamint az eszköz- és munkaerő hatékonyság megítélésében (Baranyai és mtsai. 2020). Különösen fontos ez egy tőkeigényes iparág, mint az olajipar esetében, ahol a gyors pénzáramlás és magas eszközkiszhasználtság jelentős versenyelőnyt jelenthet.

12. táblázat: Olajipari vállalatok készletek, követelések és kereskedelmi tartozások forgási ideje napokban 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Hatékonyság (nap)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Készletek forgási ideje (nap)	SNP	39.8	34.1	35.2	50.3	27.6	21.1	27.6	31.7	33
	MOL	38.6	34.8	35.8	42.0	44.5	36.9	34.0	35.0	38
	CVX	15.1	13.1	15.3	21.9	14.8	12.8	16.0	17.1	16
	XOM	26.2	24.8	26.5	38.5	24.8	22.4	27.4	25.3	27
Követelések forgási ideje (nap)	SNP	37.3	42.4	38.2	44.1	43.2	33.2	28.1	34.5	38
	MOL	47.6	41.6	42.3	47.6	47.7	34.5	39.3	37.9	42
	CVX	5.3	4.2	4.3	6.3	3.5	2.9	4.0	3.9	4
	XOM	2.1	1.7	2.1	2.2	1.6	1.6	2.1	1.7	2
Kereskedelmi tartozások forgási ideje (nap)	SNP	53.9	48.6	47.7	64.4	44.0	27.1	41.9	46.9	47
	MOL	45.7	40.5	43.3	50.0	53.7	37.0	39.4	35.8	43
	CVX	39.5	32.1	36.8	42.3	38.6	29.4	37.9	41.7	37
	XOM	56.6	48.7	59.7	72.0	67.0	57.9	63.3	66.0	61

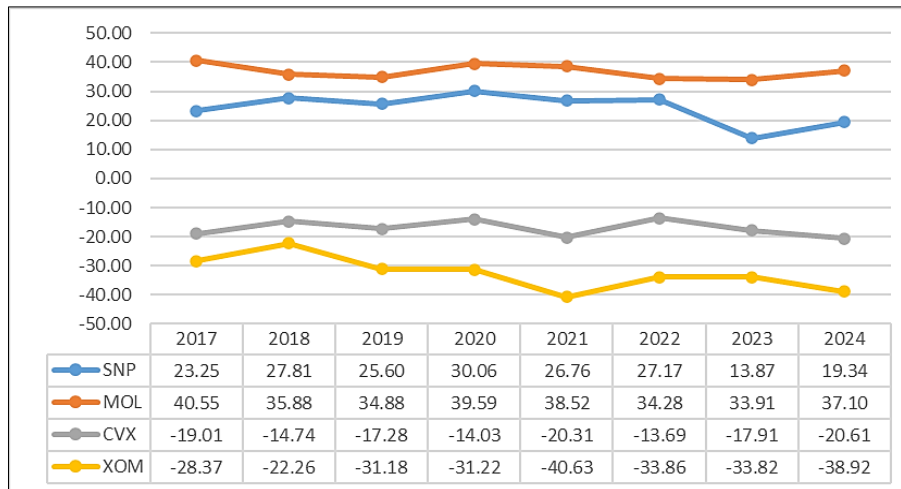
A forgási időket vizsgáló mutatók közé tartozik a **készletek, követelések és kereskedelmi tartozások forgási ideje**, melyek napokban kifejezve megmutatják, hogy az adott tétel mennyi idő alatt fordul meg a vállalat működésében. Ezek a mutatók jól tükrözik a vállalat működési ciklusának hosszát és annak finanszírozási terheit (Ulbert és mtsai. 2018). A 12. táblázat tanúsága szerint a CVX és a XOM sokkal rövidebb idő alatt forgatják meg a készleteiket (16 és 27 nap), mint a MOL (38 nap) vagy az SNP (33 nap). A rövidebb forgási idő magasabb eszközhatékonyságot és alacsonyabb készletfinanszírozási igényt jelent (Fazakas és mtsai. 2003). Ezt támasztja alá Nyambura (2021) kutatása is, amely szerint a készletek forgási ideje pozitív és szignifikáns kapcsolatban áll az olajipari vállalatok pénzügyi teljesítményével, mivel a hatékony készletmenedzsment hozzájárul a likviditás fenntartásához és a működési eredményességhez (Nyambura 2021).

A **követelések forgási ideje** a nyugati vállalatoknál (CVX: 4 nap; XOM: 2 nap) szinte azonnali vevői kifizetéseket jelez, míg a közép-kelet-európai vállalatok (MOL: 42 nap; SNP: 38 nap) jóval lassabban realizálnak pénzeszközt a vevőktől. Ez utóbbi esetben a vállalat vevőpolitikai rugalmassága vagy a piaci környezet sajátosságai lassíthatják a likviditási körforgást (Fejér-Király 2016). A perui Oil & Lam E.I.R.L olajipari vállalat 2022-es esettanulmánya szerint a követelések forgási idejének jelentős megnyúlása, amely 11 napról 676 napra emelkedett 2018 és 2020 között súlyos likviditási problémákhoz vezetett. A tanulmány eredményei kimutatták, hogy a követelések állományának növekedése közvetlenül rontotta a vállalat folyó likviditási mutatóit és korlátozta pénzügyi mozgásterét, alátámasztva, hogy a követelések időbeli realizálása kulcsfontosságú a működőtőke hatékonyság és a rövid távú pénzügyi stabilitás szempontjából (Cerna és mtsai. 2022).

A **kereskedelmi tartozások forgási ideje** esetén hosszabb halasztás (XOM: 61 nap; SNP: 47 nap) kedvezőbb cash flowt eredményez, hiszen a vállalat tovább tartja a pénzeszközöket, mielőtt rendezné szállítói kötelezettségeit. Ez megfelel az ideális forgótőke-stratégiának, ahol a vevőktől gyorsabban, a szállítóknak később történik a pénzügyi teljesítés (Ulbert és mtsai. 2018). Ezt támasztják alá Ebire és munkatársai (2024) is, akik kimutatták, hogy a fizetési haladék optimalizálása hozzájárulhat a vállalat likviditásához, ugyanakkor túlzott alkalmazása csökkentheti a pénzügyi teljesítményt (Ebire és mtsai. 2024).

A **pénzkonverziós ciklus (cash conversion cycle – CCC)** az egyik legfontosabb szintetizáló hatékonysági mutató, mivel integrálja a készletek, követelések és szállítói tartozások forgási idejét.

14. ábra: Olajipari vállalatok pénzkonverziós ciklus (CCC) mutatója 2017-2024 között (nap)
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolói alapján)



Azt mutatja meg, hogy hány napra van szüksége a vállalatnak ahhoz, hogy a forgóeszközök pénzzé alakuljanak (Fejér-Király 2016). Minél rövidebb vagy negatív ez az érték annál kedvezőbb a vállalat pénzáramlása (Ebire és mtsai. 2024).

A 14. ábra alapján a CVX és a XOM vállalatok negatív CCC értékkel működtek, amely azt jelzi, hogy a pénzügyi ciklusok során már azelőtt pénzhez jutnak, mielőtt teljesíteniük kellene szállítói kötelezettségeiket. Ez a működés rendkívül hatékony cash-flow menedzsmentet tükröz. Ezzel szemben a MOL és az SNP pozitív CCC értékei (25-40 nap) a működési ciklus pénzfianzírozási terhére utalnak, amely növeli a külső források szükségességét (Ulbert és mtsai. 2018; Fazakas és mtsai. 2003). Ezt az állítást alátámasztja a *Cash Conversion Cycle and Firm's Performance* című tanulmány is, amely szerint a rövidebb CCC érték jellemzően jobb pénzügyi teljesítménnyel jár együtt, míg a hosszabb ciklus növeli a külső finanszírozási igényt. Ezért a CVX és a XOM negatív CCC értékei hatékony cash-flow menedzsmentet tükröznek, míg a MOL és az SNP pozitív értékei működési és finanszírozási terhekre utalnak (Asman és mtsai. 2022). A kereskedelmi tartozások magas forgásideje miatt negatív a CCC mutatója a CVX és XOM vállalatoknak. Az SNP és a MOL esetében is ez a mutató a legmagasabb a vizsgált periódusban.

A munkaerő hatékonyság elemzése során figyelembe vettem az **egy alkalmazottra jutó árbevételt**, **EBIT-et** és **EBITDA-t**, melyek jól tükrözik a vállalat humán erőforrás kihasználtságát (Baranyai és mtsai. 2020). A magas értékek arra utalnak, hogy a vállalat kevés alkalmazottal is jelentős nyereséget tud előállítani, míg az alacsony érték gyakran alacsony produktivitást vagy munkaerő kihasználtságot jeleznek. A mellékletek 1. táblázata alapján a XOM (4.3 millió USD) és a CVX (3.5 millió USD) alkalmazottankénti árbevétele jelentősen

megaladja a MOL (0.72 millió USD) és az SNP (0.73 millió USD) értékeit. Ez nemcsak a hatékonyság különbségeit mutatja meg, hanem rávilágít a nyugati vállalatok automatizáltabb működésére és méretgazdaságosságára is (Virág és mtsai. 2013). Ezt erősíti meg a McKinsey & Company (2023) cikke is, amely szerint a legsikeresebb olajipari vállalatok akár 150%-kal hatékonyabban hasznosítják humánerőforrásaikat, mint az iparági átlag (McKinsey & Company 2022).

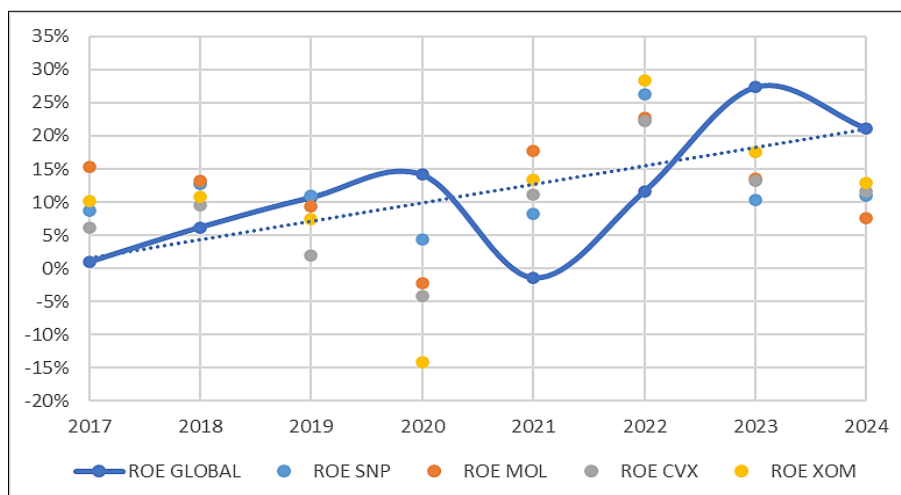
6.3. Jövedelmezőségi mutatók

A jövedelmezőség vizsgálata kulcsszerepet játszik a vállalatok pénzügyi teljesítményének értékelésében, hiszen e mutatók segítségével következtethetünk arra, hogy egy adott társaság milyen hatékonyan képes a rendelkezésre álló erőforrásait nyereség termelésre fordítani (Fazakas és mtsai. 2003). A jövedelmezőségi mutatók közvetlenül tükrözik a vállalati stratégia eredményességét és versenyképességét, miközben fontos támpontot jelentenek a befektetői döntéshozatalban is (Baranyai és mtsai. 2020).

A mellékletek 2. táblázata alapján az SNP rendelkezik a legmagasabb átlagos árbevétel- (ROS: 15.10%) és átlagos eszközarányos nyereséggel (ROA: 7.90%), ami kiváló működési hatékonyságot jelez. A MOL kiemelkedik a saját tőke arányos nyereség (ROE: 12.18%) terén, míg a CVX (ROIC: 9.60%) és az SNP (ROIC: 13.77%) átlagos befektetett tőke hozama mutatót érték el, a XOM (ROIC: 8.08%) pedig a legalacsonyabbat. A **ROE** mutató (Return on Equity) a tulajdonosi tőke jövedelmezőségét fejezi ki, amely kiemelten fontos a részvényesi értékteremtés szempontjából. A vizsgált időszakban (2017-2024) jelentős különbségek voltak

15. ábra: Olajipari vállalatok Saját tőke arányos nyeresége a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalati éves beszámolók és az NYU Stern adatbázis adatai alapján)

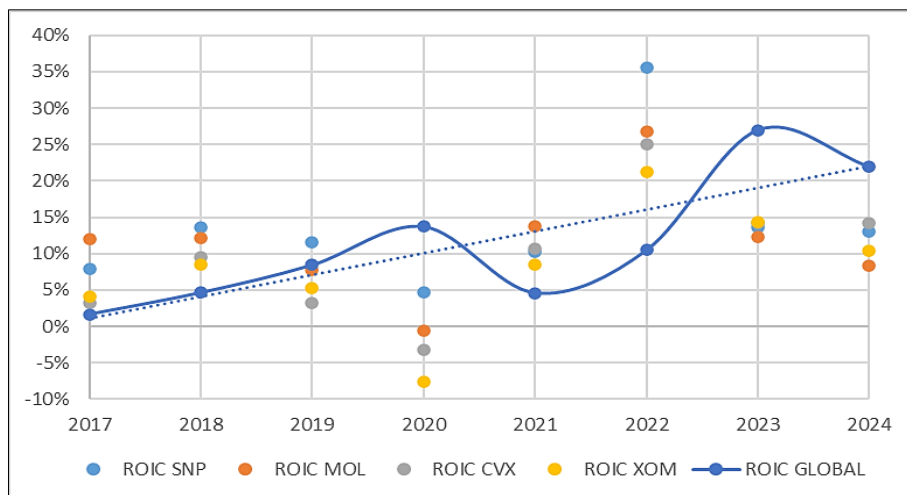


megfigyelhetők a négy vállalat között. A 15. ábra szerint a MOL és a XOM több éven keresztül is tartósan a globális iparági átlag fölött teljesített. A MOL kiemelkedő teljesítménye részben az integrált működésből és a régiós dominanciájából fakad, míg a XOM esetében a méretgazdaságosság és a technológiai előnyök is szerepet játszhattak. Ugyanakkor a CVX és az SNP ROE értékei nagyobb ingadozást mutatnak, különösen 2020-ban, amikor a világválság jelentősen visszavette a jövedelmezőséget. A ROE értelmezése során különösen fontos figyelembe venni a tőkeszerkezetet, mivel a magasabb eladósodottság növelheti a mutató értékét (Virág és mtsai. 2013; Pupos 2011).

A **ROIC** (Return on Invested Capital) mutató a vállalatok tényleges hatékonyságát méri és pontosabb képet nyújt, mint az egyszerű eszköz- vagy tőkehozam mutatók, mivel figyelembe veszi a vállalatok teljes működő tőkéjét (Fazakas és mtsai. 2003). A 16. ábra alapján jól látható, hogy az SNP a 2022-es évben kivételes, 35.65%-os ROIC értéket ért el, amely jelentősen meghaladta az iparági átlagot (10.47%). Ez az érték kiugró operatív (működési) hatékonyságot jelez, amely mögött valószínűsíthetően az alacsony költségszint és a kedvező árresek állnak. A CVX és XOM szintén stabil ROIC értékeket produkáltak, a CVX esetében különösen 2022-ben, amikor 25%-os érték volt mérhető. Az iparági átlag növekvő trendet mutat, amihez közel helyezkednek el a CVX és a XOM ROIC mutatóinak értékei 2017 és 2024 között.

16. ábra: Olajipari vállalatok befektetett tőkéjének hozama a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóit és a NYU Stern adatbázis adatai alapján)



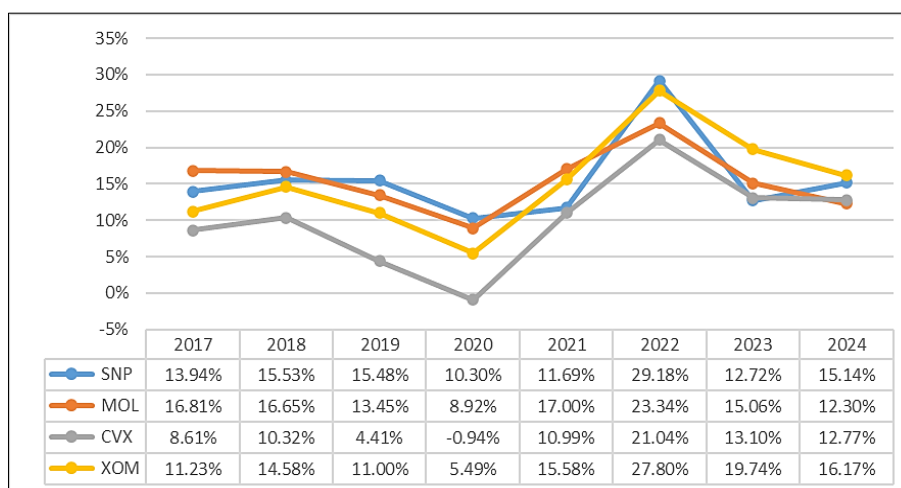
Az **alternatív eszközarányos nyereség (EBITDA ROA)** mutató alkalmazása különösen indokolt az eltérő tőkeszerkezetű vállalatok esetében, mivel kiszűri az amortizáció és a finanszírozási struktúra torzító hatásait (Fejér-Király 2016). A 17. ábra alapján megállapítható, hogy 2022-ben minden vizsgált vállalat jelentősen javította teljesítményét. A MOL és a XOM

kiemelkedően teljesítettek 2022-ben: előbbi elérte a 23.61%-os, utóbbi pedig a 27.80%-os értéket, ami jól tükrözi az operatív hatékonyságot. A CVX esetében ugyan a ROA és ROE mutatók 2020-ban negatívak voltak, de az EBITDA ROA szintjén a vállalat 2022-ben 21.04%-ot ért el, amely a működési folyamatok eredményességére utal.

A mutatók alakulását jelentősen befolyásolták a külső makrogazdasági tényezők, különösen a COVID-19 járvány hatásai 2020-ban. A globális kereslet csökkenése és az olajárak ingadozása következtében a legtöbb vállalat jövedelmezősége visszaesett, amit a mutatók éves ingadozása is jól szemléltet. Továbbá a 2021-2022-es időszakban jelentős helyreállítás következett be, amely a rugalmasságot és az alkalmazkodóképességet is igazolja.

17. ábra: Olajipari vállalatok alternatív eszközarányos nyeresége (EBITDA ROA) 2017 – 2024 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

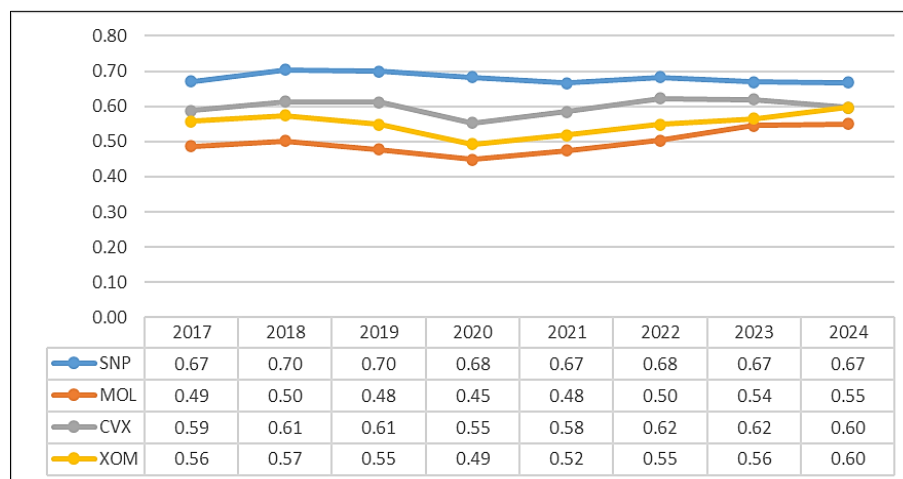


A jövedelmezőségi mutatók alapján a közép-kelet-európai (SNP és MOL) vállalatok eszközszinten hatékony működést folytatnak, míg a nyugati óriásvállalatok (CVX és XOM) a befektetett tőke és a saját tőke megtérülése terén mutatnak tartós előnyt. A legtöbb mutató esetében a vizsgált vállalatok meghaladják a globális iparági benchmarkokat, amely versenyképes működésre és pozitív befektetői kilátásokra utal (Ulbert és mtsai. 2018; Baranyai és mtsai. 2020). A 2022-es évben tapasztalt jövedelmezőségi csúcsokat és a 2023-as korrekciós tendenciát a nemzetközi szakirodalom is megerősíti. Hajiyev és munkatársai (2024) kutatása rámutat, hogy a globális olajipari vállalatok pénzügyi teljesítménye szorosan összefüggött a geopolitikai kockázatokkal és a tőkeszerkezeti alkalmazkodóképességgel, különösen a ROE és ROIC mutatók tekintetében (Hajiyev és mtsai. 2024).

6.4. Eladósodottsági mutatók

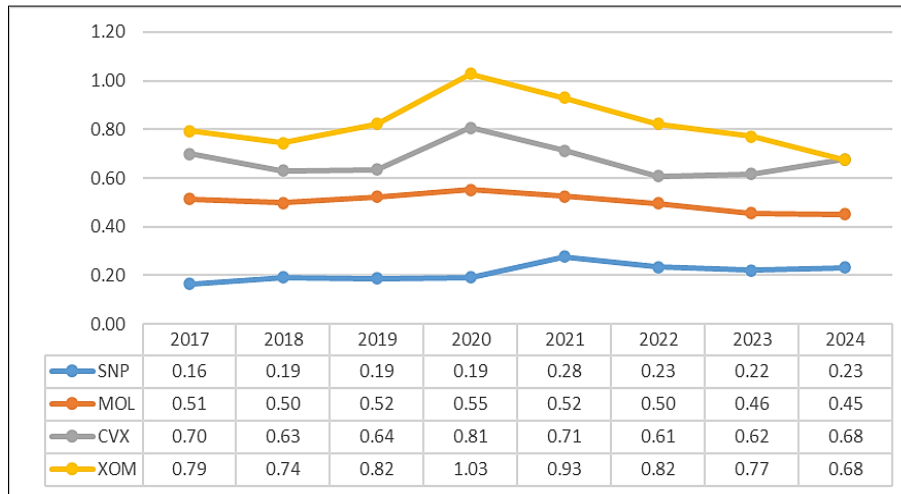
Az eladósodottsági mutatók a vállalatok tőkeszerkezetének alapvető mutatói, amelyek többek között a saját tőke és az idegen források arányát vizsgálják. Az eladósodottsági mutatók a finanszírozási szerkezet, a hitelezői kitétség és a pénzügyi stabilitás megítéléséhez nyújtanak támpontot. Fazakas és munkatársai (2003) szerint ezek a mutatók a pénzügyi egyensúly hosszú távú fenntarthatóságát tükrözik. Az alábbiakban az olajipari vállalatok eladósodottsági mutatóinak alakulását elemzem a 2017-2023 közötti időszakban. A témaválasztás aktualitását és relevanciáját erősíti Baidoo (2022) empirikus vizsgálata is, amely szerint az olaj- és gázipari cégek esetében az eladósodottsági mutatók (pl. saját tőke arány, idegen tőke arány) szoros kapcsolatban állnak a vállalat pénzügyi stabilitásával és működési hatékonyságával (Baidoo 2022).

18. ábra: Olajipari vállalatok saját tőkéjének aránya 2017 – 2024 között
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolói alapján)



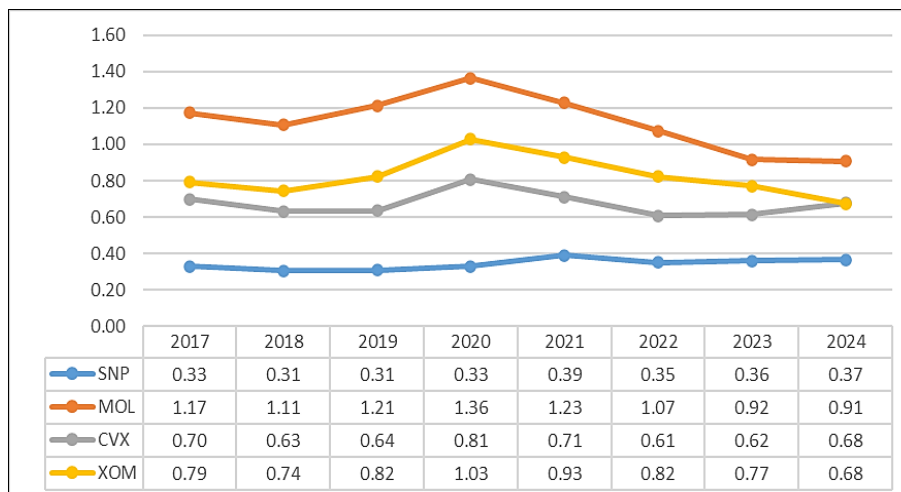
A 18. ábra a **saját tőke arányát** szemlélteti, amely alapján az SNP stabilan magas (0.67 – 0.70) értéket mutatott, ami alacsony kockázatú finanszírozási szerkezetet jelez. A MOL esetében az értékek alacsonyabbak voltak (0.45 – 0.55), amely nagyobb külső forrásigényt jelez. A CVX és a XOM közepes szinten mozogtak (0.49 – 0.62), kiegyensúlyozottabb szerkezetet sugallva. A magas arány alacsonyabb pénzügyi kockázatra utal (Fazakas és mtsai. 2003).

19. ábra: Olajipari vállalatok eladósodottsági foka 2017 – 2024 között
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



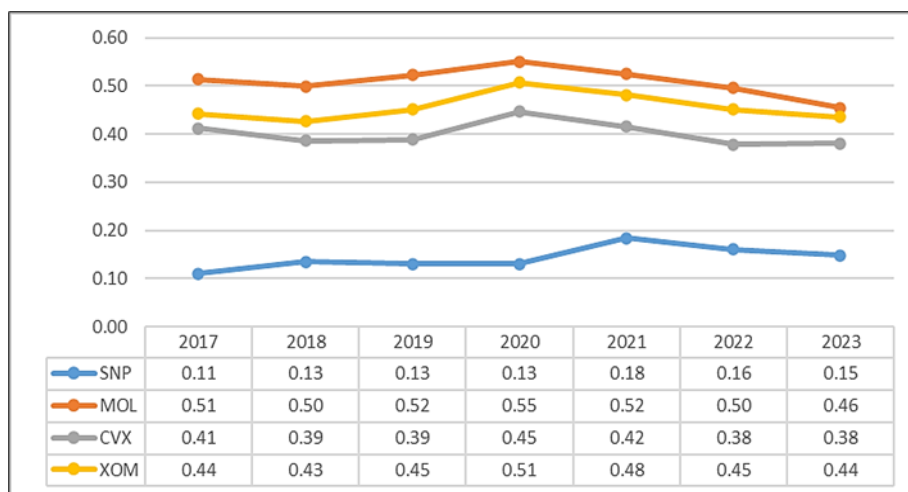
A 19. ábra az **idegen tőke/saját tőke** arányát mutatja. Ez a mutató különösen fontos a hitelképesség megítélésében, mivel azt jelzi, hogy milyen mértékben támaszkodik a vállalat idegen forrásokra. A MOL 2020-ban elérte az 1.36-os értéket, ami aztán 2024-re 0.91-re csökkent, jelezve a konszolidációt. Az SNP értékei alacsonyok (0.31 – 0.39), amely stabil tőkestruktúrát jelent. A CVX és XOM mutatói közepes sávban mozogtak (Fazakas és mtsai. 2003).

20. ábra: Olajipari vállalatok tőkefeszültségi mutatója 2017 – 2024 között
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



A 20. ábra a **külső és saját források viszonyát** mutatja. A MOL esetében 2020-ban 0.55 volt az érték, amely csökkent, jelezve a külső tőkére való mérséklődő támaszkodást. A XOM 2020-ban 1.03-as értéket ért el, majd 2024-re 0.68-ra esett vissza. Az SNP értékei 0.16 és 0.28 között maradtak, ami rendkívül alacsony feszültséget jelez (Ulbert és mtsai. 2018).

21. ábra: Olajipari vállalatok adósságrátája 2017 – 2024 között
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolói alapján)



A 21. ábra az **idegen források és az összes eszköz arányát** mutatja. Egy egyszerű és jól értelmezhető mutató, amely alapján a MOL a legnagyobb eladósodottságot mutatta (max. 0.55), míg az SNP értékei 0.11 – 0.18 között maradtak. A CVX és a XOM közepes értékeket produkáltak. A túlzottan magas arány a hosszú távú fizetőképességet fenyegeti (Virág, és mtsai. 2013). A CVX és a XOM esetében az adósságrátája nem haladja meg a 60%-ot, amely kiegyensúlyozott tőkeszerkezetre utal. A tőkefeszültség értéke (0.6 – 0.9) pedig azt mutatja, hogy a saját tőke dominál, ezáltal csökken a pénzügyi kockázat és nő a vállalatok pénzügyi rugalmassága (Ulbert, és mtsai. 2018; Balli és mtsai. 2023).

A X OM **szállítói hiteleinek aránya** (mellékletek 3. táblázat) elérte a 77%-ot, amely magas beszállítói függőséget jelez. Az MOL és a SNP ennél alacsonyabb (45-46%) értékei kiegyensúlyozottabb helyzetet tükröznek. A szállítói hitelek szerepe különösen az ipari szektorban jelentős (Baranyai és mtsai. 2013).

13. táblázat: Olajipari vállalatok tartozásainak lefedettsége 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolói alapján)

Eladósodottsági mutatók 1.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag	
Tartozások lefedettsége	SNP	609%	524%	535%	524%	362%	426%	451%	433%	483%
	MOL	94%	100%	91%	82%	91%	101%	120%	122%	100%
	CVX	143%	158%	157%	124%	141%	164%	162%	148%	150%
	XOM	126%	134%	122%	97%	108%	122%	130%	148%	123%

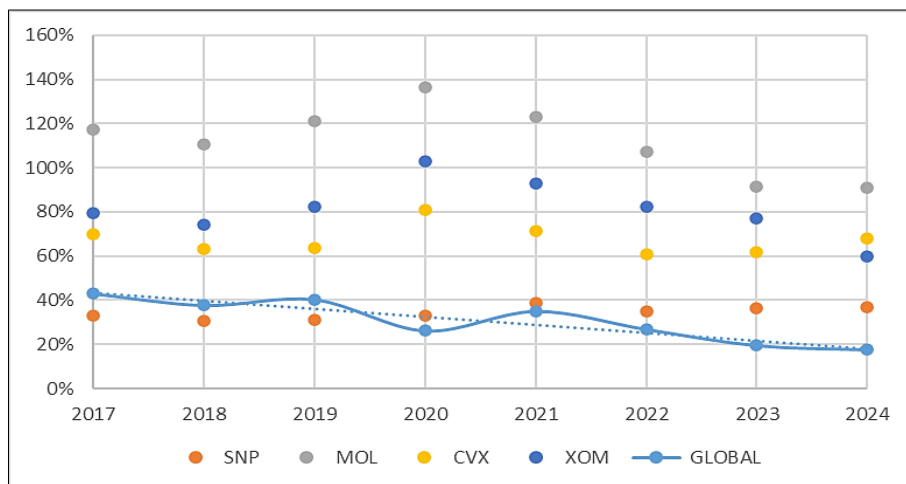
A szállítói hitelek mellett érdemes megvizsgálni a **kötelezettségek lejáratí struktúráját** is, melyet a következő mutatók részleteznek. A mellékletek 3. táblázata alapján az SNP **rövid lejáratú kötelezettségeinek aránya** kiugróan magas (átlagosan 93%), míg a CVX és a XOM **hosszú lejáratú kötelezettségei** dominálnak (átlagosan 71% és 62%). Ez azt mutatja, hogy az amerikai vállalatok stabilabb hosszú távú finanszírozási struktúrával rendelkeznek. Az SNP **rövid távú eladósodottsága** (mellékletek 4. táblázat) alacsony (átlagosan 13%), míg a MOL-

nál ez jóval magasabb (27%), amely aktívabb forgótőke-használatra utal. A CVX (28.42%) és a XOM (27.99%) **hosszú távú eladósodottsága** kiemelkedő az SNP szinte teljes adósságmentességével (1%). A lejárat szerkezet különbségei különböző pénzügyi kockázatokat hordoznak: a rövidtávú kötelezettségek dominanciája gyorsabb visszafizetési igényt jelent, míg a hosszabb lejárat nagyobb mozgásteret biztosít. Az SNP **tartozásainak lefedettsége** (lásd: 13. táblázat) 483%, míg a MOL-é 100%, amely a két vállalat eltérő pénzügyi biztonságát tükrözi. Az SNP esetében ez az érték a kötelezettségek többszörös fedezettségét mutatja, míg a MOL-nál már lényegesen szűkebb a fedezeti szint.

A 22. ábra alapján az amerikai olajipari vállalatok, különösen a CVX és a XOM 2017 – 2024 között közepes **idegen tőke/saját tőke** arányt mutattak, jelezve a nemcsak saját tőkére épülő finanszírozási struktúrájukat. Ezt támasztja alá Nguyen és Long (2021) tanulmánya is, amely szerint az energiaipari vállalatok tőkeszerkezetét jelentősen befolyásolja a vállalatméret és jövedelmezőség és az alacsonyabb adósságarány fokozza a pénzügyi rugalmasságot és válságállóságot (Nga és Long 2021). Az SNP volt a legközelebb az iparági átlaghoz.

22. ábra: Olajipari vállalatok Idegen tőke/Saját tőke aránya a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóit és a NYU Stern adatbázis adatai alapján)



Az SNP alacsony eladósodottsága és magas fedezeti képessége jó pénzügyi stabilitásra utal. Ezt a megfigyelést alátámasztja az IPASJ International of Management egyik tanulmánya is, amely szerint a vállalatméret és a jövedelmezőség pozitív, míg a növekedési ráta és likviditás negatív korrelációt mutat az eladósodottsággal, vagyis stabilabb, nyereséges nagyvállalatok általában kevesebb külső forrást használnak, amely hosszú távon is pénzügyi biztonságot eredményez (Shalini és Biswas, 2017). A MOL kockázatvállalóbb struktúrát alkalmaz, amely ugyan magasabb hozampotenciált jelenthet, de nagyobb függőséget is az idegen forrásoktól. A kiegyensúlyozottabb tőkeszerkezet hozzájárulhat a pénzügyi sérülékenység csökkentéséhez

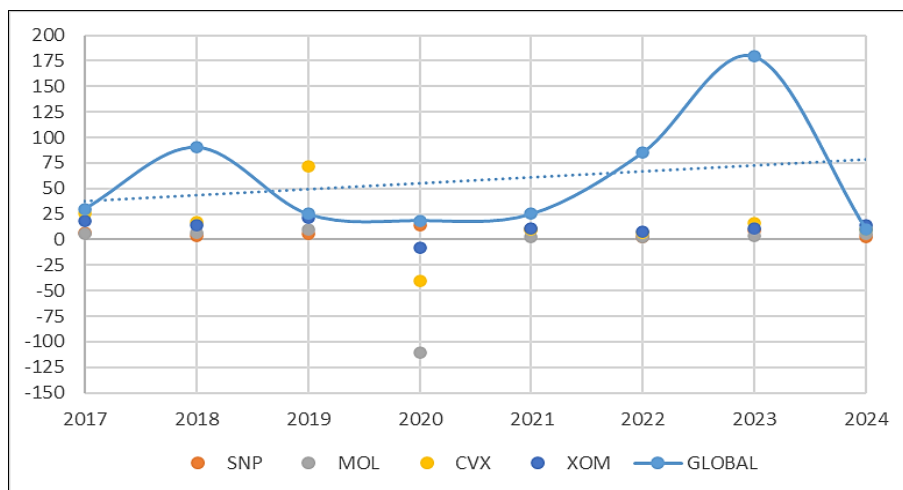
(Ulbert és mtsai. 2018). Az SNP alacsony eladósodottsági szintje előnyös lehet a hitelezők számára, míg a MOL dinamikusabb, de kockázatosabb szerkezete vonzóbb lehet a magasabb hozamot kereső befektetők számára is.

6.5. Piaci mutatók

A piaci mutatók célja, hogy a befektetőknek képet adjanak a vállalat tőzsdei megítéléséről és értékeltetéséről. Ide tartozik az árfolyam/nyereség (P/E) ráta, az árfolyam/könyv szerinti érték (P/BV) mutató, a piaci kapitalizáció, az osztalékfizetési ráta és az osztalékhozam. Ezek a mutatók a pénzügyi teljesítmény és a befektetői bizalom közvetett indikátorai, ezért kiemelt jelentőségük az olajipari vállalatok értékelése során (Fazakas és mtsai. 2003).

23. ábra: Olajipari vállalatok árfolyam/nyereség (P/E) mutatója a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között

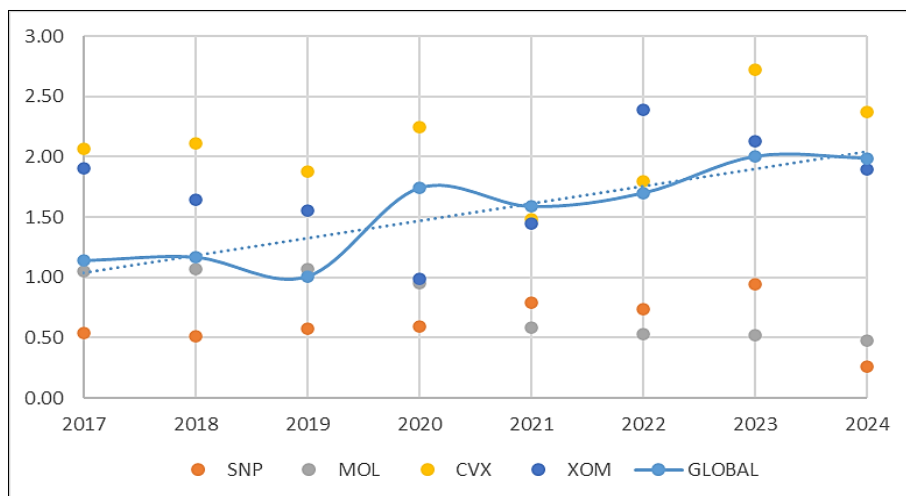
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóit és a NYU Stern adatbázis adatai alapján)



A 23. ábrán látható **árfolyam/nyereség (P/E)** mutató értékei a vizsgált periódusban jelentős kilengéseket mutattak. A CVX és a XOM esetében a COVID-19 alatt tapasztalt csökkenés után 2022-től újra emelkedés figyelhető meg. A MOL és az SNP esetében a P/E mutató 2020-ban drasztikusan visszaesett, majd fokozatos növekedés volt jellemző. A P/E mutató a befektetői várakozások egyik fő indikátora, amely összefüggésben áll a jövőbeli eredménytermelő képességekkel (Deepikah és Kohli 2023).

24. ábra: Olajipari vállalatok Árfolyam/Könyv szerinti érték (P/BV) mutatója a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí és a NYU Stern adatbázis adatai alapján)



A 24. ábra az **árfolyam/könyv szerinti érték (P/BV)** mutatót szemlélteti. A CVX értékei stabilak és meghaladják az 1-es értéket, míg a MOL és az SNP vállalatok esetében jellemzően alacsonyabb érték ek figyelhetők meg, ami piaci alulértékeltségre utal. A XOM értékei szintén stabilnak tekinthetők. A P/BV mutató különösen akkor releváns, ha a nyereségesség ingadozó vagy negatív (Brealey és Meyers 2011).

A **piaci kapitalizáció** a 14. táblázaton látható és elmondható, hogy az amerikai vállalatok lényegesen nagyobb értéket képviselnek, mint a közép-kelet-európai társaik. A CVX és a XOM kapitalizációja több száz milliárd dollár, míg az SNP és a MOL piaci értéke 0.6 és 7.1 milliárd dollár között mozgott a vizsgált időszakban. Ez a különbség összefügg a globális piaci jelenléttel, a termelési volumenekkel és a tőkeintenzív működéssel (Ulbert és mtsai. 2018).

14. táblázat: Olajipari vállalatok Piaci kapitalizációja (Tőkeérték) 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Piaci mutatók 1.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag	
Tőkeérték (Kapitalizáció) (Milliárd USD)	SNP	0.76	0.83	1.19	0.96	1.32	1.32	1.81	2.29	1.31
	Δ %	0%	9%	43%	-19%	37%	0%	37%	27%	17%
	MOL	6.89	7.10	6.77	5.02	5.78	5.97	6.48	6.18	6.27
	Δ %	0%	3%	-5%	-26%	15%	3%	9%	-5%	-1%
	CVX	238.45	210.87	227.76	162.58	226.46	336.94	278.28	261.55	242.86
	Δ %	0%	-12%	8%	-29%	39%	49%	-17%	-6%	4%
XOM	346.81	301.50	297.83	174.50	259.05	449.03	396.71	468.02	336.68	
Δ %	0%	-13%	-1%	-41%	48%	73%	-12%	18%	9%	

A táblázatban pirossal és zöld színnel jelölt százalékos változások kiemelik, hogy a nyugati vállalatok esetében a piaci kapitalizáció csökkenése korlátozottabb volt, míg a közép-kelet-európai vállalatoknál egyes években jelentős mértékű növekedés vagy visszaesés következett be. Emellett az átlagos éves kapitalizáció változása is lényeges szempont, mivel a nyugati

vállalatoknál ez alacsonyabb és stabilabb, míg a közép-kelet-európaiaknál erőteljesebb, de kevésbé kiszámítható pályát követ.

Az **osztalékfizetési ráta** alapján (15. táblázat) az amerikai vállalatok stabilabb, fenntarthatóbb osztalékpólitikát folytatnak (pl. CVX átlag 62%), míg a MOL esetében extrém értékek is előfordultak, például 2017-ben 143%. Az ilyen magas értékek gyakran rendkívüli nyereségből vagy tartalékból történő osztalékfizetést jeleznek. A vizsgált időszak átlagos osztalékfizetési rátái is ezt a különbséget tükrözik. A XOM és a CVX esetében átlag 44-62% körüli értékek figyelhetők meg, míg a közép-kelet-európai vállalatoknál szélesebb szórással, de magasabb átlagos értékek is előfordultak. Az egyensúly fenntartása a hosszú távú befektetői bizalom érdekében kulcsfontosságú (Baranyai és mtsai. 2013).

Az **osztalékhozam** esetében a MOL és az SNP időszakosan magasabb értékeket mutatott, míg az amerikai vállalatok hozamai stabilabbak maradtak. A magas árfolyam és a mérsékelt osztalék miatt az amerikai cégek hozama alacsonyabb, ugyanakkor kiszámíthatóbb. A stabil osztalékpólitika hozzájárul a részvényesi bizalom fenntartásához (Brealey és Meyers 2011).

15. táblázat: Olajipari vállalatok osztalékfizetési rátája és osztalékhozama 2017 – 2024 között

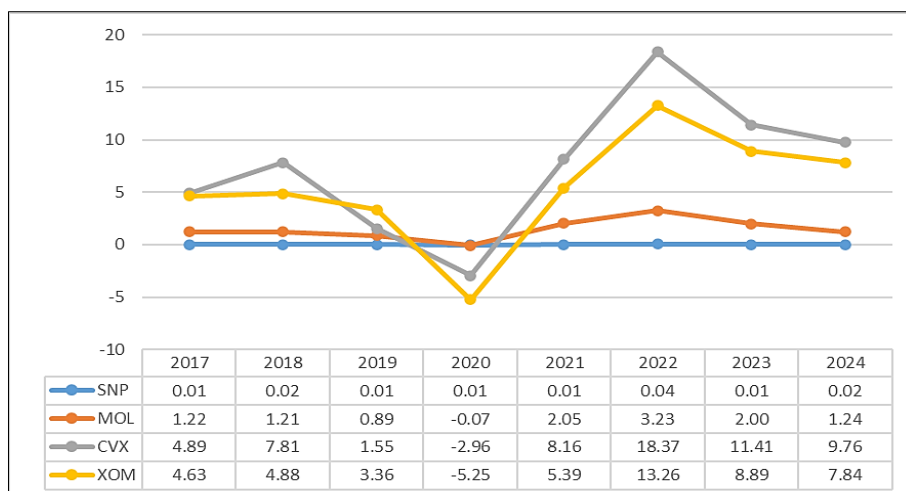
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Piaci mutatók 2		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Osztalékfizetési ráta	SNP	10%	9%	11%	28%	16%	17%	25%	67%	23%
	MOL	143%	30%	45%	0%	13%	26%	50%	57%	45%
	CVX	88%	57%	306%	-174%	65%	31%	53%	67%	62%
	XOM	66%	66%	102%	-66%	65%	27%	41%	49%	44%
Osztalékhozam	SNP	8%	9%	7%	9%	7%	30%	12%	28%	14%
	MOL	21%	4%	5%	0%	4%	12%	13%	9%	8%
	CVX	3%	4%	4%	6%	5%	3%	4%	4%	4%
	XOM	4%	5%	5%	8%	6%	3%	4%	4%	5%

A 25. ábrán látható **Egy részvényre jutó nyereség (EPS)** mutatók alapján jól elkülönünek a nyugati és a közép-kelet-európai vállalatok eredménytermelő képességei. A CVX és a XOM esetében jelentős EPS-emelkedés figyelhető meg 2021 és 2022 között, míg a MOL és különösen az SNP esetében az EPS értékek alacsonyak, de stabilabbak. Ez a mutató közvetlenül kapcsolódik a P/E mutatóhoz, mivel a részvényárfolyam alakulása és az eredménytermelés együttesen befolyásolják a vállalat tőzsdei megítélését (Huda és Sabur 2025). Mivel a P/E mutató nevezője az EPS, így annak ingadozása szoros összefüggésben áll a P/E alakulásával, különösen válságos időszakokban, mint a 2020-as év (Deepikah és Kohli 2023).

25. ábra: Olajipari vállalatok Egy részvényre jutó nyereség (EPS) mutatója 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



A piaci mutatószámok, különösen a P/E, P/BV, a piaci kapitalizáció, valamint az osztalékfizetési ráta és az osztalékhozam fontos szerepet játszanak a vállalatok tőzsdei megítélésének és értékeltetésének megállapításában. A Chevron Corporation és az ExxonMobil Corporation mutatói stabilitást és kiszámíthatóságot tükröznek, míg a közép-kelet-európai MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. és az OMV Petrom S.A. vállalatok értékei ingadozóbbak, de nagyobb hozampotenciált hordoznak. Zaccomer (2023) által végzett vizsgálat rávilágít, hogy a befektetői magatartás, különösen válsághelyzetben, például a pandémia idején erőteljesen reagál a piaci mutatók alakulására. A MOL részvények árfolyamának változása és a kisbefektetői aktivitás összefüggése azt mutatja, hogy a befektetők érzékenyek a P/E, P/BV és az osztalékhozam mutatók alakulására és ezek mentén hozzák meg döntéseiket a válságban (Zaccomer 2023).

Ezt a megközelítést alátámasztja a Huda és Sabur (2025) kutatása rávilágít arra, hogy a vállalatok különböző pénzügyi mutatói, mint például az eladósodottsági, jövedelmezőségi és hatékonysági mutatók közvetlen hatással vannak a befektetők döntéseire, így végső soron befolyásolják a piaci mutatók alakulását is. Mivel ezek az arányok meghatározzák a részvények vonzerejét és a tőzsdei megítélést, az olaj- és gázipari vállalatok piaci mutatói is e pénzügyi teljesítmény leképeződéseiként értelmezhetők (Huda és Sabur 2025).

6.6. Egyéb releváns mutatók

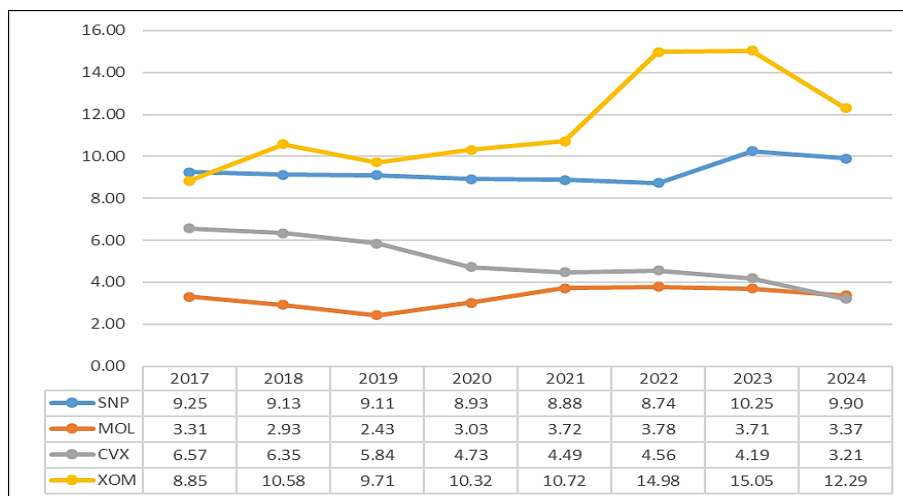
A hagyományos pénzügyi mutatók mellett az olajipari vállalatok teljesítményének értékelésében kulcsszerepet töltenek be az iparág-specifikus mutatók is. Ezek segítenek az ipari tartalékpólitika, nyereségesség és érzékenységi viszonyok jobb megértésében. Az alábbiakban

három ilyen mutatót vizsgálók: a tartalékélettartamot (Reserve Life Index – RLI), a rezervációs rátát (Reserve replacement Ratio – RRR), valamint az olajár-érzékenységet.

A **tartalékélettartam (RLI)** azt mutatja meg, hogy az adott időszak termelési üteme mellett hány évig elegendőek a vállalat ismert készletei. Ez kulcsfontosságú mutató a fenntartható kitermelési szint fenntartásához. Az RLI értékét a bizonyított tartalékok és az éves kitermelés hányadosaként tartják számon. Ezek az adatok megtalálhatók a vállalatok éves beszámolóiban. A Canacol Energy (2022) jelentése szerint a 2P (bizonyított + valószínű) tartalékokra vetített RLI értéke 10 év, míg a 3P kategóriában 16.8 év volt (Canacol Energy Ltd. 2025).

A 26. ábra áttekintést nyújt a vizsgált vállalatok RLI értékeinek alakulásáról 2017 – 2024 között. Az SNP tartalékélettartama 2017 és 2022 között viszonylag stabilan 9 év körül mozgott, majd 2023-ban jelentősen, 10.25 évre nőtt, 2024-re kissé visszacsökkent 9.90 évre. A MOL esetében a 2019-es mélypont (2.43 év) után fokozatosan javult, ami a 2022-es 3.78 év után 2024-re enyhe csökkenéssel 3.37 évre módosult. A CVX mutatója folyamatos csökkenést mutat, a 2017-es 6.57 évről 2024-re 3.21 évre csökkent, amely a tartalékpolitika és a kitermelési stratégia újragondolását indokolhatja. Ezzel szemben a XOM RLI értékei 2017-től kezdődően folyamatosan emelkedtek 8.85 évről 15.05 évre 2023-ra, amely a vállalat kosszú távú tartalékstratégiájának és akvizíciós tevékenységének sikerességét tükrözi. A XOM RLI-je a vizsgált időszakban átlag 11.56 év volt. Az amerikai vállalatok jellemzően hosszabb tartalékélettartammal bírnak, míg a közép-kelet-európai szereplőknél (MOL, SNP) inkább középtávú fedezeti szint figyelhető meg.

26. ábra: Olajipari vállalatok Tartalékélettartam (RLI) mutatója 2017 – 2024 között (év)
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



A **rezervációs ráta (RRR)** az adott évben feltárt új tartalékok és az év során termelt mennyiség hányadosaként számított mutató. Ez azt méri, hogy a vállalat milyen mértékben tudja pótolni a kitermelt készleteit. Az RRR 100% felett optimális, mivel ez azt jelzi, hogy a termeléssel legalább egyenértékű mennyiségű tartalék kerül feltárássra. A Canacol Energy 2023-ban 169%-os 2P RRR-t ért el, amely a tartalékpolitikájának sikerességét mutatja (Canacol Energy Ltd. 2023). Egy 2025-ös tanulmány szerint az RRR negatív korrelációt mutat a termeléssel ($\rho = -0.61$) és a bizonyított tartalékokkal ($\rho = -0.57$), azonban nincs szignifikáns Granger-okozati kapcsolatuk (Situmoarg és mtsai. 2025).

16. táblázat: Olajipari vállalatok rezervációs rátája (RRR) 2017 – 2024 között

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Olajipari specifikus mutatók	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag	
Rezervációs ráta (RRR)	SNP	35%	42%	49%	41%	-14%	10%	206%	27%	50%
	MOL	3%	71%	52%	178%	68%	114%	86%	79%	81%
	CVX	121%	123%	76%	-7%	78%	93%	81%	29%	74%
	XOM	236%	238%	45%	112%	126%	534%	107%	31%	179%

A 16. táblázat adatai alapján az SNP 2023-ban kiemelkedő, 206%-os RRR értéket ért el, ami jelentős előrelépés a 2021-es -14%-hoz képest. Az SNP átlagos RRR-je 50% volt a vizsgált periódusban, amely megerősíti, hogy hosszú távon a kitermelt készletek felét tudja pótolni, így a 2023-as kiugró érték inkább kivétel, mint tendencia. A MOL esetében 2024-ben 81%-os RRR figyelhető meg, ami fokozatosan csökkent a 2022-es 114%-hoz képest és a teljes időszakra vetített 81%-os átlagos érték alapján stabil, de elmarad az iparági optimumnak tekintett 100%-tól. A CVX RRR értéke 2024-ben 29% volt, amely instabil és a 2017 – 2024 közötti 81%-os átlag alapján elmondható, hogy a CVX csak részben tudja hosszú távon fedezni termelését új tartalékokkal, amit az időszak közepén (2019-2020) bekövetkezett visszaesések is tükröznek. A XOM 2024-es RRR-je 31% volt, ami nem éri el a kritikus 100%-os küszöbértéket, azonban a nyolc évre számított 179%-os átlag azt jelzi, hogy a XOM tartósan és jelentős mértékben képes meghaladni a kitermelt tartalékok pótlását, amit főként a 2022-es 534%-os csúcsteljesítmény emel meg. Az amerikai olajóriások esetében az RRR értékei jelentős szórást mutattak az utóbbi években. A CVX esetében 2020-ban -7%, míg 2018-ban 123% volt. A XOM-nál a legalacsonyabb érték 45% volt 2019-ben, míg a legmagasabb 534% 2022-ben. Ez azt mutatja, hogy ezeknél a vállalatoknál az RRR nem mozgott stabil tartományban, hanem jelentős kilengéseket mutatott. Ennek hátterében gyakran stratégiai tartalékkivonás, illetve portfóliótisztítás állt, valamint az akvizíciók és leírások időzítése is torzíthatta az éves értékeket. Ezzel szemben a MOL és az SNP az utóbbi években növelte feltárási aktivitását, amely pozitívan hatott az RRR értékeire.

Az **olajár-érzékenység** (17. táblázat) azt vizsgálja, hogy milyen mértékben befolyásolja az olajár változása a gazdasági szereplők teljesítményét. A Jennifer Considine által vezetett 2022-es tanulmány GVAR modellt alkalmazott annak bemutatására, hogy a piaci állapot („tight” vagy „loose”) milyen mértékben módosítja az olajár sokkok makrogazdasági hatásait. A tanulmány szerint egy negatív ársokk „loose” a piacokon jelentősen csökkenti a fogyasztó nemzetek (p. Európa, Latin-Amerika, Ázsia) GDP-jét, míg „tight” piacokon pozitív hatással is lehet a világgazdaságra (Considine és mtsai. 2022).

Az olajár-érzékenység mérésére az árbevétel százalékos változását viszonyítottam a közép-kelet-európai vállalatoknál a Brent Oil világpiaci árának százalékos változásához, valamint az amerikai vállalatoknál a Crude Oil világpiaci árának százalékos változását használtam fel a vizsgált periódusban. Ez a mutató jól tükrözi, hogy az olajár alakulása milyen mértékben hat a vizsgált vállalatok bevételére. Az eredmények alapján a CVX és a XOM

17. táblázat: Olajipari vállalatok olajár-érzékenység mutatója 2017 – 2024 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Olajipari specifikus mutatók	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag	
Olajár-érzékenység	SNP	82%	68%	-107%	78%	94%	345%	235%	175%	121%
	MOL	75%	82%	-18%	73%	69%	179%	58%	-43%	59%
	CVX	124%	65%	98%	104%	88%	131%	91%	38%	92%
	XOM	47%	64%	69%	97%	75%	112%	89%	-29%	66%

esetében magasabb olajár-érzékenység figyelhető meg, amely összefüggésben áll a globális jelenlétükkel és világpiaci kitettségükkel. A vizsgált periódusban a CVX esetében figyelhető meg a legnagyobb szórás, ami erős piaci érzékenységre utal. A MOL és az SNP esetében a belföldi árazás és a regionális szabályozási környezet részben tompítja az olajár változásának hatását.

A 16. és 17. táblázat összefoglalja a vizsgált vállalatok RRR- és olajárérzékenységi mutatóit. Ezek alapján elmondható, hogy a nyugati vállalatok (CVX, XOM) jellemzően magasabb olajár-árbevétel korrelációval bírnak, mint a közép-kelet-európai vállalatok (MOL, SNP), amely diverzifikáltabb termelési és árképzési politikájuknak tudható be. Egy 2024-es elemzés szerint a globális olajiparban az RRR 16%-os történelmi mélypontra süllyedt, ami súlyos fenntarthatósági kockázatokra és tartalékpótlási problémákra utal (World Oil Staff 2024). A befektetők szemében az RRR volatilitása kiszámíthatatlanságot és stratégiai bizonytalanságot jelezhet, amit negatívan értékelnek. E szempontból a vizsgált vállalatok közül az SNP, a MOL és a CVX is volatilis RRR értékeket mutattak, amely kockázatként jelenhet meg a piacon. A XOM ezzel szemben tartósan magas és stabil RRR mutatója megerősíti a fenntarthatóságot és kedvező befektetői megítélést eredményezhet.

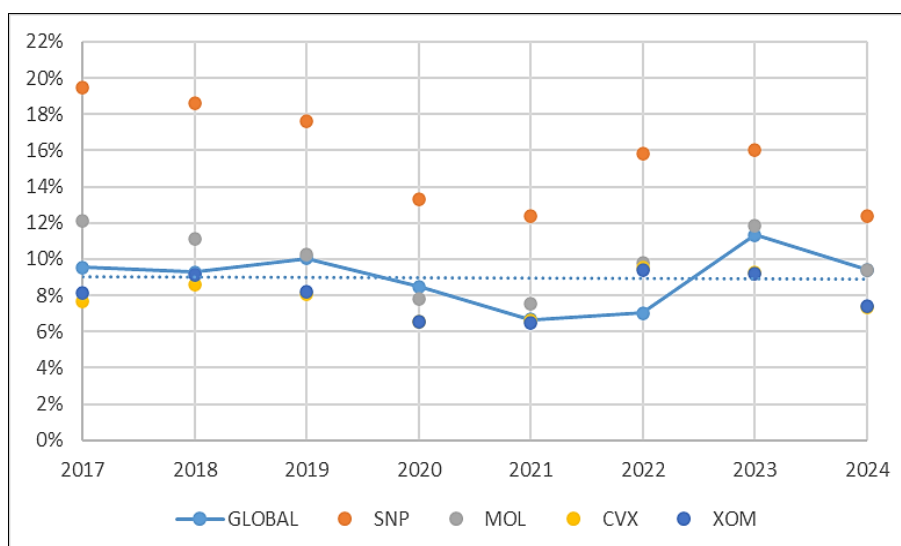
7. CAPM, WACC és EVA alkalmazása az elemzésben résztvevő vállalatokra

A vizsgált négy olajipari vállalat esetében a CAPM modell segítségével számított saját tőke elvárt hozama (r_E), valamint a WACC és EVA mutatók együttesen lehetővé teszik a vállalati teljesítmény és befektetési kilátások átfogó értékelését (Damodaran 2012).

A CAPM és a WACC bizonyos komponensei (például a béta értékek) a New York University Stern School of Business adatbázisából származnak. A tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM) a saját tőke elvárt hozamát becsüli, míg a WACC a vállalatok teljes tőkeköltségét adja meg,

27. ábra: Olajipari vállalatok WACC-je a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)

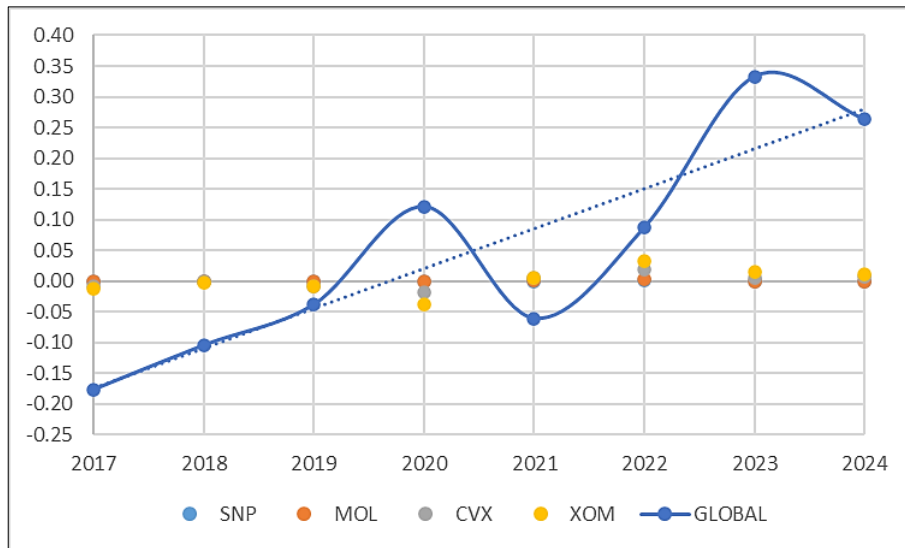
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí és az NYU Stern adatbázis adatai alapján)



figyelembe véve a saját és idegen forrásokat is. Az SNP és MOL esetében a CAPM modell alapján számított saját tőke elvárt hozama (r_E) átlagosan (18. táblázat) 16%, illetve 15% volt, míg a nyugati vállalatok esetében ez az érték 9% körül alakult. A különbség részben a saját tőke költségének eltérő szintjéből, részben pedig az adósságszerkezet különbségeiből adódik (Ulbert és mtsai. 2018). A 27. ábra azt mutatja, hogy az SNP és MOL WACC-értékei 2017-2023 között folyamatosan meghaladták az iparági átlagot, jelezve a magasabb finanszírozási kockázatukat.

28. ábra: Olajipari vállalatok EVA mutatója a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (Milliárd USD)

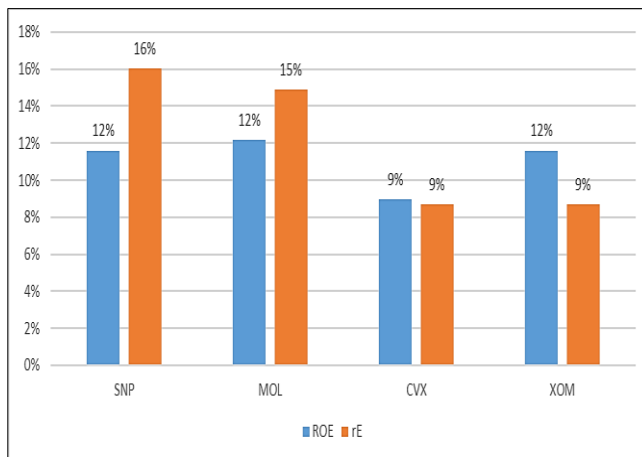
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí és az NYU Stern adatbázis adatai) alapján



Az EVA pozitivitása vagy negativitása azt mutatja meg, hogy a vállalatok képesek voltak-e többletértéket teremteni a befektetett tőke költségén felül (Baranyai és mtsai. 2013). A CVX és XOM EVA mutatói 2017 – 2020 között negatívak voltak, de 2021 után erős pozitív trend figyelhető meg, különösen a XOM-nál 2022-ben (+31.9 milliárd USD). Ezzel szemben az SNP átlagos EVA értéke -0.14 milliárd USD, míg a MOL +0.30 milliárd USD, ami utalhat hatékonyabb tőkefelhasználásra a MOL részéről. Ezt támasztja alá a mellékletek 5. táblázata.

A 28. ábra szemléletesen mutatja, hogyan viszonyult az egyes vállalatok EVA teljesítménye a globális iparági átlaghoz. Az ábrán látható, hogy míg 2017-ben minden vizsgált vállalat

29. ábra: Olajipari vállalatok átlagos ROE és rE-je (CAPM szerint) 2017 – 2024 között (%) (Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí és az NYU Stern adatbázis adatai) alapján)



18. táblázat: Olajipari vállalatok átlagos ROE és rE értékeinek (CAPM szerint) összehasonlítása a 2017 – 2024 közötti időszakra (%)

	ROE	rE	ROE - rE
SNP	12%	16%	-4.4%
MOL	12%	15%	-2.7%
CVX	9%	9%	0.3%
XOM	12%	9%	2.9%

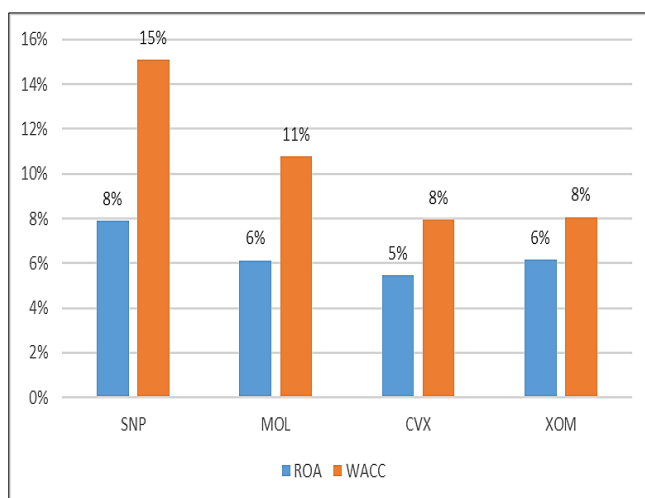
elmaradt az iparági átlagtól, 2024-re a XOM és részben a CVX teljesítménye jelentősen meghaladta azt. A MOL pozitív trendje különösen 2022-ben figyelemre méltó, míg az SNP értékei ingadozóak és feltűnő távolságot tartanak a globális iparági átlagtól.

A 29. ábra (lásd előző oldal) ROE és r_E szerint számolt viszonyát szemlélteti, ami érdekes, mivel ezek különbsége megmutatja, hogy a saját tőke arányos nyereség (ROE) meghaladja-e az elvárt hozamot (CPAM szerint számolt r_E -t). A MOL és az SNP esetében a negatív különbség (-2.7% és -4.4%) arra utal, hogy a saját tőke nem termel kellő hozamot a befektetői elvárásokhoz képest. Ezzel szemben a XOM pozitív különbsége (+2.9%) részvényesi értékteremtést jelez. A 18. táblázat szerint az átlagos ROE – r_E különbség a nyugati vállalatoknál 0.3% (CVX) és +2.9% (XOM) és az átlag +0.6%, míg a közép-kelet-európai vállalatoknál -4.4% (SNP) és -2.7% (MOL) és az átlag -3.55%, amely versenyhátrányt is jelezhet számunkra.

A 30. ábra a ROA – WACC különbségét szemlélteti, ami szintén fontos az értékteremtés szempontjából. Ha a ROA alacsonyabb, mint a WACC, akkor a vállalat nem tudja fedezni a teljes tőkeköltségét. Az SNP esetében ez -7%, a MOL-nál -5%, amely tartós fennállás esetén értékvesztéshez, valamint befektetői bizalomvesztéshez vezethet (Baranyai és mtsai. 2013). A CVX és a XOM esetében a különbség kisebb (-2.5%, -1.9%), de még mindig negatív. A 19. táblázat alapján a közép-kelet-európai vállalatok ROA – WACC különbsége átlagosan -5.9%, míg a nyugatiak -2.2%, amelyek konzisztensek az EVA mutatók eredményeivel.

30. ábra: Olajipari vállalatok átlagos ROA és WACC-je 2017 – 2024 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí és az NYU Stern adatbázis adatai alapján)



19. táblázat: Olajipari vállalatok átlagos ROA és WACC modelljének összehasonlítása a 2017 – 2024 közötti időszakra (%)

	ROA	WACC	ROA - WACC
SNP	8%	15%	-7.2%
MOL	6%	11%	-4.6%
CVX	5%	8%	-2.5%
XOM	6%	8%	-1.9%

Az eredmények azt mutatják, hogy a nyugati vállalatok, különösen a XOM 2021 után jelentős pozitív fordulatot mutattak a gazdasági hozzáadott értékben, míg a közép-kelet-európai vállalatok (SNP, MOL) még mindig jelentős különbségekkel küzdenek az elvárt hozam és a valós megtérülés között (Ulbert és mtsai. 2018). A MOL EVA pozitivitása viszont figyelemre méltó. A befektetők számára az amerikai vállalatok alacsonyabb WACC és magasabb EVA trendje versenyelőnyt jelez, miközben az európai piacokon nagyobb kockázat és hozamelvárás érvényesül. A következő időszakban érdemes figyelni, hogy a MOL fenntartja-e pozitív EVA-teljesítményét, valamint, hogy az SNP javít-e a tőkefelhasználási hatékonyságán.

A CAPM, WACC és EVA együttes elemzése révén komplex képet kaptunk a négy olajipari vállalat értékteremtéséről, finanszírozási stratégiájáról és kockázati profiljáról, amellyel megalapozott következtetések vonhatók le befektetési szempontból is (Damodaran 2012; Ulbert és mtsai. 2018).

A nemzetközi és hazai szakirodalom megerősíti, hogy a CAPM modell és annak alapján számolt r_E mutató, valamint a WACC és EVA mutatók alkalmazása napjaink pénzügyi értékelési gyakorlatában nélkülözhetetlenek, különösen az olyan tőkeintenzív ágazatokban, mint az olaj- és gázipar. A Sudarsono és Harahap (2023) által elemzett indonéz gázszolgáltató vállalat esetében az EVA minden évben pozitív volt 2017 és 2021 között, amely stabil értékteremtési képességre utal. Ezt a teljesítményt leginkább a XOM 2021 – 2024 közötti eredményei tükrözik a vizsgált mintában. Ugyanakkor a MOL és különösen az SNP EVA értékei gyakran negatív tartományban mozogtak, amely a pénzügyi teljesítmény terén mutatkozó kihívásokat és befektetői értékteremtési korlátokat jelezhet a vizsgált időszakban (Sudarsono és Harahap 2023).

A Corvinus Egyetemhez köthető hazai szakirodalom hangsúlyozza a mutatószámok kontextusértelmezésének fontosságát és felhívja a figyelmet arra, hogy a gazdasági potenciál objektív vizsgálatához a pénzügyi mutatók önmagukban nem elegendők, értelmezésükhöz térbeli és időbeli határokat kell kijelölni. A dolgozatban vizsgált vállalatok közül az amerikai XOM és CVX szignifikánsan jobb teljesítményt mutatnak a WACC és EVA mutatók mentén, míg a közép-kelet-európai társaságoknál a magasabb tőke költség és a gyengébb értékteremtés következetesen megjelenik a pénzügyi teljesítmény értékelésében (Juhász és Szabó 2021).

8. Többváltozós regresszió a részvényesi érték és teljesítmény magyarázatára

Az elemzésem záró szakaszában többváltozós regresszióelemzést végeztem négy függő változó – az egy részvényre jutó nyereség (EPS), a saját tőke arányos nyereség (ROE), a befektetett tőke megtérülése (ROIC), valamint a piaci és könyvszerinti érték aránya (P/BV) - legrelevánsabb pénzügyi magyarázó tényezőinek meghatározására. A modelleket azért alkalmaztam, mert kíváncsi voltam mely mutatók játszanak meghatározó szerepet a vállalatok teljesítményének és tőkepiaci megítélésének alakulásában.

Az EPS modell alapján a legnagyobb hatással a P/BV ráta volt (standardizált béta = 0.84; $p < 0.001$), ami szoros kapcsolatot jelez a részvényesi megítélés és a könyv szerinti érték között.

20. táblázat: A regressziós modellek eredményeinek részletes összegzése 2017 – 2024 között (Forrás: Saját szerkesztés SPSS számítások alapján a vállalatok pénzügyi mutatóit felhasználva)

Függő változó	Magyarázó változók	R ²	Korrigált R ²	F-statisztika	p-érték (modell)	Stand. béta	Szign.
EPS	P/BV, EVA	0.869	0.836	25.47	<0.001	0.84 (P/BV)	<0.001
ROE	EBITDA/ROAEVA, ROIC_diff	0.907	0.872	26.89	<0.001	0.77 (EBITDA/ROA)	<0.001
ROIC	ROA	0.896	0.884	75.32	<0.001	0.95 (ROA)	<0.001
P/BV	Market Cap, WACC_diff, EPS	0.928	0.901	33.21	<0.001	0.79 (EPS)	<0.001

A ROE esetében az EBITDA/ROA arány bizonyult a legmeghatározóbb tényezőnek (béta = 0.77), ami aláhúzza a belső hatékonyság – vagyis az eszközarányos nyereségesség – szerepét a részvényesi hozamok alakulásában. A ROIC modellt kizárólag a ROA értéke magyarázta, mégis kiváló illeszkedést mutatott (korrigált R² = 0.884), ami arra enged következtetni, hogy az eszközmegtérülés önmagában is döntő fontosságú a befektetett tőke hatékonyságának szempontjából. A P/BV modelljében az EPS emelkedett ki legfontosabb hatótényezőként (béta = 0.79), ami a nyereségtermelő képesség és a befektetői bizalomközötti kapcsolatot emeli ki.

A regressziós modellek összességében magas magyarázóerőt mutattak (korrigált R²: 0.836 – 0.901), ami megerősíti, hogy a kiválasztott változók valóban kulcsfontosságúak. Az eredmények alapján elmondható, hogy a jövedelmezőség (EPS, ROE), a működési hatékonyság

(ROA), valamint az értékteremtés képessége (EVA) számítanak a legmeghatározóbb pénzügyi tényezőknek az olajipari vállalatok teljesítményének és tőkepiaci megítélésének alakításában.

Az eredményeimet megerősíti a Babajide és Lawrence (2023) tanulmánya is, amely kimutatta, hogy az EPS, ROE és a P/BV ráták szignifikáns és pozitív hatást gyakorolnak az olajipari vállalatok piaci megítélésére. Ezen mutatók különösen a jövedelmezőség és a vállalati értékeltség meghatározó szerepet játszanak a részvényesi érték alakulásában.

9. Következtetések és javaslatok

A dolgozat célja négy olajipari vállalat, az OMV Petrom S.A. (Románia), MOL Magyar Olaj- és gázipari Nyrt. (Magyarország), a Chevron Corporation (USA), és az ExxonMobil Corporation (USA) pénzügyi teljesítményének összehasonlítása 2017 – 2024 között. A kutatás középpontjában a különböző régiókban működő vállalatok, jelen esetben Közép-Kelet-Európa és Észak-Amerika közötti pénzügyi különbségek feltárására fókuszáltam, különös tekintettel a likviditási, hatékonysági, jövedelmezőségi, eladósodottsági, valamint piaci mutatókat vizsgálva. Az elemzés során alkalmazott pénzügyi modell (CAPM) és a hozzá kapcsolható WACC és EVA mutatók lehetővé tették a befektetői szemléletű értékelést is. A kiegészítő, egyéb releváns mutatók, valamint a globális benchmark értékek figyelembevételével a dolgozat átfogó képet nyújt az olajipari vállalatok pénzügyeinek komplexitásáról.

Az elemzés alapján megállapítható, hogy a közép-kelet-európai olajipari vállalatok, különösen az OMV Petrom pénzügyi struktúrája konzervatívabb jellegű és jellemzőbb rájuk a magasabb saját tőke arány és az alacsonyabb eladósodottság. Az OMV Petrom saját tőke aránya kiemelkedő volt a vizsgált periódusban, megelőzve a Chevron, ExxonMobil és MOL vállalatokat. Ugyanakkor a nyugati vállalatok, mint a Chevron és az ExxonMobil jelentős tőkepiaci súllyal rendelkeznek, ami a piaci mutatókban (pl. P/E, P/BV, kapitalizáció) is markánsan megjelenik.

A **likviditási mutatók** tekintetében az amerikai vállalatok kedvezőbb arányt mutattak, különösen a likviditási gyorsráta és a pénzhányad mutatóik átlagos értékei alapján, amelyek a rövidtávú fizetőképességüket és a pénzügyi stabilitásukat erősítik (lásd mellékletek 2. ábra). Az ExxonMobil 2024-re elérte a 0.97-es gyorsráta értéket és 1.64-es pénzhányad mutatót, míg a Chevron 0.83-as gyorsrátát és 0.18 körüli pénzhányadot produkált, stabil likviditási stratégiájuk eredményeként. Bár a Chevron gyorsrátája viszonylag alacsony, a többi likviditási mutatói stabilak. Ezzel szemben a MOL és az OMV Petrom értékei 0.32 – 0.88-as gyorsráta és 1.14 – 0.27-es pénzhányad között mozogtak, amely a közép-kelet-európai vállalatok óvatosabb

készpénzkezelésére és alacsonyabb rövid távú pénzügyi rugalmasságra utal, különösen a válságos időszakokban.

A **hatékonysági mutatók** vegyes képet festenek, mert az amerikai cégek nagyobb eszköz- és munkaerő kihasználtságot értek el, a pénzkonverziós ciklus (CCC) értéke a vizsgált időszakban negatív volt, ami arra utal, hogy ezek a vállalatok a működésük során gyorsabban képesek pénzzé konvertálni forgóeszközeiket és ezzel hatékonyabb cash flow menedzsmentet valósítanak meg. Az alkalmazottra jutó mutatók (pl. alkalmazottra jutó EBIT, EBITDA) alapján az amerikai vállalatok jobb teljesítménye erőteljesen kirajzolódik, amit a méretgazdaságosság és a magasabb termelékenységi szintek is támogatnak.

A **jövedelmezőségi mutatók**, különösen a ROA, ROE és ROIC értékek tekintetében a közép-kelet-európai vállalatok teljesítettek jobban. A magasabb megtérülési mutatók arra utalnak, hogy e vállalatok hatékonyabban képesek felhasználni eszközeiket és tőkéjüket nyereségtermelésre, még alacsonyabb árbevétel és kisebb méret mellett is. A **ROIC modell** esetében például kizárólag a ROA érték szerepelt magyarázó változóként, mégis kiemelkedő illeszkedést mutatott (korrigált $R^2 = 0.884$, $\beta = 0.95$, $p < 0.001$), amely megerősíti, hogy az eszközarányos nyereségesség meghatározó tényezője a tőkehatékonyságnak.

Az **EPS modellben** a P/BV ráta bizonyult a legerősebb magyarázó változónak ($\beta = 0.84$, $p < 0.001$), amely könyv szerinti érték és a részvényesi megítélés kapcsolatára világít rá. A **ROE modellt** tekintve az EBITDA/ROA arány volt a domináns tényező ($\beta = 0.77$, $p < 0.001$), amely a belső működési hatékonyság fontosságát hangsúlyozza. A **P/BV modellben** az EPS értéke volt a legmeghatározóbb hatótényező ($\beta = 0.79$), amely a jövedelemtermelő képesség és befektetői bizalom összefüggésére utal. Ezek az eredmények statisztikailag is erősen megalapozottak ($p < 0.001$ minden modellben) és a modellek kiemelkedő magyarázó ereje (korrigált $R^2: 0.836 - 0.901$) is megerősíti, hogy az EPS, ROE, ROIC, valamint az értékteremtés képessége (EVA) a legmeghatározóbb pénzügyi tényezők az olajipari vállalatok teljesítményének és részvényesi értékének alakításában. Az eredményeket alátámasztja Babajide és Lawrence (2023) tanulmánya is, amely hasonló összefüggéseket mutatott ki.

Az **eladósodottsági mutatók** alapján az OMV Petrom rendelkezett a legkedvezőbb tőkeszerkezettel, mivel a saját tőke arány esetében volt a legmagasabb, míg az adósságráta és a tőkefeszültség a legalacsonyabb. Ezzel szemben a MOL eladósodottsága volt a legmagasabb, az idegen tőke/saját tőke aránya meghaladta a 100%-ot (lásd 19. ábra). Az amerikai Chevron és ExxonMobil közepes eladósodottsági szintet mutattak, de tőkefeszültségük meghaladta a régiós

vállalatokét. Ez alapján a MOL és az amerikai cégek nagyobb mértékben támaszkodtak idegen forrásokra, míg az OMV Petrom tőkeszerkezete kisebb pénzügyi kockázatot hordozott.

A **CAPM modell**, a **WACC** és **EVA mutatók** elemzése alapján jól kirajzolódik a régiós különbség. A nyugati vállalatok alacsonyabb tőkeköltséggel (WACC) 8-9% között és 2021 után erőteljesen pozitív EVA mutatókkal rendelkeznek (CVX: átlag 8.58 milliárd USD, XOM: átlag 15.7 milliárd USD), ami a befektetett tőke hatékony felhasználására utal. Ezzel szemben a közép-kelet-európai vállalatok, különösen az OMV Petrom a vizsgált periódusban átlagosan magasabb WACC értékekkel (10-15% között mozgott, némelyik évben meghaladta a 17%-ot az SNP vállalatnál) és negatív EVA átlaggal (MOL: -230.7 millió USD, SNP: -82.9 millió USD) működtek, amely korlátozott értékteremtési képességre utal.

Összegzésként elmondható, hogy az amerikai olajipari vállalatok (Chevron és ExxonMobil) pénzügyi teljesítménye kiegyensúlyozottabb, stabilabb és növekedésorientált képet mutatnak, különösen a likviditás, hatékonyság és tőkeköltség tekintetében. Ezzel szemben a közép-kelet-európai vállalatok (OMV Petrom, MOL) konzervatívabb tőkeszerkezettel és jobb pillanatnyi megtérülési mutatókkal, ám korlátozottabb értékteremtéssel és volatilisabb működéssel jellemezhetők. A vizsgált modellek és mutatók alapján a globális piacon a nyugati vállalatok jobb befektetői megítélésre számíthatnak, míg a régiós szereplők erőssége a stabil jövedelmezőségi és osztalékalapú vonzerő lehet.

Úgy gondolom, hogy nem választanék egy konkrét vállalatot a négy közül befektetési céllal, inkább diverzifikálnám a portfólióm. Az amerikai vállalatok stabilabbak, ezért azok nagyobb arányt tennének ki a befektetési portfóliómban, viszont a régiós vállalatok hozamai kedvezőbbek, de kockázatosabbak. Az olajipar egy volatilis, de stabil iparág, és szerintem a pénzügyi vonzerejét még számos évben fenntartja, mivel a gazdaság egyik alappillére a fosszilis energiahordozók iránti kereslet.

Felhasznált szakirodalom - Szakkönyvek

1. Baranyai , Zsolt, László Nagy, és Katalin Huzdik. *Pénzügyekről józanul - Bevezetés a pénzügyi elemzés világába*. Budapest: Nemzeti Közszerológati Egyetem, 2020.
2. Baranyai, Zsolt, Fenyves Veronika, Pupos Tibor, Takács István, és Tarnóczi Tibor. *Gazdasági elemzés (Elméleti jegyzet)*. Debrecen: Debreceni egyetem, AGTC, 2013.
3. Bodie, Kane, és Marcus. *Befektetések I*. Budapest: Tanszék Kft., 1996.
4. Bodie, Kane, és Marcus. *Befektetések II*. Budapest: Tanszék Kft., 1996.
5. Brealey, Richard A., és Stuwart C. Meyers. *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest: Panem Kft., 2011.
6. Copland, Tom, Tim Coller, és Jack Murrin. *Vállalatértékelés*. Budapest: Panem - John Wiley & Sons, 1999.
7. Damodaran, Aswath. *A befektetések értékelése*. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft., 2006.
8. Dr. Bíró, Báborka Eszter. *Bevezetés a befektetések világába*. Kolozsvár: Risoprint Kiadó, 2022.
9. Dr. Bíró, Tibor, Péter Kresalek, József Dr. Pucsek, és Imre Dr. Sztanó. *A vállalkozások tevékenységének komplex elemzése*. Budapest: Perfekt Kiadó, 2016.
10. Fazakas, Gergely, Bencéné Gáspár , és Renáta Soós. *Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba*. Budapest: Tanszék Kft. Kiadó, 2003.
11. Fazakas, Gergely. *Vállalati pénzügyek 2*. Budapest: Tanszék KFT, 2018.
12. Fenyves, Veronika, Éva Darabos, és Attila Rózsa. *Számviteli és pénzügyi alapismeretek*. Debrecen: Debreceni Egyetem, 2020.
13. Harrington, Diana R. *Vállalatok pénzügyi elemzése (Döntések egy globális üzleti környezetben)*. Virginia, USA: Kossuth Könyvkiadó, 1995.
14. Pupos, Tibor. *Pénzügyi menedzsment (Egyetemi tankönyv)*. Keszthely: Debreceni Egyetem, Pannon Egyetem, Szegedi Tudományegyetem, 2011.
15. Ulbert, József, Bernadett Mohácsi, Mónika Kuti, Vivien Csapi, és Éva Pintér. *Vállalati pénzügyek kézikönyv*. Pécs: Pécsi Tudományegyetem, 2018.
16. Virág, Miklós, Tamás Kristóf , Attila Fiáth , és Judit Varsányi. *Pénzügyi elemzés, csődelőrejelzés, válláskezelés*. Budapest: Kossuth Kiadó, 2013.

Tudományos/Szakmai cikkek, folyóiratok, jelentések

1. Canacol Energy Ltd. *Canacol Energy Ltd. Reports Net Income of \$86 million for the Year Ended December 31, 2023*. Calgary : Canacol Energy Ltd., 2023.
2. Ali, Anis, J.A. Ali Basel, és N. Fatima. „Pre and Post-COVID-19 Financial Performance of Oil and Gas Companies: An Absolute and Relational Study of Financial Variables.” *International Journal of Sustainable Development and Planning*, 18(1), 2023: 69-77.
3. Alipour, M., S. Mollah, és S.J.H Shahzad. „Oil market volatility, working capital management, and firm performance: Evidence from oil and gas companies.” *Energy Economics*, 2022: 106125.
4. Asman, F. N., D. Fernandez, N. A. Jamaludin , és H.O. Zaki. „Cash Conversion Cycle and Firm’s Performance.” *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2022.
5. Babajide, Fadaka F., és Ajayi B. Lawrence. „Financial Structure and Financial Performance of Listed Multinational Oil Companies.” *Journal of Management Sciences*, 2023: 13.
6. Baidoo, Dennis Amponsah. „Factors Influencing Capital Structure: An Empirical Evaluation of Major Oil and Gas Producing Companies Operating in Ghana.” *International Journal of Finance Research*, 2022: 294-313.
7. Balli, Faruk, Thi Thu Ha Nguyen, és Hatice Balli O. „Dynamic connectedness between crude oil and equity markets: What about the effects of firm’s solvency and profitability positions?” *Journal of Commodity Markets* 100348., 2023: 31.
8. Basile, Vincenzo, Nunzia Capobianco, és Roberto Vona. „The usefulness of sustainable business models: Analysis from oil and gas industry.” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021: 1081-1821.
9. Canacol Energy Ltd. *Canacol Energy Ltd. Achieves 169% 2P Reserve Replacement Ratio Increasing 2P Reserves to 652 Bcfe with a Before Tax Value of US\$1.9 Billion*. Calgary: Canacol Energy Ltd., 2025.
10. Cerna, Cano, Beatriz Diana, Cruz Linares, Paola Jhozelin, Rodriguez Puican , és Hugo Victor. „Accounts receivable in liquidity: case Oil & Lam E.I.R.L. 2018–2020, Peru.” *Sapienza: International Journal of Interdisciplinary Studies*, 2022.
11. Christianto, David, és Anita Munir. „Analysis of the Effect of Liquidity, Leverage and Fixed Asset Turnover to Return on Assets of Oil and Gas Mining Sub-Sector Companies (Listed in IDX for the Period 2018–2021).” *Journal of Management and Leadership*, 2022: 14-26.
12. Considine , Jennifer, Emre Hatipoglu, és Abdullah Aldayel . „The sensitivity of oil price shocks to preexisting market conditions: A GVAR analysis.” *Journal of Commodity Markets*, 2022: 100225.
13. Deepikah , Gahlan, és Mohit Kohli. „Financial Health Analysis of Gas Industries with Special Reference to Petronet LNG Limited.” *Gateway International Journal of Innovative Research*, 2(1), 84–98., 2023.

14. Deloitte LLP. *Energy, oil, and gas price forecast: The future of industrial carbon pricing and the impact of uncertainty on decarbonization*. Industry Outlook Report, Toronto: Deloitte Canada, 2024.
15. Ebire, Kolawole, Lucy Otsoge Onmonya, Christopher Enny Ofikwu, és Deborah Fadekmi Adegbenro. „Working Capital Management and Financial Performance: Evidence from Alternative Energy Firms in the UK.” *International Journal of Professional Business Review*, 2024: 1-21.
16. EIA. „World Energy Outlook.” *IEA*. 2024. <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2024>.
17. Epicorp. *Epicorp*. 2024. <https://epicorp.com.eg/financial-ratios-for-oil-and-gas-industry/> (hozzáférés dátuma: 2025. 04 09).
18. ExxonMobil. *ExxonMobil Global Outlook: Executive Summary 2024*. Global Energy Outlook, Irving (Texas): ExxonMobil Corporation, 2024.
19. Fejér-Király, Gergely. *Csődjelölő modellek alkalmazhatósága Hargita megyei vállalkozásoknál (PhD értekezés)*. Gödöllő: Szent István Egyetem Gödöllő, 2016.
20. Hajiyev , Nazmin, Shafag Abdullayeva, és Esamira Abdullayeva. „Financial stability strategies for oil companies amidst high volatility in the global oil products market.” *Energy Strategy Reviews*, 2024: 101377.
21. Huda, Md. Nazmul, és Md, Abdus Sabur. „Performance Evaluation: The Impact of the Financial Ratios on Profitability Performance of Natural Gas Distribution Companies in Bangladesh.” *International Journal of Research – Granthaalayah*, 2025: 115-133.
22. IPOPEMA Securities S.A. *OMV Petrom - Research Coverage Report*. Equity Research Report, Warsaw : IPOPEMA Securities S.A., 2023.
23. Juhász, P., és Á. Szabó. „The Impact of the COVID-19 Crisis on Corporate Value.” In *Focus on Change – International Trends in Finance and Accounting Education and Research*, szerző: P. Juhász és Á. Szabó, 164-181. Budapest: Corvinus University of Budapest, 2021.
24. Kurina, A. D., M. I. Sundarta, és Yudiana. „Analysis of Financial Ratios to Measure Financial Performance in the Oil and Gas Industry Listed on the Indonesia Stock Exchange for the Period 2017–2021.” *Jurnal Harmoni*, 2(1), 2023: 25–36.
25. Lalithchandra, B. N., és N. Rajendhiran. „Liquidity Ratio: An Important Financial Metrics.” *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(2), 2021: 1113–1114.
26. MBH Befektetési Bank. *Részvényelemzés - MOL Magyarország*. Equity Research Report, Budapest: MBH Befektetési Bank, 2025.
27. McKinsey & Company. *The productivity prize in oil and gas: Lessons from top performers*. 2022. 11 03. (hozzáférés dátuma: 2025. 04 09).
28. Nga, Nguyen Thi Viet, és Giang Ngoc Long. „The choice of capital structure: A study on energy industry in a developing country.” *Accounting*, 2021: 289-294.

29. Nguyen, H. M., és H. V. Le. „The role of cash holdings during COVID-19 pandemic: Impact on corporate risk-taking behavior.” *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, 2022: 462-470.
30. Nyambura, Ngugi A. „Working Capital Management and Financial Performance of Petroleum Firms in Nairobi City County, Kenya.” *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, 2021: 33-58.
31. Organization of the Petroleum Exporting Countries. *OPEC Annual Statistical Bulletin 2023*. Annual Report, Vienna: OPEC, 2023.
32. Ratti, Ronald A, és Joaquin L Vespignani. „Oil Prices and Global Factor Macroeconomic Variables.” *Energy Economics*, 2016: 198-212.
33. Shalini, R., és Mahua Biswas. „An Empirical Study on the Capital Structure of Oil and Gas Companies in India.” *IPASJ International Journal of Management*, 2017: 1-7.
34. Situmoarg, Doan Yoseptian, Harry Budiharjo Sulistyarso , és Diah Lufti Wijayanti. „Examining the Relation Between Reserves Replacement Ratio, Production, Proven Reserves and Upstream Oil & Gas Investment in Indonesia (2010–2022).” *Journal of Energy Research and Reviews*, 2025: 42-56.
35. Stevens, Paul. „The Role of Oil and Gas in the Economic Development of the Global Economy.” In *Extractive Industries: The Management of Resources as a Driver of Sustainable Development*, szerző: Paul Stevens, 71-90. Oxford: Oxford University Press, 2018.
36. Sudarsono, A., és A. S. Harahap. „Financial Performance Evaluation Based on Economic Value-Added at PT XYY (Persero) Tbk.” *Journal of Social Science*, 2023: 752-762.
37. Takiullin, Artur. *Financial Statement Analysis of American International Energy Companies: Case Study ExxonMobil, Chevron and Occidental Petroleum*. Bachelor's thesis, Lappeenranta: LAB University of Applied Sciences, 2024.
38. World Energy Agency. „World Energy Outlook.” 2024.
39. World Oil Staff. *World Oil: The reserves replacement dilemma: Can intelligent digital technologies fill the supply gap?* 2024. 04 18. <https://www.worldoil.com/news/2024/4/18/the-reserves-replacement-dilemma-can-intelligent-digital-technologies-fill-the-supply-gap/> (hozzáférés dátuma: 2025. 04 12).
40. Zaccomer, Judit. *Mol részvények estek vagy keltek?* – *A koronavírus hatása a kisbefektetőkre*. Zalaegerszeg : Pannon University, Faculty of Business and Economics, 2023.
41. Zhang, Junbo. „A Financial Analysis and Valuation of Occidental Petroleum Corporation.” *Highlights in Business, Economics and Management FTMM* (NingboTech University) 40 (2024): 700-706.
42. Zhang, Yukun. „A Financial Analysis and Valuation of Chevron Corporation.” *ICEMGD 2024 Workshop*. Macau: The Authors, 2024. 172-179.
43. OMV Petrom S.A. Éves beszámolóí és pénzügyi kimutatásai 2017 és 2023 között

44. MOL Magyar Olaj- és Gázipari Nyrt. Éves beszámolói és pénzügyi kimutatásai 2017 és 2023 között
45. Chevron Corporation Éves beszámolói és pénzügyi kimutatásai 2017 és 2023 között
46. ExxonMobil Corporation Éves beszámolói és kimutatásai 2017 és 2023 között

Táblázatok jegyzéke

1. **táblázat:** Likviditási mutatószámok..... 11
2. **táblázat:** Hatékonysági mutatószámok..... 12
3. **táblázat:** Jövedelmezőségi mutatószámok..... 14
4. **táblázat:** Eladósodottsági mutatószámok 17
5. **táblázat:** Piaci mutatószámok..... 18
6. **táblázat:** Az Amerikai Egyesült Államok és Európa olajipari vállalatainak ROIC és ROE mutatói 2017 – 2024 között.....**Error! Bookmark not defined.**
7. **táblázat:** Az Amerikai Egyesült Államok és Európa olajipari vállalatainak P/E és P/BV mutatói 2017 – 2024 között.....**Error! Bookmark not defined.**
8. **táblázat:** IAS/IFRS és a US GAAP közötti főbb különbségek.....**Error! Bookmark not defined.**
9. **táblázat:** Olajipari vállalatok befektetett- és forgóeszközök aránya 2017 – 2024 között.....**Error! Bookmark not defined.**
10. **táblázat:** Olajipari vállalatok összes bevételének és költségének, valamint nettó árbevételének százalékos változásai 2017 – 2024 között.....**Error! Bookmark not defined.**
11. **táblázat:** Olajipari vállalatok tőkeellátottsága és kötelezettségeinek aránya 2017 – 2024 között (%)**Error! Bookmark not defined.**
12. **táblázat:** Olajipari vállalatok készletek, követelések és kereskedelmi tartozások forgási ideje napokban 2017 – 2024 között**Error! Bookmark not defined.**
13. **táblázat:** Olajipari vállalatok tartozásainak lefedettsége 2017 – 2024 között **Error! Bookmark not defined.**
14. **táblázat:** Olajipari vállalatok Piaci kapitalizációja (Tőkeértéke) 2017 – 2024 között**Error! Bookmark not defined.**
15. **táblázat:** Olajipari vállalatok osztalékfizetési rátája és osztalékhozama 2017 – 2024 között **Error! Bookmark not defined.**
16. **táblázat:** Olajipari vállalatok rezervációs rátája (RRR) 2017 – 2024 között.. **Error! Bookmark not defined.**
17. **táblázat:** Olajipari vállalatok olajár-érzékenység mutatója 2017 – 2024 között (%)**Error! Bookmark not defined.**
18. **táblázat:** Olajipari vállalatok átlagos ROE és rE értékeinek (CAPM szerint) összehasonlítása a 2017 – 2024 közötti időszakra (%)**Error! Bookmark not defined.**
19. **táblázat:** Olajipari vállalatok átlagos ROA és WACC modelljének összehasonlítása a 2017 – 2024 közötti időszakra (%)**Error! Bookmark not defined.**
20. **táblázat:** A regressziós modellek eredményeinek részletes összegzése 2017 – 2024 között 62

Melléklet táblázatai

- 1. táblázat:** Olajipari vállalatok alkalmazottra eső EBIT, EBITDA és árbevétel mutatói 2017 – 2023 között (USD)..... 75
- 2. táblázat:** Olajipari vállalatok ROA, ROE, ROS, ROIC mutatói 2017 – 2023 között (%) 75
- 4. táblázat:** Olajipari vállalatok rövid- és hosszú távú eladósodottsága 2017 – 2023 között (%)..... 76
- 5. táblázat:** Olajipari vállalatok EVA mutatója 2017 – 2023 között (Milliárd USD)..... 76

Ábrák jegyzéke

1. ábra: A tradicionális tőkeelmélet (U görbe).....	16
2. ábra: Olajipari vállalatok globális ROIC és ROE mutatója 2017 – 2024 között	20
3. ábra: Olajipari vállalatok globális P/E és P/BV mutatói 2017 – 2024 között.....	21
6. ábra: Globális fogyasztói árindex 1999 – 2013 között.....	25
5. ábra: Globális ipari termelés 1999 – 2023 között	25
4. ábra: A világgazdaságban lévő pénzmennyiség 1999 – 2013 (USD)	25
7. ábra: A kitermelés és a gazdasági fejlődés közötti kapcsolat.....	26
8. ábra: Az energiaágazat finanszírozási jellemzői az APS és NZE forgatókönyvek alapján, 2023 és 2035 közötti időszakra.....	27
9. ábra: Olajipari vállalatok eszközei 2017 - 2024 között (Milliárd USD).....	35
10. ábra: Olajipari vállalatok éves eredménye 2017 – 2024 között (Milliárd USD)	36
11. ábra: Olajipari vállalatok általános likviditása 2017 – 2024 között.....	38
12. ábra: Olajipari vállalatok likviditási gyorsrátája 2017 – 2024 között.....	39
13. ábra: Olajipari vállalatok pénzhányad mutatója 2017 – 2024 között	40
14. ábra: Olajipari vállalatok pénzkonverziós ciklus (CCC) mutatója 2017-2024 között (nap)	43
15. ábra: Olajipari vállalatok Saját tőke arányos nyeresége a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)......	44
16. ábra: Olajipari vállalatok befektetett tőkájének hozama a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)......	45
17. ábra: Olajipari vállalatok alternatív eszközarányos nyeresége (EBITDA ROA) 2017 – 2024 között (%).....	46
18. ábra: Olajipari vállalatok saját tőkájének aránya 2017 – 2024 között.....	47
19. ábra: Olajipari vállalatok eladósodottsági foka 2017 – 2024 között	48
20. ábra: Olajipari vállalatok tőkefeszültségi mutatója 2017 – 2024 között	48
21. ábra: Olajipari vállalatok adósságrátája 2017 – 2024 között.....	49
22. ábra: Olajipari vállalatok Idegen tőke/Saját tőke aránya a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)......	50
23. ábra: Olajipari vállalatok árfolyam/nyereség (P/E) mutatója a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között.....	51
24. ábra: Olajipari vállalatok Árfolyam/Könyv szerinti érték (P/BV) mutatója a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között.....	52

25. ábra: Olajipari vállalatok Egy részvényre jutó nyereség (EPS) mutatója 2017 – 2024 között	54
26. ábra: Olajipari vállalatok Tartalékélettartam (RLI) mutatója 2017 – 2024 között (év)	55
16. táblázat: Olajipari vállalatok rezervációs rátája (RRR) 2017 – 2024 között	56
27. ábra: Olajipari vállalatok WACC-je a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (%)	58
28. ábra: Olajipari vállalatok EVA mutatója a globális iparági átlaghoz viszonyítva 2017 – 2024 között (Milliárd USD).....	59
29. ábra: Olajipari vállalatok átlagos ROE és rE-je (CAPM szerint) 2017 – 2024 között (%)	59
30. ábra: Olajipari vállalatok átlagos ROA és WACC-je 2017 – 2024 között (%).....	60

Mellékletek

1. táblázat: Olajipari vállalatok alkalmazottra eső EBIT, EBITDA és árbevétel mutatói 2017 – 2023 között (USD)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Hatékonyság (ezer USD)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Alkalmazottra eső EBIT	SNP	48,836	85,115	83,750	37,025	95,714	396,165	155,402	159,814	132,728
	MOL	42,247	38,028	32,212	(2,388)	72,263	159,681	77,411	58,774	59,778
	CVX	183,694	438,321	131,468	(141,528)	524,733	1,144,688	659,057	620,336	445,096
	XOM	276,940	446,746	278,852	(385,069)	510,810	1,260,851	872,065	818,867	510,008
Alkalmazottra eső EBITDA	SNP	562,759	710,761	532,497	253,944	837,905	1,646,726	1,207,691	1,203,793	869,509
	MOL	76,456	81,880	74,269	55,344	127,460	214,527	130,426	114,322	109,336
	CVX	421,427	538,368	217,315	(47,281)	617,772	1,236,646	751,601	724,447	557,537
	XOM	562,759	710,761	532,497	253,944	837,905	1,646,726	1,207,691	1,203,793	869,509
Alkalmazottra eső árbevétel	SNP	263,637	333,740	395,906	342,386	722,344	1,769,520	1,077,033	947,859	731,553
	MOL	444,018	551,031	566,490	450,171	664,728	1,138,150	1,001,276	1,006,749	727,827
	CVX	2,596,426	3,266,430	2,903,028	1,979,031	3,653,152	5,376,021	4,318,268	4,269,813	3,545,271
	XOM	3,407,500	3,934,254	3,412,323	2,480,194	4,391,937	6,399,278	5,442,228	5,570,558	4,379,784

2. táblázat: Olajipari vállalatok ROA, ROE, ROS, ROIC mutatói 2017 – 2023 között (%)

(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Jövedelmezőségi mutatók (%)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Eszközarányos nyereség (ROA)	SNP	5.83%	9.01%	7.70%	2.95%	5.45%	17.95%	6.96%	7.36%	7.90%
	MOL	7.48%	6.63%	4.45%	-0.98%	8.46%	11.45%	7.37%	4.20%	6.13%
	CVX	3.65%	5.85%	1.20%	-2.32%	6.55%	13.82%	8.18%	6.91%	5.48%
	XOM	5.69%	6.19%	4.07%	-6.99%	6.96%	15.60%	9.93%	7.73%	6.15%
Sajáttőke arányos nyereség (ROE)	SNP	8.71%	12.80%	11.02%	4.32%	8.18%	26.28%	10.40%	11.01%	11.59%
	MOL	15.39%	13.23%	9.32%	-2.18%	17.80%	22.74%	13.52%	7.64%	12.18%
	CVX	6.21%	9.55%	1.96%	-4.19%	11.21%	22.22%	13.22%	11.59%	8.97%
	XOM	10.20%	10.79%	7.43%	-14.17%	13.43%	28.44%	17.58%	12.96%	10.83%
Árbevétel arányos nyereség (ROS)	SNP	16.25%	21.77%	18.00%	9.34%	11.40%	18.39%	11.66%	13.96%	15.10%
	MOL	7.66%	5.91%	4.34%	-1.35%	9.54%	9.24%	6.37%	3.88%	5.70%
	CVX	6.88%	9.35%	2.03%	-5.89%	10.08%	15.11%	10.87%	9.18%	7.20%
	XOM	8.37%	7.67%	5.78%	-13.02%	8.53%	14.44%	11.16%	10.34%	6.66%
Befektetett tőke hozama (ROIC)	SNP	7.86%	13.56%	11.61%	4.66%	10.20%	35.65%	13.63%	13.00%	13.77%
	MOL	8.83%	8.81%	5.64%	-0.43%	10.48%	18.98%	9.57%	6.70%	8.57%
	CVX	3.21%	9.52%	3.15%	-3.18%	10.69%	25.00%	14.18%	14.25%	9.60%
	XOM	4.02%	8.43%	5.30%	-7.64%	8.53%	21.21%	14.39%	10.39%	8.08%

3. táblázat: Olajipari vállalatok Rövid- és Hosszú lejáratú kötelezettségeinek részaránya, valamint a szállítói hiteleinek aránya 2017 – 2023 között (%)
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Eladósodottsági mutatók 3.		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Rövid lejáratú kötelezettségek részaránya	SNP	84%	93%	90%	93%	96%	97%	96%	92%	93%
	MOL	54%	61%	55%	45%	49%	64%	53%	50%	54%
	CVX	27%	28%	29%	21%	27%	35%	32%	37%	29%
	XOM	37%	39%	39%	33%	35%	41%	40%	38%	38%
Hosszú lejáratú kötelezettségek részaránya	SNP	16%	7%	10%	7%	4%	3%	4%	8%	7%
	MOL	46%	39%	45%	55%	51%	36%	47%	50%	46%
	CVX	73%	72%	71%	79%	73%	65%	68%	63%	71%
	XOM	63%	61%	61%	67%	65%	59%	60%	62%	62%
Szállítói hitelek aránya	SNP	57%	44%	48%	46%	33%	47%	48%	48%	46%
	MOL	44%	41%	43%	40%	51%	40%	52%	47%	45%
	CVX	53%	51%	53%	49%	61%	55%	63%	57%	55%
	XOM	64%	65%	65%	62%	90%	92%	89%	87%	77%

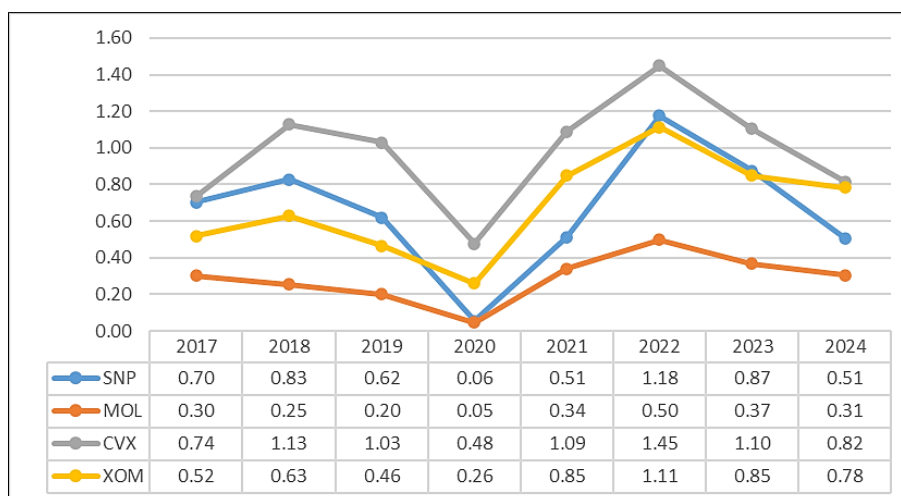
4. táblázat: Olajipari vállalatok rövid- és hosszú távú eladósodottsága 2017 – 2023 között (%)
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

Eladósodottsági mutatók 2.		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Rövid távú eladósodottság	SNP	9%	12%	12%	12%	18%	15%	14%	14%	13%
	MOL	28%	30%	29%	25%	26%	32%	24%	23%	27%
	CVX	11%	11%	11%	9%	11%	13%	12%	15%	12%
	XOM	17%	17%	18%	17%	17%	19%	17%	16%	17%
Hosszú távú eladósodottság	SNP	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	MOL	24%	20%	24%	30%	27%	18%	22%	22%	23%
	CVX	30%	28%	28%	35%	30%	25%	26%	25%	28%
	XOM	28%	26%	27%	34%	31%	26%	26%	25%	28%

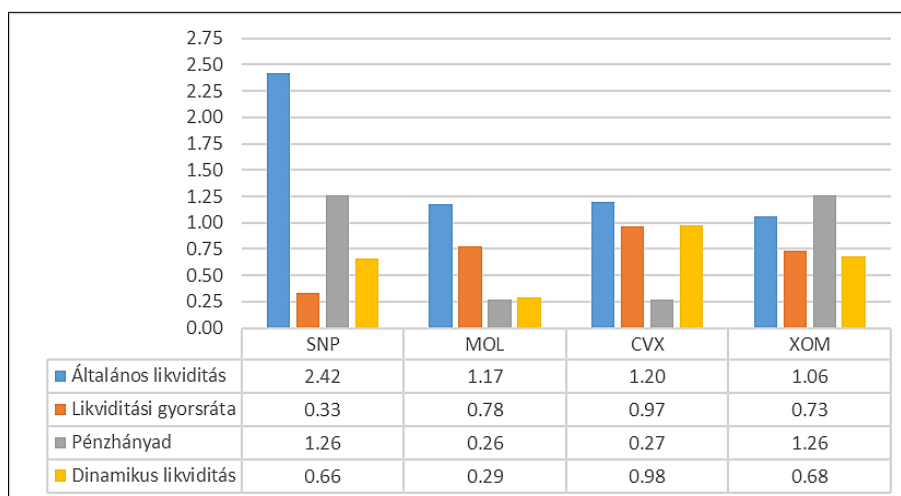
5. táblázat: Olajipari vállalatok EVA mutatója 2017 – 2023 között (Milliárd USD)
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)

EVA (Milliárd USD)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Átlag
Vállalatok gazdasági hozzáadott értéke (EVA)	SNP	-0.626	-0.259	-0.369	-0.549	-0.120	1.383	-0.168	0.045	-0.08
	MOL	-0.449	-0.345	-0.653	-1.120	0.356	1.512	-0.519	-0.628	-0.23
	CVX	-9.075	-0.946	-9.594	-17.037	4.599	17.396	4.793	7.549	-0.29
	XOM	-11.856	-2.081	-8.606	-38.642	5.658	31.871	14.512	10.828	0.21

1. **ábra:** Olajipari vállalatok dinamikus likviditása 2017 – 2024 között
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



2. **ábra:** Olajipari vállalatok átlagos likviditási mutatói 2017 – 2024 között
(Forrás: Saját szerkesztés a vállalatok éves beszámolóí alapján)



Hallgatói nyilatkozat

Konzulensi nyilatkozat

MATE Szervezeti és Működési Szabályzat

III. Hallgatói Követelményrendszer

III.1. Tanulmányi és Vizsgaszabályzat

6.13. sz. függeléke: A MATE egységes szakdolgozat / diplomadolgozat / záródolgozat / portfólió készítési útmutatója

4.2. sz. melléklete: Nyilatkozat a záródolgozat/szakdolgozat/diplomadolgozat/portfólió nyilvános hozzáféréséről és eredetiségéről (módosítva: 2025. október 16.)

NYILATKOZAT

a diplomadolgozat nyilvános hozzáféréséről és eredetiségéről

A hallgató neve: **Boldizsár Attila**
A Hallgató Neptun kódja: **S81BI1**
A dolgozat címe: **Hazai, Külföldi és Nemzetközi olajipari vállalatok összehasonlító pénzügyi elemzése**
A megjelenés éve: **2025**
A konzulens intézetének neve: **Vidékfejlesztési és Fenntartható Gazdasági Intézet**
A konzulens tanszékének a neve: **Befektetési, Pénzügyi és Számviteli tanszék**

Kijelentem, hogy az általam benyújtott záródolgozat/szakdolgozat/diplomadolgozat/portfólió¹ egyéni, eredeti jellegű, saját szellemi alkotásom. Azon részeket, melyeket más szerzők munkájából vettem át, egyértelműen megjelöltem, és az irodalomjegyzékben szerepeltettem. Továbbá kijelentem, hogy a dolgozat elkészítése során alkalmazott mesterséges intelligencia-eszközök (pl. szöveggenerálás, nyelvi javítás, fordítás, adatelemzés) használata nem helyettesítette a saját kutatási és alkotói munkámat, azok alkalmazását a források között vagy a módszertani részben feltüntettem, és a szakmai-etikai elvárásoknak megfelelően jártam el.

Ha a fenti nyilatkozattal valótlan állítottam, tudomásul veszem, hogy a záróvizsga-bizottság a záróvizsgából kizár és a záróvizsgát csak új dolgozat készítése után tehetek.

A leadott dolgozat, mely PDF dokumentum, szerkesztését nem, megtekintését és nyomtatását engedélyezem.

Tudomásul veszem, hogy az általam készített dolgozatra, mint szellemi alkotás felhasználására, hasznosítására a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem mindenkor szellemi tulajdon-kezelési szabályzatában megfogalmazottak érvényesek.

Tudomásul veszem, hogy dolgozatom elektronikus változata feltöltésre kerül a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem könyvtári repozitori rendszerébe. Tudomásul veszem, hogy a megvédett és

- nem titkosított dolgozat a védést követően
- titkosításra engedélyezett dolgozat a benyújtásától számított 5 év eltelte után nyilvánosan elérhető és kereshető lesz az Egyetem könyvtári repozitori rendszerében.

Kelt: **Budapest, 2025 év október hó 30 nap**



Hallgató aláírása

¹ A megfelelő dolgozattípus meghagyása mellett a többi típus törlendő.

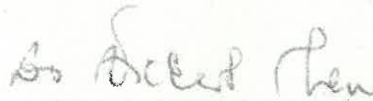
NYILATKOZAT

BOLDIZSÁR ATTILA (név) (hallgató Neptun azonosítója: **S81B11**) konzulenseként nyilatkozom arról, hogy a diplomadolgozatot áttekintettem, a hallgatót az irodalmi források korrekt kezelésének követelményeiről, jogi és etikai szabályairól tájékoztattam.

A diplomadolgozatot a záróvizsgán történő védésre javaslom / **nem javaslom**¹.

A dolgozat állam- vagy szolgálati titkot tartalmaz: igen nem^{*2}

Kelt: 2025. év október hó 30. nap



belső konzulens

¹ A megfelelő aláhúzendó.

² A megfelelő aláhúzendó.

Hallgatók, doktoranduszok nyilatkozata mesterséges intelligencia (MI) alkalmazásáról

1. Általános adatok

Hallgató neve:	BOLDIZSÁR ATTILA
Neptun-kódja:	S81BI1
Képzési szint (a megfelelőt jelölje X-szel):	<input type="checkbox"/> BSc/BA <input checked="" type="checkbox"/> MSc/MA <input type="checkbox"/> Doktori (PhD) <input type="checkbox"/> Egyéb:
Tantárgy neve/kódja*:	Diplomadolgozat 3.
A munka címe:	Hazai, Külföldi és Nemzetközi olajipari vállalatok összehasonlító pénzügyi elemzése

* doktori értekezés esetén nem kitöltendő

2. Nyilatkozat az MI használatáról

Alulírott, etikai felelősségem teljes tudatában az alábbi nyilatkozatot teszem:

(Kérjük, válasszon egyet az alábbi lehetőségek közül!)

A) Nem alkalmaztam mesterséges intelligencia rendszert vagy szolgáltatást.

(Amennyiben ezt jelölte, a további táblázatok kitöltése nem szükséges.)

B) Alkalmaztam mesterséges intelligencia rendszert vagy szolgáltatást.

(Kérjük, töltsse ki a vonatkozó táblázatokat!)

3. A mesterséges intelligencia használatának részletezése

I. TÁBLÁZAT: Asszisztensi vagy kisebb mértékű felhasználás (pl. fordítás, nyelvi korrektúra, ötletelés stb.)

(Ezen felhasználások esetében a konkrét promptok és válaszok csatolása nem szükséges.)

A felhasználás célja	Alkalmazott MI-eszköz neve és verziója	Érintett rész (ha nem a szöveg egészére vonatkozik)

II. TÁBLÁZAT: Jelentős tartalmi hozzájárulás (pl. egy teljes ábra vagy egy hosszabb szövegrész generálása)

(Ezekben az esetekben a felhasznált kulcsfontosságú promptok és az MI által adott nyers válaszok dokumentálása és a munka mellékletében való csatolása szükséges.)

A felhasználás célja	Alkalmazott eszköz verziója, elérhetősége	MI-neve, Az érintett fejezet / ábra / táblázat pontos sorszáma	A prompt-naplót tartalmazó melléklet bejegyzésének sorszáma

3/A. Oktató által előírt kiegészítő szabályok (ha vannak)

Amennyiben az adott tantárgy oktatója vagy témavezetője az MI-eszközök használatára vonatkozóan külön szabályokat vagy elvárásokat határozott meg, kérjük, az alábbi mezőben foglalja össze ezeket:

Pl. az MI használatának tilalma bizonyos feladattípusokra; csak konkrét eszköz használata engedélyezett; eltérő hivatkozási elvárások; dokumentációs forma stb.

Oktató vagy témavezető által előírt szabályok:

.....

.....

.....

.....

4. Minden hallgatóra vonatkozó nyilatkozat:

Kijelentem, hogy az MI által esetlegesen generált tartalmakat minden esetben kritikailag felülvizsgáltam, szerkesztettem és a munkába illesztettem. A leadott munka minden eleméért, annak eredetiségéért és tudományos helytállóságáért teljes körű felelősséget vállalok. Tudomásul veszem, hogy a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem a benyújtott munkát mesterséges intelligencia detektorral ellenőrizheti, és eljárást kezdeményezhet, amennyiben a nyilatkozatom valótlan vagy hiányos.

Kelt: Budapest, 2025. október hó 30 nap

Boldissan

Hallgató aláírása

Dr. Bócsai Péter

Konzulens/Témavezető aláírása