

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POSEBNOSTI BANČNE KREDITNE ANALIZE
HITRORASTOČIH PODJETIJ**

Ljubljana, februar 2016

MATIC DIMNIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Matic Dimnik, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Posebnosti bančne kreditne analize hitrorastočih podjetij, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Darjo Peljhan.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ul. L. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 10.02.2016

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TVEGANJA V BANKAH	4
1.1 Vrste tveganj v bankah	4
1.2 Kreditno tveganje v bankah	6
1.3 Kreditna sposobnost	8
1.3.1 Kreditna analiza.....	9
1.3.2 Kreditna analiza v bankah	11
1.3.3 Bonitetne hiše	13
1.3.4 Nepravilnosti pri kreditni analizi bank.....	14
2 OPREDELITEV RASTI PODJETJA	16
2.1 Strategije rasti	18
2.1.1 Intenzivne strategije	19
2.1.2 Strategije integracije.....	20
2.1.3 Strategija diverzifikacije	21
2.2 Zasedovanje hitre rasti.....	22
2.3 Nevarnosti hitre rasti z vidika bank	23
3 EMPIRIČNA ANALIZA	25
3.1 Predstavitev skupin in kriterijev	26
3.2 Analiza finančno-računovodskih postavk	28
3.2.1 Prihodki	29
3.2.2 Poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo.....	30
3.2.3 Poslovni izid.....	32
3.2.4 Celotna sredstva	32
3.2.5 Kapital	33
3.2.6 Število zaposlenih	33
3.2.7 Pravne oblike podjetij.....	34
3.2.8 Starost podjetij.....	34
3.3 Analiza finančnih kazalnikov	35
3.3.1 Velikost in kazalniki učinkovitosti.....	36
3.3.2 Kazalniki donosnosti	38
3.3.3 Kazalniki finančne strukture	41
3.3.4 Kazalniki likvidnosti	45
3.3.5 Kazalniki obračanja.....	48
3.3.6 Kazalniki odplačilne sposobnosti.....	51

3.3.7	Ostali kazalniki.....	54
3.4	Predstavitev ankete	57
3.4.1	Metodologija	58
3.4.2	Značilnosti vzorca	59
3.5	Predstavitev in razlaga rezultatov	62
3.5.1	Rast hitrorastočih podjetij	62
3.5.2	Zaznan odnos bank.....	63
3.5.3	Ugodnost prejete ponudbe.....	66
3.5.4	Poslovanje z bankami.....	67
3.6	Predlogi za izboljšave.....	68
	SKLEP	70
	LITERATURA IN VIRI	73
	PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1:	Bančna tveganja.....	6
Slika 2:	Faze razvoja po Churchill-Lewisovem modelu rasti podjetja	17
Slika 3:	Rast zaposlenih in prihodkov podjetij v vzorcu v obdobju 2012-2014	62
Slika 4:	Osredotočanje bank pri sklepanju prvega kreditnega posla s hitrorastočim podjetjem	65
Slika 5:	Osredotočanje bank med tekočim poslovanjem s hitrorastočim podjetjem.....	66

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Rast prihodkov podjetij po skupinah.....	30
Tabela 2:	Pravne oblike podjetij po skupinah	34
Tabela 3:	Velikost podjetij v vzorcu po kriterijih ZGD-1	36
Tabela 4:	Velikost podjetij v vzorcu ankete glede na število zaposlenih.....	60
Tabela 5:	Velikost podjetij v vzorcu ankete glede na prodajo v EUR	60
Tabela 6:	Struktura podjetij v vzorcu glede na starost podjetja	61
Tabela 7:	Pridobivanje potrebnih sredstev za rast.....	63
Tabela 8:	Zaznava odnosa bank do hitrorastočega podjetja med pogajanjem prvega kreditnega posla.....	64
Tabela 9:	Zaznava odnosa bank do hitrorastočih podjetij med tekočim poslovanjem.....	65

UVOD

Ko govorimo o poslovanju podjetja, skoraj ne moremo mimo besede rast. Pa naj bo to o rasti prihodkov od prodaje, rasti dobička, rasti cene delnice, rasti dividende (če jo podjetje izplačuje) do, nenazadnje, rasti samega podjetja. Rast podjetja je ena glavnih tem v podjetništvu in organizacijskih razvojnih teorijah, kjer naj bi za mikro ter majhna podjetja načeloma veljalo, da so zavezana k rasti podjetja (Van de Ven & Poole, 1995). Vendar raziskave kažejo, da manj kot 10% vseh zagonskih (angl. *start-up*) in nastajajočih podjetij pričakuje zaposlitev dvajsetih ali več zaposlenih v obdobju naslednjih petih let. Večina podjetnikov je zadovoljna z velikostjo svojega podjetja, ko le-ta zadostuje za plačilo vseh zaposlenih ter družini podjetnika omogoča sodoben slog življenja (Autio, 2007).

Novejše ugotovitve iz literature kažejo, da je malo podjetij, ki si želijo in so dolgoročno zavezana k stabilni rasti. Vedno več je tudi spoznanj, da so nova podjetja, ki dosegajo rast, v večini primerov redka in dragocena (Levie & Lichtenstein, 2010). To je pomembno za banke, ki morajo identificirati pomembne dejavnike zdrave rasti in osredotočiti svoje resurse na zdrava hitrorastoča podjetja.

Eden izmed glavnih problemov hitrorastočih podjetij je prav v njihovi negotovosti. Banke se, kljub temu, da hitrorastoča podjetja predstavljajo pomemben del gospodarstva, včasih izogibajo poslovanju z njimi. Čeprav hitrorastoča podjetja predstavljajo zdrav in dinamičen del gospodarstva, velikokrat banke niso pripravljene ponuditi kreditnega posla prav zaradi negotovosti o prihodnjem razvoju hitrorastočih podjetij. Ne smemo pozabiti, da banke predstavljajo enega izmed ključnih akterjev na trgu in imajo izreden vpliv na realno gospodarstvo. Glede na to, da Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (v nadaljevanju Ajpes) v letu 2014 označuje 4.709 podjetij kot hitrorastoča, kar znaša le 2,5% vseh registriranih podjetij (Statistični urad Republike Slovenije, 2015c), so ta podjetja v letu 2014 zaposlovala kar 103.888 ljudi (Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, 2015a). Banke imajo prav zaradi pomembnosti hitrorastočih podjetij pomembno vlogo zagotavljanja celovite obravnave le-teh pri pripravi kreditne analize.

Število hitrorastočih podjetij v Sloveniji se razlikuje glede na vir podatka oz. način izračuna. Npr. Statistični urad Republike Slovenije (v nadaljevanju SURS) med hitrorastoča podjetja v letu 2013 šteje le 570 podjetij (Statistični urad Republike Slovenije, 2015b). Tako očitne razlike v številu hitrorastočih podjetij lahko najdemo v različnih kriterijih oz. različni osnovi za izračun. Pri tako različnih interpretacijah hitrorastočih podjetij je težko pričakovati, da bodo vse banke enako podrobno opravile kreditno analizo hitrorastočih podjetij v vseh primerih.

V zadnjem času sta uporabnost in razširjenost informacijske tehnologije v porastu tudi v bančnem sektorju. Med drugim lahko spremembe vidimo tudi pri pripravi kreditnega predloga, kjer so nekateri podatki že samodejno pripravljene in obdelani s strani različnih aplikacij (Marinč, 2013). Glede na pomembnost kreditnega tveganja v bankah se večajo tudi pričakovanja o natančnosti in pravočasni izdelavi kreditne analize. V negotovih časih sta pravilna obravnava hitrorastočih podjetij in vzpostavitev dolgoročnega sodelovanja pomemben del uporabe resursov ter zagotavljanje izkoriščenosti zelo aktivnega in uspešnega dela gospodarstva.

Magistrsko delo se osredotoča na analizo kreditne sposobnosti hitrorastočih podjetij, ki jo za odločevalne namene kreditnega posla pripravljajo banke. Namen magistrskega dela je s pomočjo domače in predvsem tuje literature in opravljene analize proučiti finančno sliko različnih skupin hitrorastočih podjetij ter podati mnenje o možnih izboljšavah pri opravljanju kreditne analize s strani bank in medsebojnemu sodelovanju med banko in hitrorastočim podjetjem.

S tem želim povečati zavest bralca o rasti podjetja, o nevarnostih, s katerimi se spopada hitrorastoče podjetje, in preveriti, kako na to gleda banka v svojem kreditnem procesu. Delo je pomembno, ker odločitve banke močno vplivajo na delovanje posameznega podjetja in ima napačna odločitev lahko negativne posledice za obravnavano podjetje, banko ter med drugim tudi za gospodarstvo in vse vpletene deležnike. Delo je namenjeno tako posamezniku, ki bi želel o tematiki izvedeti nekaj več, kot tudi podjetjem in bankam, katere lahko skozi objektivni pogled obravnavane teme poskušajo izboljšati svoje delovanje v prihodnosti.

Cilji dela so s pomočjo literature in opravljene analize na izbranih podjetjih predstaviti in raziskati problematiko analiziranja hitrorastočih podjetij s poudarkom na finančni in primerjalni analizi različnih skupin hitrorastočih podjetij.

Podrobnejši cilji v teoretičnem delu so:

1. predstaviti kreditno tveganje v bankah ter pojem kreditne sposobnosti,
2. opredeliti proces kreditne analize in njene pomankljivosti,
3. pregledati relevantno literaturo s področja rasti podjetja ter opredeliti hitrorastoča podjetja,
4. razložiti možne ovire in nevarnosti, ki lahko pretijo hitrorastočim podjetjem in na katere so pozorne tudi banke.

Podrobnejši cilji v empiričnem delu so:

1. predstaviti kriterije za osnovanje različnih skupin hitrorastočih podjetij,

2. analizirati vrednosti in razlike finančnih kazalnikov med posameznimi skupinami podjetij,
3. s pomočjo izvedene ankete proučiti zaznavo odnosa bank do hitrorastočih podjetij in njihove potrebe po financiranju,
4. predlagati izboljšave in spremembe v kreditnem procesu bank ter pri poslovanju s hitrorastočimi podjetji,
5. prikazati bankam, da so hitrorastoča podjetja pomemben segment z določenimi specifikami, ki jih moramo vzeti v zakup.

V magistrskem delu bom uporabil obstoječo literaturo obravnavane teme s poudarkom na člankih slovenskih in tujih strokovnjakov, znanstvenih razprav, že opravljenih raziskav ter zakonodaje skupaj s finančnimi izkazi in z letnimi poročili vseh podjetij, vključenih v finančno analizo ter jim podal svoje mnenje iz pridobljenih znanj in izkušenj. Pristop raziskovanja v teoretičnem delu vsebuje pregled in analizo del različnih avtorjev, ki jih glede na ustreznost predstavim in primerjam njihove poglede in teorije. V empiričnem delu se bom osredotočil na finančno analizo različnih skupin hitrorastočih podjetij. Poleg finančne analize bom za potrebe proučevanja odnosa bank do hitrorastočih podjetij uporabil metodo ankete s pomočjo vprašalnika, ki ga bom posredoval izbranim hitrorastočim podjetjem. Pri tem se ne bom osredotočil na finančne podatke (kot npr. pridobljena obrestna mera, stroški transakcij itd.) ampak na mehke dejavnike, ki iz finančnih izkazov niso razvidni. Izsledki analize bodo nato uporabljeni pri oblikovanju predlogov pri pripravi kredite analize v bankah. Tako bo tudi preverjeno, ali veljajo naslednje temeljne hipoteze magistrskega dela.

H1: Obstajajo razlike med izbranimi finančno-računovodskimi postavkami glede na vrsto (skupino) hitrorastočih podjetij.

H2: Obstajajo razlike med finančnimi kazalniki glede na vrsto (skupino) hitrorastočih podjetij.

H3: Banke v povprečju ne želijo sodelovati s hitrorastočimi podjetji in se do njih obnašajo pokroviteljsko.

H4: Financiranje s strani bank je pomembno za rast hitrorastočih podjetij.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh poglavij. Prvi dve poglavji se nanašata na predstavitev temeljnih konceptov, pojmov in načel, ki so relevantni za obravnavano področje magistrskega dela. Prvo poglavje se osredotoča na banko in na predstavitev tveganja s posebnim poudarkom na kreditnem tveganju. Nato natančno opredelim kreditno analizo, predstavim njene značilnosti in nevarnosti priprave v bankah. V drugem poglavju predstavim različne strategije, ki jih podjetja lahko zasledujejo pri svoji rasti, ter opredelim nevarnosti hitre rasti. Najbolj razširjeno in dokaj porazdeljeno tretje poglavje je namenjeno podrobni empirični

analizi, v kateri je vključena tako finančna analiza več skupin hitrorastočih podjetij kot analiza ankete. Finančna analiza se nanaša na analizo izbranih finančno-računovodskih postavk in analizo najbolj uporabljenih finančnih kazalnikov. Rezultate bom poskušal povezati v smiselno celoto in najti odgovore na morebitna odstopanja. Pri analizi ankete se bom osredotočil na odnos banke do hitrorastočih podjetij z vidika in izkušenj hitrorastočih podjetij, ki mi bodo pomagala pri oblikovanju predlogov pri pripravi kreditne analize v bankah in izboljšanja medsebojnega odnosa.

1 TVEGANJA V BANKAH

Vsa podjetja se pri opravljanju svoje dejavnosti soočajo z določenimi tveganji, bodisi zaradi mikroekonomskih ali makroekonomskih dejavnikov. Banke se med drugimi soočajo tudi s številnimi tveganji značilnimi za finančno dejavnost, zaradi opravljanja oskrbovalne in posredniške funkcije. V okviru svoje dejavnosti se banke tako nenehno soočajo z različnimi vrstami tveganj. Tveganja so opredeljena kot negotovost, ki lahko povzroči neželen učinek na trenutno stanje v poslovanju bank in drugih organizacij. Bančni predpisi in uvedba kapitalskih zahtev za vsako tveganje posebej, so močno pripomogli k izoblikovanju postopka za modeliranje tveganja. To je za banke še posebej pomembno, saj pri svojem poslovanju prostovoljno sprejemajo tveganja katera poskušajo minimizirati in ublažiti (Besis, 2010). V nadaljevanju bom najprej predstavil vrste tveganj, katerim so izpostavljene banke ter se osredotočil na kreditno tveganje. Nato bom govoril o kreditni analizi in pogledal kako se kreditne analize lotevajo v bankah in prikazal njene slabosti.

1.1 Vrste tveganj v bankah

V literaturi lahko zasledimo različno delitev bančnih tveganj, zato bom v nadaljevanju izbral najbolj primerno za slovenski trg. Banka Slovenije (2007) opredeljuje naslednja vrsta tveganj: kreditno tveganje, tržno tveganje, obrestno tveganje, likvidnostno tveganje, operativno tveganje, strateško tveganje, tveganje ugleda, kapitalsko tveganje in tveganje dobičkonosnosti.

Kreditno tveganje je tveganje nastanka izgube, ki nastane v primeru dolžnikove nezmožnosti, da zaradi katerega koli razloga ne izpolni svoje finančne ali pogodbene obveznosti v celoti. Kreditno tveganje bom podrobneje predstavil v naslednjem poglavju. **Tržno tveganje** je tveganje nastanka izgube, ki nastane v primeru neugodne spremembe cen vrednostnih papirjev (lastniških in dolžniških), blaga in spremembe deviznih tečajev v trgovanju knjigi banke. **Obrestno tveganje** je tveganje nastanka izgube, ki nastane zaradi gibanja obrestne mere. **Likvidnostno tveganje** je tveganje nastanka izgube, ko banka ni sposobna poravnati vseh dospelih obveznosti, oziroma ko je banka zaradi nezmožnosti

zagotavljanja zadostnih sredstev za poravnano obveznosti do dospelosti prisiljena zagotavljati potrebna sredstva s pomembno višjimi stroški od običajnih.

Operativno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi neustreznosti ali nepravilnega izvajanja notranjih procesov, drugih nepravilnih ravnanj ljudi, ki spadajo v notranjo poslovno sfero banke, neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki spadajo v notranjo poslovno sfero banke, ter zunanjih dogodkov ali dejanj. Operativno tveganje vključuje tudi IT tveganje, ki je tveganje izgube kot posledica neustrezne informacijske tehnologije in procesiranja predvsem z vidika obvladljivosti, dostopov, nadzora in neprekinjenosti. Med operativno tveganje Banka Slovenije vključuje tudi pravno tveganje, ki je tveganje nastanka izgube zaradi kršenja ali nepravilnega upoštevanja zakonov, podzakonskih aktov, navodil, priporočil, sklenjenih pogodb, dobre bančne prakse ali etičnih norm.

Strateško tveganje je tveganje nastanka izgube, zaradi nepravilnih poslovnih odločitev banke, neustreznega izvajanja sprejetih odločitev ter premajhne odzivnosti banke na spremembe poslovnega okolja. **Tveganje ugleda** se nanaša na morebitno izgubo zaradi negativne podobe, ki jo imajo o banki njeni komitenti, poslovni partnerji, lastniki in investitorji ali nadzorniki.

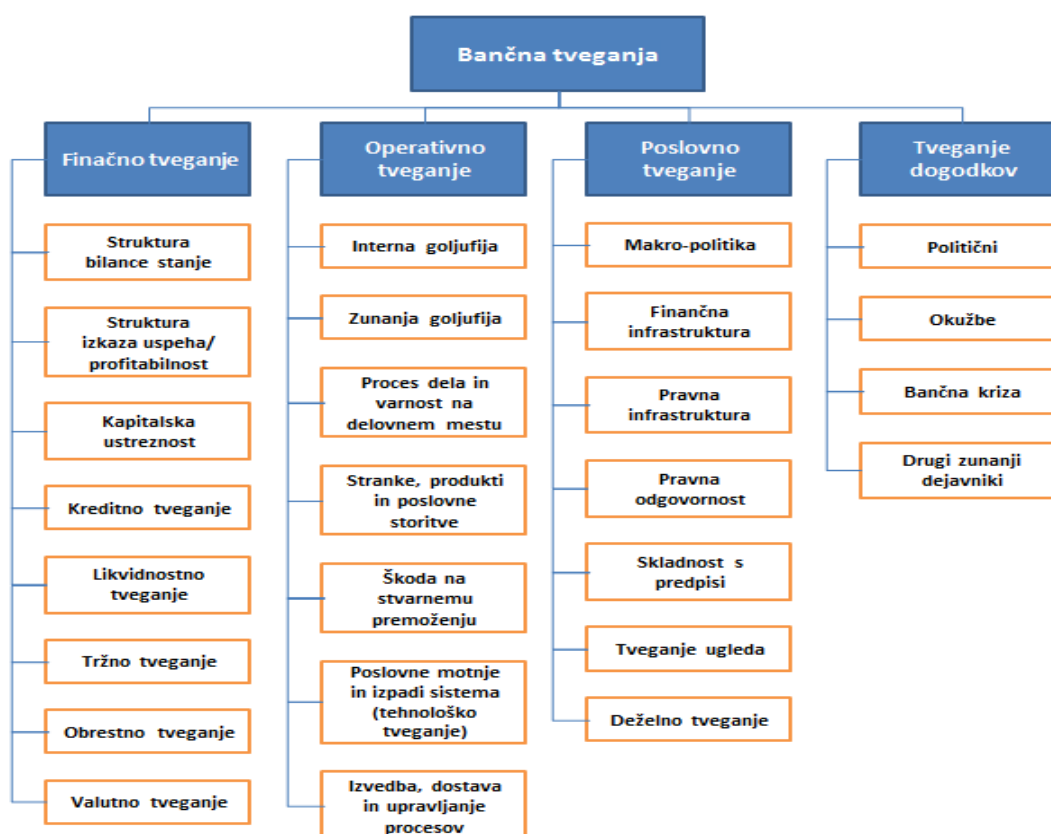
Kapitalsko tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi neustrezne sestave kapitala glede na obseg in način poslovanja ali na težave, s katerimi se sooča banka pri pridobivanju svežega kapitala, še posebno ob potrebi po hitrem povečanju ali ob neugodnih pogojih v poslovnem okolju. **Tveganje dobičkonosnosti** se nanaša na neustrezno sestavo oziroma razpršenost prihodkov ali na nesposobnost banke, da zagotavlja zadostno in stalno raven dobičkonosnosti.

Za banke so najpomembnejša kreditna, tržna in operativna tveganja, saj so urejena z Basel regulativo in določajo višino kapitala, ki ga mora imeti banka za normalno poslovanje. V primeru bolj tveganega poslovanja mora banka oblikovati večje rezerve oziroma imeti višji kapital za primer slabih časov. Kot potrjuje ena izmed raziskav, so banke z višjo stopno kapitala prvega reda (angl. *tier 1 capital*) bolj odporne na krčenje posojilne dejavnost v časih krize (Košak, Li, Lončarski, & Marinč, 2014). Ključna reforma regulative Basel III, ki poskuša razviti bolj odporen bančni sektor, je tudi regulacija likvidnostnega tveganja. To poskuša urediti z uveljavitvijo novega kriterija likvidnostne pokritosti (angl. *Liquidity Coverage Ratio*). Z njim poskuša regulativa povečati kratkoročno odpornost na likvidnostno tveganje, saj določa bankam, da morajo zagotoviti zadostno količino neobremenjenih visokokakovostnih likvidnih sredstev (angl. *high-quality liquid assets – HQLA*), ki jih je mogoče zlahka in nemudoma pretvoriti v denarna sredstva (Bank for International Settlements, 2013).

Našteta tveganja pa niso edina, s katerimi se srečuje banka in na katera mora paziti pri svojem poslovanju. Van Greuning in Brajovic Bratanovic (2003) zagovarjata širok nabor tveganj, ki

jih razvrščata v štiri razrede, kot prikazuje Slika 1. Finančna tveganja nadalje razdelita v dve podskupini. Prva skupina predstavljajo čista tveganja, kamor uvrščata likvidnostno tveganje, kreditno tveganje in tveganje insolventnosti, kjer nepravilno upravljanje lahko pripelje do izgube. Druga podskupina pa so špekulativna tveganja, kamor spadajo obrestno tveganje, valutno tveganje in tržno tveganje, ki se glede na finančno arbitražo lahko končajo tako z dobičkom kot izgubo. Operativno tveganje je podobno, kot ga opredeljuje Banka Slovenije in se nanaša na celotno banko in pravilno delovanje internih sistemov, vključujoč IT tveganje, upoštevanje bančnih regulativ in postopkov ter ukrepov proti slabemu upravljanju in goljufijam. Poslovna tveganja so povezana s poslovnim okoljem banke, z zakonskimi vprašanji, s pravnimi in regulativnimi dejavniki ter celovito infrastrukturo finančnega sektorja in plačilnega sistema. Tveganje dogodkov pa vključuje vse vrste zunanjega tveganja, ki bi lahko ogrozile poslovanje banke ali njeno finančno stanje ali kapitalsko ustreznost.

Slika 1: Bančna tveganja



Vir: H. van Greuning & S. Brajovic Bratanovic, *Analyzing and Managing Banking Risk*, 2003, str. 4.

1.2 Kreditno tveganje v bankah

Kreditno tveganje (angl. *credit risk*) je definirano kot potencialna izguba zaradi nezmožnosti ali odklonitve dolžnika, da poravna obresti ali poplača glavnico, kot je navedeno v pogojih, določenih v kreditni pogodbi (Graham, 2000). Tveganje je večje, kadar banka vstopa v

kreditne posle z daljšo dobo odplačila, in obratno, kadar banka vstopa v kreditne posle s krajšo dobo odplačila, je tveganje manjše.

Kreditno tveganje je sestavni del bančništva in najpomembnejše tveganje, ki ga banka prevzema nase. Kreditno tveganje pomeni, da so lahko plačila poplačana z zamudo ali pa sploh ne, kar lahko pripelje do težav z denarnim tokom in zato vpliva na likvidnost banke. Kljub inovacijam, ki jih lahko vidimo v finančnem sektorju, je kreditno tveganje še vedno glavni posamični vzrok za propad bank. Vzrok lahko najdemo predvsem v dejstvu, da se običajno več kot 80% bilančne vsote banke nanaša na ta vidik obvladovanja tveganj (van Greuning & Brajovič Bratanovič, 2003).

Ciby (2013) klasificira kreditno tveganje kot:

1. tveganje dolžnika (angl. *firm-specific credit risk*). To je tveganje, ki izhaja iz odprtega kreditnega posla do vsake posamezne stranke.
2. tveganje portfelja (angl. *portfolio credit risk*). To je tveganje, ki izhaja iz izpostavljenosti banke do skupine strank.
3. tveganje države (angl. *country risk*), ki nastane, kadar banke in njihove stranke poslujejo preko meja ene države. Kreditno tveganje se v tem primeru poveča zaradi treh dejavnikov:
 - a. tveganja poravnave (angl. *settlement risk*) se pojavi v treh primerih. (i) Ko motnje v kanalu, prek katerega je organizirano plačilo, onemogočijo plačilo. O takem primeru lahko govorimo, ko je denar, ki prihaja iz Srednjega vzhoda, zasežen zaradi suma povezave s terorizmom. (ii) Kadar sankcije Združenih narodov onemogočajo poslovanje z nekaterimi državami. Posledica je nezmožnost plačila, čeprav je stranka lahko kreditno sposobna in kredibilna. (iii) V primeru stečaja banke, ko je banka že prejela plačilo od svojih poslovnih partnerjev, vendar je prijavila stečaj, preden so bila sredstva nakazana drugim strankam v transakciji.
 - b. deželno tveganje (angl. *sovereign risk*) se pojavi, ko vlada zamrzne plačila v tujino. Čeprav je stranka zmožna in pripravljena plačati, lahko prideo do situacije, ko država tega ne dovoli.
 - c. valutno tveganje (angl. *foreign currency risk*), ki pomeni morebitno izgubo kredibilnosti stranke zaradi neugodnega nihanja valutnega tečaja.

Običajno je tveganje poravnave izničeno, kadar banka in njena stranka poslujeta znotraj meja ene države. V takem primeru obstajajo centralni postopki poravnave, ki jo opravijo centralne banke, čeprav posamičnega primera tveganja poravnave, ki lahko vodi v kreditno izgubo, ni

mogoče v celoti izključiti. Na mednarodnem trgu se tveganje poravnave počasi zmanjšuje skozi iniciativo banke za mednarodne poravnave (angl. *Bank for International Settlements*).

Druga vrsta delitve kreditnega tveganja pa je delitev na sistematično in nesistematično tveganje. Sistematično tveganje se nanaša na vsak zunanji dogodek, ki vpliva na vsa podjetja in gospodinjstva v državi ali celotno gospodarstvo in ga ne moremo kontrolirati. V primeru gospodarske krize se poveča število stečajev, ki zaznamujejo kreditne izgube, medtem ko bodo borzni trgi zdrsnili v rdeče številke zaradi nižjega dobička podjetij in nižje aktivnosti na borznem trgu. Podobno se lahko zgodi v primeru vojaškega udara, nove vlade, kadar preneha z nekaterimi zakoni in programi, vojn, terorizma ter mednarodnih sankcij in goljufij, ki lahko resno ogrozijo kakovost kreditne sposobnosti podjetij in posledično vodijo v izgubo. Nesistematična ali kontrolirana tveganja pa ne prizadenejo celotnega gospodarstva in so velikokrat skoncentrirana na posamezno panogo oziroma posamezno podjetje. Banka lahko taka tveganja diverzificira z ustrežno politiko tveganja (Ciby, 2013).

1.3 Kreditna sposobnost

Ko govorimo o kreditnem tveganju, ne moremo mimo enega izmed njegovih ključnih dejavnikov. Kreditna sposobnost je domnevna sposobnost podjetja, da lahko poravnava vse kreditne obveznosti v roku skupaj z obrestmi in s stroški, ne da bi pri tem trpelo poslovanje podjetja. To pomeni, da morajo vsa sredstva za poplačilo kreditov izhajati iz osnovne dejavnosti podjetja, pri tem pa ne sme trpeti finančna slika podjetja, njegovi poslovni rezultati ter katerekoli ostale dejavnosti, ki so lahko povezane s podjetjem (Graham, 2008).

Kreditna sposobnost je ključna za dolgoročni obstoj podjetja. Še posebno v težkih časih je pomembno, da se podjetje zaveda posledic trenutne kreditne sposobnosti. Za posojilodajalce je izračun tveganja posojanja izrednega pomena, saj poskušajo oceniti, ali lahko vstopijo v nov kreditni posel. V tem magistrskem delu se osredotočam predvsem na analizo kreditne sposobnosti kreditojemalca, ki jo opravijo banke. Moram pa poudariti, da kreditna sposobnost ni relevantna samo za banke, temveč vedno bolj za vse poslovne partnerje in zavarovalnice. Vstop na nov trg, povečanje sodelovanja z obstoječim poslovnim partnerjem ali iskanje novega poslovnega partnerja je veliko lažje, če lahko s svojim poslovanjem pokažete dobro kreditno sposobnost (The importance of Creditworthiness, 2015).

Poleg lastne kreditne sposobnosti morajo podjetja preverjati kreditno sposobnost svojih kupcev, dobaviteljev in drugih poslovnih partnerjev, med njimi tudi bank. Še posebno velika in mednarodna podjetja lahko hitro zamenjajo celo domačo banko v primeru poslabšanja njene ocene kreditne sposobnosti. Kreditno sposobnost partnerjev bi morala podjetja še zlasti (Feschijan, 2008):

1. preveriti, kadar vstopajo v novo poslovno razmerje z novim podjetjem;

2. preveriti v primeru posebnih primerov (npr. če stranka želi povečati plačilne roke ali kreditno linijo);
3. izvajati kot redno spremljanje poslovanja podjetja, ki je nujno pri sprejemanju pravočasnih ukrepov v primeru poslabšanja kreditne sposobnosti partnerja.

1.3.1 Kreditna analiza

Kot sem omenil v prejšnjem poglavju, je obvladovanje kreditnega tveganja ena izmed najpomembnejših nalog banke. Ne smemo pa pozabiti, da banka prostovoljno vstopa v kreditna tveganja zaradi finančnih prilivov v obliki obresti in stroškov, ki nastanejo s kreditnim poslom. Ravno zaradi tega je kreditna sposobnost strank bistvenega pomena, še posebej ko banka sklepa kreditni posel s podjetjem, s katerim v preteklosti še ni sodelovala (Besis, 2010).

Banka pred odobritvijo kreditnega posla oceni kreditno sposobnost podjetja s kreditno analizo. Analiza kreditne sposobnosti podjetja je proces, ki ugotavlja trenutno kreditno sposobnost stranke in napoveduje možne prihodnje trende. Ta analiza je povezana s finančno in računovodsko analizo trenutne in prihodnje aktivnosti stranke v specifičnem gospodarskem področju in ob morebitnih spremembah na trgu (Feschijan, 2008). V nadaljevanju bom predstavil tudi proces kreditne analize v bankah.

Ker se kreditna sposobnost strank spreminja, je bistvena tudi pravočasna kontrola strank, ki so v portfelju banke. Tako banke kreditne analize ne opravijo le pri sklepanju novih poslov, temveč tudi v času trajanja kreditne pogodbe. Običajno se kreditni pregled opravi enkrat letno, v primeru že poslabšane situacije stranke in s tem poslabšane kreditne sposobnosti pa se lahko kreditni pregled opravi tudi polletno ali kvartalno (Feschijan, 2008).

Kadar beremo o kreditnem procesu velikokrat naletimo na pet C-jev kreditne analize. Ti so sestavljeni iz petih kvalitativnih/kriterijev, ki so se v preteklosti izkazale za dobre indikatorje o sposobnosti kreditnojemalca, da poplača dolg. Tukaj bi poudaril, da posojilodajalci ne dajejo enake teže posameznemu kriteriju in bodo uporabljali vseh pet različno in v različnih razmerjih, da bi prišli do končnega zaključka. Vseeno pa se je skozi čas izkazalo, da ne glede na razmerje, dajejo jasno sliko o posojilojemalcu.

Ti kriteriji so (Dimovski & Gregorič, 2000; Baiden, 2011):

1. Značaj podjetja (angl. *character*), ki se nanaša predvsem na pripravljenost in odločnost stranke, da poravnava svoje kreditne obveznosti. Posojilodajalci bi morali tej kvaliteti nameniti posebno pozornost, saj tudi kadar podjetje posluje uspešno, banka ne bo prejela svojega denarja, če stranka noče poravnati svojih obveznosti.

2. Sposobnost plačila (angl. *capacity*), ki se nanaša na zmožnost managementa, da zagotovi dovolj presežkov denarnih sredstev za poplačilo vseh kreditnih obveznosti. Nekateri avtorji enačijo sposobnost plačila s sposobnostjo za upravljanje z denarnim tokom. Tukaj nas zanima predvsem, ali bo podjetje namenilo presežek denarnih sredstev za poplačilo kreditnih obveznosti ali jih bo uporabilo za druge namene, kot npr. nakup nove opreme.
3. Kapital (angl. *capital*) ali neto vrednost podjetja. To je rezerva, ki jo ima stranka v primeru krize. Predstavljajo jo sredstva, ki jih podjetje lahko uporabi kot blažilec pri nepričakovanih izgubah.
4. Pogoji poslovanja (angl. *conditions*). Nanašajo se na mednarodne, nacionalne in lokalne trende in trende v panogi stranke, ki lahko vplivajo na to, ali je kupec sposoben poravnati svoje obveznosti. Nekateri uvrščajo sem tudi banko in njene pogoje, kot so tveganje obrestne mere in ostala tveganja opisana v prvem poglavju, ki lahko vplivajo na njeno odločitev o sklenitvi kreditnega posla. Banka mora pri poslovanju upoštevati tudi posojilne zahteve regulatorjev in morebitne zahteve matične institucije (v primeru velikih skupin).
5. Zavarovanje (angl. *collateral*), ki vključuje vsa sredstva, zastavljena za zavarovanje posojila. Večina kreditnih poslov je zavarovanih z nepremičninami, vrednostnimi papirji, opremo, s terjatvami ali z zalogami. V primeru, da kupec ni sposoben poravnati svoje kreditne obveznosti, bo banka uporabila zastavljena sredstva za poplačilo vseh odprtih obveznosti. Pri tem je treba poudariti, da zavarovanje ne sme nadomestiti kreditne analize in morebiti spremeniti slabega v dober kreditni posel. Zavarovanje naj bi predstavljalo le razliko med uspešno in neuspešno rešeno situacijo v primeru težav (razen v primeru, ko je zavarovanje 100% depozit). Banke se lahko znajdejo v situaciji, ko imajo lažen občutek varnosti ob predpostavki, da obstaja ustrezno jamstvo za zavarovanje kredita v primeru nepredvidenih okoliščin, kadar stranka ne more poplačati svoje obveznosti.

Med naštetimi petimi kriteriji predstavljajo sposobnost plačila, kapital in zavarovanje osnovo za kvantitativno finančno analizo. Kriterija značaj in pogoji poslovanja pa sta predvsem subjektivne narave in njun pomen izvira iz poslovne strategije in okoliščin posojilodajalca.

V literaturi lahko zasledimo tudi že predelave in dodelave opisanih petih C-jev. Citigroup tako namesto kriterija pogoji poslovanja uporablja kriterij kreditna zgodovina (angl. *credit history*), pri katerem posebno pozornost namenja preteklim poplačilom dolga stranke (The 5 C's of Good Credit, 2015). Poleg kreditne zgodovine jih zanima tudi, kako dolgo podjetje posluje in kakšen ugled uživa v lokalnem okolju. Drugi so bolj ali manj uspešno dodali šesti kriterij. Nekateri govorijo o šestem kriteriju kot Zaupanju (angl. *confidence*), ki naj bi vplival zaupanje v banko z brezhibno obravnavo vseh zgoraj naštetih osnovnih kriterijev. Sam mislim, da je tak kriterij povsem nepotreben, saj gre pri zaupanju bolj za rezultat dobrih ocen,

prejetih pri vsakem od že omenjenih kriterijev. Drugi govorijo o šestem kriteriju kot o kriteriju tekmovalnosti (angl. *competition*), saj lahko banke, odvisno od pripravljenosti za tveganje, odobrijo kreditni posel stranki samo zato, da bi si pridobile oziroma povečale tržni delež na trgu. Taka praksa je močno prisotna, ko se banka odloči razširiti poslovanje na novo območje ter aktivno in agresivno išče stranke. Takšno početje lahko pomaga podjetjem, ki iščejo novo pot do kreditov, vendar se podjetje na ta kriterij ne more zanesti, saj nanj nima vpliva. Po drugi strani banka vstopa v tak posel zaradi širitve tržnega deleža in se zaveda, da bo na kratki rok morda utrpela izgubo. Na dolgi rok banka s takšno strategijo ne more poslovati dobičkonosno in v dobro lastnikov (The 5 C's of Good Credit, 2015; Institute Bank-Bank Malaysia, 2014; The 6 C's of Business Credit, 2015).

1.3.2 Kreditna analiza v bankah

Kot smo ugotovili v prejšnjih poglavjih, je priporočljivo, da kreditno analizo opravljajo vsa podjetja, ki tako ali drugače poslujejo s poslovnimi partnerji. Vendar je v bankah ta proces še nekoliko bolj poglobljen, saj je pravilno kvalificiranje stranke ključno za njen obstoj. Ker je kreditna analiza ena izmed najpomembnejših in najbolj celovitih analiz komercialne banka, je treba biti dosleden v naslednjih fazah analize (Feschijan, 2008):

1. Zbiranje in analiziranje informacij o podjetju, s katerim želi banka skleniti kreditni posel, in oblikovanje kazalnikov o njegovem finančnem položaju. V prvi fazi kreditne analize banka potrebuje letna poročila stranke iz preteklih let in ostale dokumenta, za katere meni, da jih potrebuje. Banke pri ocenjevanju kreditne sposobnosti strank uporabljajo naslednje vire podatkov; bilanca stanja, bilanca uspeha, izkaz kapitalskih sprememb, izkaz denarnih tokov, letno poročilo podjetja, revizijsko poročilo o finančnem položaju podjetja, spletna stran podjetja, osebni sestanki s podjetjem, pretekle izkušnje s podjetjem, spletne baze podatkov, članki in javne objave o podjetju. Na podlagi zbranih podatkov se opravi analiza trenutnih rezultatov, primerja se rezultate iz preteklih obračunskih obdobj ter pripravi morebiten trend prihodnjega razvoja stranke. Formuliranje specifičnih analitičnih kazalnikov je v tej fazi zelo pomembno. Bistvo slednjega je predvsem v zmanjšanju velikega števila postavk v letnih finančnih poročilih na več pomembnih, ki nosijo pomembne informacije o finančnem položaju stranke. S pomočjo teh kazalnikov banka identificira potencialne nevarnosti, ki zahtevajo bolj temeljito analizo.
2. Zbiranje in analiziranje informacij o kreditnem poslu. V tej fazi banka pridobi informacije o znesku in namenu morebitnega novega kreditnega posla skupaj s sredstvi, ki bodo služila za poplačilo kredita. Te informacije predstavljajo ključno vlogo pri določitvi, ali znesek kreditnega posla ustreza realnim finančnim potrebam stranke, ali je doba kreditnega posla sorazmerna z obračanjem sredstev, katera bodo služila za poplačilo kredita, ali so sredstva za poplačilo dovolj velika ter kakšna sta stanje in vrednost

zavarovanja. Banka želi pridobiti tudi vse informacije o stranki iz preteklih kreditnih poslov.

3. Ocenjevanje kreditnega tveganja. Ko banka ocenjuje kreditno tveganje, je pomembna utemeljena analiza splošnega političnega in gospodarskega tveganja v državi, tveganja na mikro ravni, kjer vzamemo v obzir panogo, v kateri deluje stranka, ter specifična tveganja, povezana izključno s stranko in njegovo sposobnostjo prilagajanja na spremembe v gospodarskem okolju. Na tej točki je pomembna tudi analiza denarnega toka, kjer se preveri, ali je znesek kredita enak realnim potrebam podjetja. Tako pomanjkanje kot presežek denarnih sredstev lahko vodi v znižanje donosnosti podjetja, vključno z manjšimi možnostmi, za poplačilo kredita v skladu z zastavljenimi pogoji.
4. Preverjanje verodostojnosti informacij, ki jih je podjetje predložilo. Med preverjanjem verodostojnosti informacij, ki jih je predložila stranka, je pomembno, da banka opravi navzkrižna preverjanja, ki bodo dala banki jasno sliko o opreми podjetja, kvalifikacijah tako upravnega kot vodstvenega osebja, vrsti in kakovosti proizvodnje, kakovosti storitev, splošni klimi v podjetju ter delovnih pogojih. Banke se v tej fazi pogosto poslužujejo obiskov v podjetju. Prav tako bi bilo koristno, da banka poskuša pridobiti dodatne informacije o stranki od drugih bank, ki poslujejo z njo. Na koncu ne smemo prezreti revizijskega poročila o finančnem pregledu družbe in priporočila revizorjev.
5. Priprava analize kreditnega tveganja vključuje tako oceno zanesljivosti stranke, splošnega gospodarskega tveganja za obdobje kreditnega posla kot tudi napovedi o razvoju v prihodnosti. Iz te analize banka lahko dobi jasno sliko o presoji kreditnega posla, primerjavo med višino kreditnega posla z rezultatom analize denarnega toka ter sposobnostjo ustvarjanja prihodkov. Ne smemo pozabiti tudi na vrednotenje zavarovanja ali jamstva, če bo del kreditnega posla.
6. Odločitev o kreditnem poslu običajno sprejme kreditni odbor banke. Odvisno od vrste in višine kreditnega posla ima banka lahko več instanc kreditnih odborov. Ta lahko zavrne kreditni posel zaradi prevelikega tveganja, sprejme posel in stranki pošlje ponudbo ali sprejme le del posla oziroma s spremenjenimi lastnostmi skladno s povečanjem ali zmanjšanjem tveganja.
7. Postavitev kreditnih predlogov. Šele ko kreditni odbor sprejme kreditni posel, se skrbno določi vrsto kredita, njeno dospelje, pogoje za poplačilo glavnice, obresti ter stroškov nastalih v postopku. Zelo pomembno je, da so pogoji kreditnega posla skladni s potrebami stranke ter kreditno analizo. Lahko se zgodi, da so pogoji določeni s strani banke nesprejemljivi za stranko in kreditni posel tudi po odobritvi s strani banke ni sklenjen. Ko je kreditni posel sprejet z obeh strani, se pripravi dokumentacija za sklenitev oziroma podaljšanje kreditnega posla.

Kreditna analiza opravljena pri novih poslih, se ne razlikuje veliko od letnega pregleda stranke. Glavna stvar, ki bi jo poudaril je predvsem v osredotočenosti banke. Pri novih poslih, banko namreč predvsem zanima nov posel (namen, ročnost, sposobnost poplačila itd.) ter povečanje izpostavljenosti iz tega naslova. Pri letnem pregledu pa banko zanima predvsem trenutna izpostavljenost in morebitna sprememba kreditne sposobnosti.

Besis (2010) gre tako daleč, da vsem komercialnim bankam, ki nimajo dovolj kvalificiranega kadra in niso sposobne opraviti celovite in sistematične ekonomske analize finančne stabilnosti in kreditne sposobnosti stranke, predlaga, da najamejo zunanjo strokovno pomoč. To le poudarja, kako skoraj življenjskega pomena je pravilna analiza, ki daje odločevalnim organom dovolj informacij pri sprejemanju odločitev v zvezi s kreditom.

1.3.3 Bonitetne hiše

Ker večina podjetij nima svojega oddelka ali specializiranega osebja za tako podrobno kreditno analizo poslovnih partnerjev, so se pojavile agencije, ki nudijo prilagojeno in individualno analizo določenega podjetja ali agencije, ki nudijo kreditne ocene določenih podjetij po samostojno opravljeni analizi. Med slednja spadajo tudi zelo znane bonitetne agencije, ki so postale velik igralec z veliko vpliva na finančnem trgu.

Bonitetna agencija je storitveno podjetje, ki po internem sistemu analizira posamezno podjetje, državo ali trgovalni instrument ter javno objavlja splošne kreditne ocene. Te splošne ocene predstavljajo relativno oceno o tveganju, da potencialni dolžnik ne bo mogel poplačati svojega dolga v določenem roku. Moramo se tudi zavedati, da je ocena le mnenje agencije o tem, ali je naložba bolj ali manj tvegana v primerjavi z drugimi naložbami podobne vrste in kot pravi Standard & Poor's ne služi kot napoved ali priporočilo. Le te pa naj bi bile neodvisne in nepristranske (Standard & Poor's, 2014).

Kadar govorimo o bonitetnih agencijah, ne moremo mimo velikih treh (angl. *Big Three*), ki obvladujejo kar 95% trga (Evropski parlament, 2011). V zadnjem času je bilo veliko govora o nekaznovanosti bonitetnih agencij pri napačnih ocenah ter možnih posledicah na finančni in gospodarski sektor. Med drugimi so stotinam milijard vrednostnim papirjem, ki so bili izdani v letih 2005-2007 in dobili najvišjo možno oceno bonitetnih agencij, znižale oceno na ničvrednosti (angl. *junk*) v času finančne krize med leti 2007-09 (Financial crisis inquiry commission, 2011). Zaradi kritike javnosti o preveliki odvisnosti od bonitetnih agencij je Evropska komisija že pripravila delovno dokumentacijo (angl. *Working paper*) in predstavila načrt o zmanjšanju odvisnosti od bonitetnih agencij (Evropska komisija, 2014).

Običajno bonitetne agencije podajo dolgoročno mnenje o podjetju, ki naj bi bilo prvotno namenjeno investicijskemu namenu. Vendar ga tudi banke uporabljajo pri analizi kreditne

sposobnosti stranke, saj kot že omenjeno, banke poskušajo pridobiti čim več informacij o svojih strankah iz čim več različnih virov. Sama ocena bonitetne agencije ne more nadomesti kreditne analize, opravljene s strani banke, lahko pa pomaga pri postavitvi bolj konkretnih kazalnikov ter izpostavi slabosti, na katere mora biti banka še posebej pozorna. Glavna pomanjkljivost uporabe ocen bonitetne agencije s strani banke je predvsem v nedosegljivosti. Še posebno v slovenskem prostoru se banke srečujejo predvsem s strankami, za katere bonitetne agencije niso podale ocane.

1.3.4 Nepravilnosti pri kreditni analizi bank

V luči zadnje finančne krize smo videli veliko spregledanih in prikritih dejstev, ki bi normalno povečala tveganja v očeh investitorjev in zaradi katerih bi se marsikdo odločil drugače investirati svoj denar. Čeprav je kreditna analiza ena izmed najbolj pomembnih analiz bank ter pogosto vključuje standardizirane postopke in dolgoročno prakso, še vedno prihaja do napak, nejasnosti, malomarnosti ali le človeške napake pri ocenjevanju podjetij. Najpogostejše napake oziroma zmote, ki jih lahko zasledimo pri opravljanju kreditne analize, so predvsem:

1. Kreditni posel banke primarno ocenita svetovalec, ki ima osebni stik s stranko ter analitik, ki skozi izkaze poslovanja opravi celostno analizo podjetja. Svetovalec, ki je običajno tudi glavni stik banke s stranko, je velikokrat nagrajen z velikostjo svojega portfelja ali novih sklenjenih poslov ne glede na tveganje. Medtem, ko je analitik nekoliko odmaknjen od prodajnih večšin in je primarno osredotočen na oceno podjetja. Kot sem že poudaril v prejšnjih poglavjih, so nekatere kvalitete strank izključno kvantitativne narave in so dokaj objektivne (sposobnost plačila, kapital, zavarovanje), medtem ko sta značaj podjetja in pogoji poslovanja bolj subjektivne narave. Ker tudi subjektivna ocena svetovalca vpliva na oceno plačilne sposobnosti stranke in s tem ceno (obrestna mera), ki jo banka lahko ponudi stranki za posamezen kreditni posel, se lahko predvsem pri značaju zgodi, da svetovalec bolje oceni stranko, kot bi jo v resnici moral. Rezultat je nižja cena, ki jo lahko svetovalec oziroma banka ponudi stranki in večja možnost, da bo stranka sprejela ponudbo. Posledično je svetovalec lahko nagrajen za velik enkraten posel, pri sklenitvi več poslov ali zaradi velikosti svojega portfelja ne glede na prevzeto tveganje. Dvojna vloga svetovalca lahko povzroči slabši kreditni portfelj, pri čemer se tega banka sploh ne zaveda. Za institucijo, kjer je prevzemanje in preoblikovanje tveganj ključnega pomena, lahko omenjena dvojna vloga svetovalca povzroči resne težave.
2. Kadar podjetje najame kredit, se točno določi namen, za katerega se bo kredit črpal, kar bankam omogoči natančno analizo nadaljnjih denarnih tokov ter poglobljen vpogled v delovanje in kulturo podjetja. Kot smo videli v prejšnjem poglavju, namen kredita posledično vpliva na sam tok analize. Še posebno pri novih investicijah se banka bolj

osredotoča na prihodnji ter dodan denarni tok in kako bo ta nova inovacija spremenila oziroma okrepila delovanje podjetja in njegov finančni položaj. Na drugi strani pa se pri podaljšanju kredita oziroma refinanciranju obstoječega kredita banka bolj osredotoči na trenutno sliko podjetja in njegovo zmožnost poplačila obveznosti v dogovorjenem roku. Vseeno pa prihaja do primerov, ko stranka ne upošteva določil kreditne pogodbe in se kredit porabi drugače kot dogovorjeno. To je še posebej nevarno za banko, saj ne more predvideti točnega tveganja, povezanega s kreditom in morebitnega poslabšanja kreditne sposobnosti. Le ta bi glede na pravi namen kredita prilagodila svojo strategijo glede na pravo tveganje, ki ga prevzema.

3. Podobno, kot v prejšnjem primeru, ko je stranka namerno prikriala točen namen porabe kredita, se lahko zgodi, da stranka ne želi razkriti vseh informacij. Običajno med kreditnim procesom poteka odprt dialog med banko in stranko, ki omogoči boljše svetovanje banke in primerno analizo. V nekaterih primerih pa stranke ne želijo razkriti vseh podrobnosti. Čeprav se lahko banka odloči za prekinitev sodelovanja, včasih banke sklenejo kreditno razmerje ob nejasnih okoliščinah.
4. Enega izmed glavnih razlogov slabe kreditne analize in s tem slabega kreditnega procesa lahko najdemo tudi v procikličnosti finančnega sektorja, ki jo lahko zasledimo predvsem v treh korakih kreditne analize. (i) Prvega lahko najdemo v problemu institucionalnega spomina, ki govori o slabši sposobnosti analitikov. Zaradi vedno večjega števila analitikov, ki še nikoli niso doživeli finančne krize in manjši verjetnosti, ki jo pripisujejo finančni krizi tudi izkušeni analitiki, kadar je od nje minilo že nekaj časa. Tako zmanjšanje sposobnosti skupine ljudi, ki je odgovorna za analizo določenega podjetja ali kasneje pri sami odločitvi (bodisi v oddelku, ki skrbi za obvladovanje tveganj, oziroma na ravni managementa), lahko pripelje do situacije, ko se sposobnost banke, da prepozna morebitne slabe kredite, močno poslabša. Poleg prepoznavne slabih kreditov lahko zmanjšana sposobnost pripelje do točke, kjer se omili same kreditne standarde in s tem celotno kreditno strategijo. Tukaj govorim o poslabšani sposobnosti banke, saj enako tendenco lahko opazimo pri analitikih, oddelku, ki skrbi za obvladovanje tveganj, in managementu, ki sprejema določene kreditne posle in opredeljuje prihodnjo kreditno strategijo. (ii) Drugi razlog, ki daje bankam neutemeljeno podporo v dobrih časih, je tudi dobra vrednost samega zavarovanja. V trenutni krizi smo jasno videli, da se je zaupanje bank v odobravanje kreditnih poslov okrepilo z dobrimi zavarovanji. V dobrih časih je zavarovanje, ki ga banka vzame v okviru kreditni pogodbi, precenjeno. Skupaj s finančno krizo, kjer se banka srečuje z vedno več slabimi krediti in možnostjo odpisov, se srečuje tudi z nenehnim padanjem vrednosti zavarovanja. (iii) Problem pa predstavlja tudi preveč konservativna kreditna strategija v času krize. Eden glavnih problemov v času krize ni dajanje slabih kreditov, temveč splošno odrekanje kreditov kreditno sposobnim strankam. Banke začnejo izločevati določene panoge, ki jih ne želijo financirati in se pri tem ne ozirajo na dobro stanje nekaterih podjetij (Berger & Udell, 2004). Sam sem imel

izkušnjo, ko je dobro stoječe podjetje želelo podaljšati obstoječo linijo pri domači banki, pa je naletelo na zavrnitev prošnje zaradi panoge, v kateri je podjetje obratovalo. Menim, da delajo največjo napako banke same, saj se zaprejo vase v strahu pred odobritvami nadaljnjih slabih kreditnih poslov in do procesa kreditne analize niti ne pride zaradi omenjenih predpostavk financiranja.

Vsi trije razlogi lahko še povečajo cikličnost realnega sektorja, saj se v dobrih časih pozabi tako na verjetnost finančne krize in mogočega poka nastalega balona kot na prevrednotenje zavarovanj in so krediti na voljo pod milimi pogoji, medtem ko v slabih časih banke zaradi lastnega poslabšanja kreditnega portfelja in strahu pred sprejetjem novih slabih poslov ne financirajo niti dobro stoječih podjetij. Čeprav je bančni sektor eden izmed najbolj reguliranih sektorjev, se je še vedno izkazalo, da se največ slabih kreditov odobri ravno v času gospodarske prosperitete.

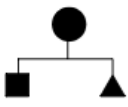
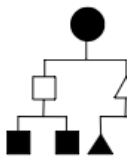
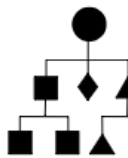
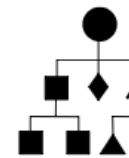
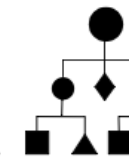
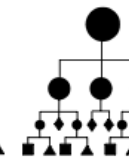


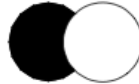



Seveda je napak, s katerimi se lahko srečamo v procesu kreditne analize, še veliko več; od IT težav tako na strani banke kot stranke, prekoračitve rokov, podkupovanja, izkoriščanja svojega položaja, neupoštevanja zakonodaje ali regulatorjev itd. Vendar sem se v tem delu osredotočil na napake, ki lahko resno ogrozijo dobro stanje banke, se pojavijo v procesu kreditne analize in morajo biti na njih pozorne ter jih skušati odpraviti.

V nadaljevanju bom opredelil rast podjetja ter predstavil različne možnosti, ki jih imajo podjetja pri zasledovanju rasti. Nato bom govoril o hitri rasti in njeni nevarnosti, s čimer bom načrtoval pot finančne analize hitrorastočih podjetij.

2 OPREDELITEV RASTI PODJETJA

V literaturi lahko zasledimo veliko primerov, ko želijo avtorji predstaviti rast in vzorce rasti na sistematičen način in jo modelirajo v nekaj korakih. Eden od najbolj znanih, Churchill-Lewisov model podjetniške rasti, je fazni model, ki zagovarja stališče, da lahko celoten življenjski cikel, od mikro do velikega podjetja, razdelimo na pet stopenj oziroma faz razvoja. Stopnje, opisane z modelom, so obstoj, preživetje, uspeh, vzlet in zrelost. Vsaka faza pa je opisana s petimi dejavniki managementa; s stilom vodenja, z organizacijsko strukturo, s stopnjo formalizacije, z glavnimi strateškimi cilji in lastnikovo vključenostjo v podjetje. Model med drugim pojasnjuje tudi, da podjetja lahko zastanejo v rasti ter še vedno uspešno poslujejo v določeni fazi tudi v daljšem časovnem obdobju. Slika 2 prikazuje pet stopenj, definiranih z omenjenimi dejavniki managementa (Churchill & Lewis, 1983).

Slika 2: Faze razvoja po Churchill-Lewisovem modelu rasti podjetja

	1. stopnja Obstoj	2. stopnja Preživetje	3. stopnja - I Uspeh - izstop	3. stopnja - R Uspeh - rast	4. stopnja Vzlet	5. stopnja Zrelost
Stil poslovanja	Neposredni nadzor	Nadzirani nadzor	Funkcionalni	Funkcionalni	Oddelčni	Vodstvene linije
Organizacija						
Formalizacija	Minimalna	Minimalna	Osnovna	Nastajajoča	Razvita	Obsežna
Strategija	Obstoj	Preživetje	Ohranjanje profitabilnosti	Pridobivanje virov za rast	Rasti	Donosa na investicijo
Posel in lastnik*						

* Črn krog predstavlja posel. Bel krog predstavlja lastnika.

Vir: N.C. Churchill & V.L. Lewis, *The Five Stages of Small Business Growth*, 1983, str. 36.

Nekateri imajo zgoraj opisani model, ki je še vedno v splošni uporabi in ga lahko zasledimo tudi v nekaterih učbenikih, za zastarelega in predlagajo model, ki ne temelji na točno določenih fazah in se bolj približa različnim stopnjam podjetja. Eggers, Leahy in Churchill (1994) so v raziskavi, ki je zajela velik vzorec potencialnih podjetij, ugotovili, da kar 40% vseh podjetij v vzorcu ni sledilo napovedanemu modelu rasti. V strokovnem svetu obstaja mnenje, da je taka poenostavljena razdelitev življenjskega cikla v nekaj faz neprimerna. Eno izmed ključnih vprašanj v faznem modelu je pravzaprav, skozi koliko faz podjetje prehaja na svoji poti. Trenutno še vedno nimamo splošnega konsenza o številu faz. Nekateri modeli govorijo o samo treh fazah, medtem ko poznamo modele s kar enajstimi fazami. Druga pomanjkljivost pa se kaže predvsem v dejstvu, da fazni modeli pojasnjujejo faze kot neizogibne v procesu rasti podjetja.

Dinamični model zagovarja stališče, da posamezna podjetja in njihove rasti niso vnaprej določene. Najuspešnejša podjetja se soočijo s hitro rastjo ali z možnim upadom in spremenijo svoje poti rasti z učenjem in s prilagajanjem na načine, ki povečajo njihovo sposobnosti v svojem spremenjenem okolju. Druga pot, ki jo je sprejela velika večina podjetij po svetu, pa predstavlja podjetja, ki so se izognila pretirani rasti. Ta ostajajo majhna, večinoma družinska oziroma podjetja, ki podpirajo ustanovitelja in majhno število zaposlenih (Levie & Lichtenstein, 2010). Ena izmed raziskav je pokazala, da je večina podjetnikov zadovoljnih s trenutno velikostjo in strukturo ob predpostavki, da ne bo prišlo do dramatičnih sprememb na njihovem trgu tudi za več desetletij (Gartner & Carter, 2003).

Da lahko dinamični model rasti obravnava podjetja kot odvisne od njihovega okolja, so dinamična stanja odprti, kompleksno prilagodljivi sistemi, ki delujejo v neuravnoteženih

pogojih. Dinamični model se strinja, da ko organizacija raste, obstaja velika verjetnost, da bo rastla po nekaterih smernicah. Kot v faznih modelih, so te spremembe lahko linearne in s tem lahko predvidljive, predvsem v povprečno rastoči panogi, vendar se predlogi dinamičnih stanj od prejšnjih faz razlikujejo v dveh ključnih načinih. Ker je cilj dinamičnega stanja odražati optimalno razmerje med poslovnim modelom podjetja in njegovim okoljem, in ker lahko obstaja neskončno možnosti na obeh strani enačbe, lahko obstaja neskončno možnosti dinamičnih stanj v obstoju podjetja. Polega tega pa lahko vsa ta stanja obstajajo v poljubnem zaporedju. Proces rasti v dinamičnem modelu se lahko pojavi tudi v obratnem vrstnem redu. Ker dinamični model navaja, da se nova dinamična stanja odražajo v razmerju med zunanjim povpraševanjem in notranjimi zmogljivostmi za proizvodnjo, se v primeru, da se trg krči, lahko podjetnik odloči za spremembo velikosti podjetja in s tem najde boljše ujemanje med prihodki in stroškovno strukturo, četudi na račun omejevanja izdelkov ali storitev. Na ta način procesni model razlaga regresije v prejšnja stanja kot možno in smiselno opcijo organizacijske spremembe (Levie & Lichtenstein, 2010).

Sam menim, da je fazni model lahko v pomoč podjetnikom in drugim, saj omogoča lažjo predstavitev rasti podjetja in daje smernice, kje se trenutno nahajajo in kakšne so morebitne težave sedaj in v prihodnosti. Vsekakor pa zaradi svoje togosti ne predstavlja vseh možnih scenarijev, po katerih lahko podjetje raste, in na kateri točki se nahaja.

2.1 Strategije rasti

Rast podjetij je ena glavnih tem v podjetništvu in organizacijskih teorijah, kjer naj bi za mikro in majhna podjetja načeloma veljalo, da so zavezana k rasti podjetja (Van de Ven & Poole, 1995). Čeprav skorajda vsi ekonomski modeli po ustanovitvi podjetja pričakujejo nenadno rast, je ena izmed študij (Autio, 2007) pokazala, da le manj kot 10% vseh zagonskih in nastajajočih podjetij pričakuje zaposlitev dvajsetih ali več zaposlenih v obdobju naslednjih petih let. Ne glede na majhen delež pa se pričakuje, da bodo ta podjetja skupno zaposlila kar 73% vseh oseb, zaposlenih v zagonskih in nastajajočih podjetjih. Kljub temu da vedno večji podjetniški podvigi pomembno prispevajo h gospodarskemu razvoju regij in gospodarstva, večina podjetnikov izraža zelo skromne ambicije rasti. Vedno več je spoznanj, da so nova podjetja, ki dosegajo rast, v večini primerov redka in dragocena in ne sledijo običajnim stopnjam faznih modelov rasti (Levie & Lichtenstein, 2010).

Podjetja, ki želijo rasti, se lahko v katerikoli fazi oziroma stanju odločajo med različnimi strategijami rasti, ki bodo določale njihovo nadaljnjo pot. V nadaljevanju bom predstavil originalne strategije, ki jih podjetja lahko uporabijo za svojo rast, ter jih združil v tri skupine; intenzivne strategije, strategije integracije in strategije diverzifikacije. O originalnih strategijah govorim, ker ima vsaka veliko različic, ki se lahko prilagodijo panogi, državi, trenutnemu stanju na trgu in seveda podjetju.

2.1.1 Intenzivne strategije

Med intenzivne strategije spadajo obdelovanje trga, razvoj trga in razvoj produkta, kjer je podjetje v središču pozornosti. Podjetja, ki zasledujejo rast z intenzivnimi strategijami, želijo predvsem s povečanjem konkurenčnosti obstoječega portfelja doseči čim večjo rast prihodkov in dobička.

Obdelava trga predstavlja najmanj tvegano obliko rasti, ki predvsem z večjim marketingom poskuša povečati trži delež obstoječih proizvodov in storitev na trenutnih trgih. Omenjena strategija je pogosto uporabljena tako sama kot v kombinaciji z drugimi strategijami rasti. Glavne dejavnosti vključujejo povečanje števila prodajnega osebja, povečanje izdatkov za oglaševanje, ponujanje raznih elementov pospeševanja prodaje ter izboljšanje javnega mnenja (Dahl, 2010). Obdelava trga je lahko še posebej učinkovita strategija v naslednjih okoliščinah (David, 2011):

1. kadar trenutni trgi niso nasičeni z določenim proizvodom oziroma storitvijo;
2. ko bi se lahko stopnja uporabe sedanjih kupcev bistveno povečala;
3. kadar se tržni deleži največjih konkurentov zmanjšujejo, medtem ko je skupna prodaja trga v porastu;
4. ko je povezanost med prodajo in oglaševanjem velika;
5. ko povečane ekonomije obsega zagotavljajo večjo konkurenčno prednost.

Običajno se podjetja po začetni rasti osredotočijo tudi na **razvoj trga**, pri čemer poskušajo predstaviti svoj proizvod oziroma storitev v novem tržnem segmentu. Nov tržni segment lahko predstavlja širitev na nove geografske, demografske ali institucionalne segmente. Eden od načinov povečevanja prodaje je tudi nova uporaba že obstoječih proizvodov (Dahl, 2010). Tako kot obdelava trga predstavlja razvoj trga dokaj enostavno obliko rasti brez prevelikih stroškov za raziskave in razvoj. David (2011) našteva naslednje dejavnike pri katerih je lahko razvoj trga zelo učinkovita strategija rasti:

1. na voljo so zanesljivi, poceni in kakovostni distribucijski kanali;
2. podjetje je zelo uspešno v svoji dejavnosti;
3. obstajajo novi neizkoriščeni ali nenasičeni trgi;
4. podjetje ima potrebni kapital in človeške vire za upravljanje razširjenih operacij;
5. podjetje ima presežne proizvodnje zmogljivosti;
6. panoga nekega podjetja hitro postaja globalna.

Pri strategiji **razvoja produkta** poskušajo podjetja nadgraditi obstoječi prodajni portfelj oziroma razviti nov proizvod ali storitev, ki bi ga/jo lahko tržili tako obstoječim kot novim kupcem. Običajno je tak pristop povezan z velikimi stroški za raziskave in razvoj. Ravno zaradi slednjega je za podjetja v prvi fazi lahko bolje, da se osredotočijo na prodajo novih

proizvodov obstoječim kupcem in s tem zmanjšajo tveganje, kot pa da se istočasno soočijo tako z novim proizvodom kot novim trgom (Dahl, 2010). Še zlasti v naslednjih primerih je lahko strategija razvoja produkta zelo uspešna (David, 2011):

1. podjetje ima uspešne produkte, ki so v zreli fazi življenjskega cikla in s tem pritegne zadovoljne stranke, ki preizkusijo izboljššan oziroma nov proizvod;
2. podjetje deluje v panogi, za katero je značilen hiter tehnološki razvoj;
3. glavni konkurenti ponujajo bolj kakovosten proizvod po primerljivih cenah;
4. podjetje tekmuje v hitro rastoči panogi;
5. podjetje ima močno zmogljivosti raziskave in razvoja.

2.1.2 Strategije integracije

Pod strategije integracije spadajo vse vrste vertikalnih povezav oziroma povezave podjetij določene oskrbovalne verige. Poznamo integracijo naprej, integracijo nazaj in horizontalno integracijo. Dahl (2010) navaja, da se podjetja lahko odločijo za eno izmed strategij integracij šele, ko izčrpajo vse korake intenzivne rasti. Sam se s tem ne strinjam in menim, da bi se morale odločiti za pot vertikalne integracije, če je to v sklopu njegove vizije, in kadarkoli samo meni, da je za to pripravljeno.

Integracija naprej vključuje pridobitev lastništva in s tem večjega nadzora nad podjetji v svojem distribucijskem kanalu. Velika večina podjetij poskuša vsaj v neki meri slediti tej strategiji z vzpostavitvijo spletnih strani za neposredno prodajo proizvoda končnemu kupcu. Integracija naprej je lahko zelo privlačna, kadar so obstoječi distributerji nezanesljivi ali predragi, kadar so distribucijske poti redke in kadar imajo distributerji in trgovci velike marže (David, 2011)

Vse vrste podjetij kupujejo potreben material od dobaviteljev. Z **integracijo nazaj** si priskrbijo lastništvo in povečan nadzor nad svojo dobavno verigo. Podjetja se integracije nazaj poslužujejo predvsem, kadar so trenutni dobavitelji nezanesljivi, predragi ali ne morejo zadovoljiti tekočih potreb podjetja, ko je podjetje soočeno z malo dobavitelji in s pestro konkurenco in ko so za podjetje pomembne stabilne cene inputov. Prednosti integracije nazaj pa se lahko prenesejo tudi na druga področja kot na primer cenejši in potencialno hitrejši razvoj novih proizvodov. Tukaj lahko omenim predvsem izdelavo določenih inputov po meri za kompleksnejše proizvode, zaradi česar lahko podjetje pridobi na času razvoja novega produkta (Dahl, 2010). Mnogokrat tudi deintegracija lahko prispeva k boljšemu poslovanju podjetja, kadar posluje v panogi z globalnim virov dobave. V tem primeru podjetju kupuje pri najugodnejšem ponudniku in celo znižuje ceno pri pogajanjih (David, 2011).

Pri **horizontalni integraciji** podjetja poskušajo pridobiti lastništvo nad svojimi konkurenti. Taka podjetja potencialno hitro pridobijo na rasti ter odstranijo možno oviro v prihodnosti;

resnega konkurenta (Dahl, 2010). Podjetja se za tako vrsto integracije odločajo zaradi povečanja tržnega deleža na obstoječem trgu, izboljšanja svojega monopolnega položaja in kadar ekonomije obsega pomenijo konkurenčno prednost. Ena od prednosti take integracije je tudi v sposobnosti managementa, da že od začetka razume celoten poslovni model konkurenta ter zlahka opravi z nepotrebnimi dvojnimi oddelki oziroma dejavnostmi.

2.1.3 Strategija diverzifikacije

Podjetja z diverzifikacijo dodajo nov proizvod ali storitev k poslovnemu programu podjetja ter se poskušajo prebiti na trge, kjer v preteklosti niso poslovala. V nasprotju z vertikalno integracijo, diverzifikacija ne poveča tržnega deleža podjetja oziroma njegove monopolistične moči. Če jo primerjamo z generičnimi strategijami, lahko pomeni hitrejšo rast, vendar je bolj tvegana. Vpeljava novih proizvodov in trgov, na katerih podjetje ponuja svoje proizvode oziroma storitve, je povezana z večjim tveganjem kot stalna povezanost z eno vrsto proizvodov in storitev (Clawson, 2015).

Obstaja več motivov, ki spodbujajo podjetja k diverzifikaciji: zmanjšanje rasti oziroma stagnacija osnovne dejavnosti podjetja, zmanjšanje odvisnosti od dobaviteljev, notranji kapitalski trg, iskanje novih možnosti za investiranje nerazdeljenih dobičkov, boljša sposobnost, da podjetje izkoristi davčne ugodnosti dolžniškega financiranja, ekonomije povezanosti, želja po večji moči. Še posebno slednji motiv velja tudi za enega izmed največjih stroškov oziroma razlogov za neuspeh diverzifikacij. Sam problem agenta in želja po položaju in moči lahko privedejo do napačnega razloga za diverzifikacijo. Drugi najpogostejši problem pa se pokaže v boju za moč in neskladnost divizij (Lins & Servaes, 1999).

Strategije diverzifikacije postajajo vedno manj priljubljene, saj podjetja le s težavo upravljajo več dejavnosti hkrati. V šestdesetih in sedemdesetih letih 20. stoletja pa je bil tak trend močno prisoten in naj bi prinesel neodvisnost od ene same dejavnosti. Največje tveganje podjetja, ki deluje v eni sami dejavnosti je seveda njegova popolna odvisnost od nje. Še zlasti v današnjem okolju, kjer lahko trend novih tehnologij in spreminjajočih se želja kupcev hitro pripelje določeno dejavnost v težave. Kljub temu mora zasledovanje diverzifikacije pomeniti več kot zgolj razpršitev tveganja v več različnih panog. Delničarji lahko razpršitev tveganja opravijo sami dokaj hitro z nakupom lastniških deležev v podjetjih različnih dejavnosti ali z vlaganjem v vzajemne sklade. Diverzifikacija je smiselna le takrat, kadar prinese večjo vrednost za delničarja, kot bi jo lahko dosegel sam kot posameznik. Podjetja bi morala uporabiti strategijo diverzifikacije za tiste panoge, kjer bi dosledno videli visoke donose na naložbo in kjer bi dosegli večje sinergije med divizijami, kot če bi ti subjekti delovali samostojno (David, 2011). Poznamo dve glavni strategiji diverzifikacije; povezano in nepovezano.

O **povezani diverzifikaciji** govorimo, kadar se vrednostne verige panoge oziroma podjetja z vidika konkurenčnosti pokrivajo z dosedanjo dejavnostjo podjetja. Večja kot je podobnost dejavnosti, večje so tudi možnosti za ustvarjanje konkurenčne prednosti. Večina podjetij je bolj naklonjenih povezani diverzifikaciji, saj lahko izkoristijo naslednje sinergije (David, 2011):

1. prenos konkurenčnega strokovnega in tehnološkega znanja oziroma drugih zmogljivosti na drugo podjetje;
2. združevanje povezanih dejavnosti oziroma podjetij v eno samo organizacijo z namenom doseganja nižjih stroškov;
3. izkoriščanje znane blagovne znamke v skupno dobro;
4. sodelovanje med povezanimi dejavnostmi oziroma podjetij za ustvarjanje konkurenčne prednosti dragocenih virov in kapacitet.

Strategijo **nepovezane diverzifikacije** uporabljajo podjetja, katerih vrednostne verige so tako različne, da v primeru povezav ne more obstajati nobena konkurenčna prednost. Novo področje poslovanja tako ni v nobeni povezavi z obstoječo dejavnostjo podjetja. Z nepovezano diverzifikacijo dajejo podjetja prednost izkoriščanju portfelja podjetij, ki so zmožna dosegati višje finančne rezultate v svoji panogi kot prizadevanju za čim boljši izkoristek vrednostne verige med različnimi dejavnostmi. Podjetja, ki se poslužujejo strategije nepovezane diverzifikacije kot strategije rasti, nenehno iščejo podjetja v različnih panogah, ki so primerna za sklenitev posla in imajo potencial za zagotavljanje visoke donosnosti naložbe. Prezemna podjetja imajo načeloma podcenjena sredstva, predstavljajo podjetja, ki so v finančni stiski ali imajo velike možnosti za rast. Skupna lastnost vseh prevzemnih podjetij pa je v pomanjkanju investicijskega kapitala na kratek rok. Glavna pomanjkljivost nepovezane diverzifikacije je predvsem v dejstvu, da mora matično podjetja za uspešno speljan posel zagotoviti odličen in vsestranski vrhnji management. Veliko težje je upravljati podjetje, ki obratuje v številnih panogah kot v eni sami dejavnosti (David, 2011).

2.2 Zasedovanje hitre rasti

Rad bi poudaril, da lahko podjetja v želji po hitrejši rasti istočasno zasledujejo kombinacijo dveh ali več strategij rasti. Takšno zasedovanje rasti pa seveda pripelje do večjega tveganja. Nobeno podjetje si ne more privoščiti zasedovanja vseh možnih strategij, zato se mora management opreti na sposobnost podjetja in si zadati pravo pot. Med drugim imajo podjetja na voljo omejene resurse in znanja. Pri tem pa ne smemo zapostaviti velikih multikorporacij kjer je kombinacija strategij nekaj običajnega, še posebej ko različne strategije uporabljajo različne devizije (David, 2011).

Kippenberga (1997) je v svoji raziskavi zanimalo, kako lahko nekatera podjetja v času intenzivne konkurence dosežejo hitro rast tako prihodkov kot dobička. V raziskavo je bilo

vključenih trideset podjetij iz tridesetih različnih panog z vsega sveta. Med drugim so intervjuvali managerje, poskušali oblikovati profile in razbrati določene vzorce. V času raziskave se je pokazalo, da nobena vrsta podjetja ni bila boljša od druge. Tudi panoga, življenjska doba podjetja ali starost managerja niso bila ključni dejavniki. Ključni dejavnik rasti takih podjetij je bilo nezanimanje za uspešnost konkurence in osredotočanje na lastno podjetje. To naj bi pripeljalo do večje vrednosti za kupce z manjšimi stroški za podjetje.

Na začetku poglavja sam predstavil različne možnosti rasti, ki jih podjetja lahko uporabijo v različnih fazah oziroma stadijih podjetja. Vendar se moramo zavedati, kot je dobro prikazano v omenjeni raziskavi, da se mora podjetje osredotočiti nase, na svojo učinkovitost, na svoje deležnike ter poiskati ne pravilne, temveč svojo pot do rasti podjetja. Kot je povzela Kirkwood (2009) v svoji res da majhni raziskavi, če se podjetnik odloči za rast svojega podjetja, je velika verjetnost, da bo do nje tudi prišlo.

2.3 Nevarnosti hitre rasti z vidika bank

Rast podjetja ne vodi nujno v brezpogojen uspeh podjetja, povečanje dobičkonosnosti in izboljšanja situacije za vse deležnike. Velikokrat ne da pričakovanih rezultatov in poznamo precej primerov, ko so podjetja začela propadati ali so se pojavili resni problemi prav zaradi njihovega povečanja (Davidsson, Delmar & Wiklund, 2006). Ramezani, Soenen in Jung (2002) so v študiji, ki je vključevala več kot dva tisoč podjetij, analizirali razmerje med rastjo in vrednostjo za delničarje. Njihovi zaključki so pokazali, da maksimizacija rasti ne maksimira tudi dobičkonosnosti podjetja oziroma njegove vrednosti za lastnika. To so dosegala večinoma podjetja z zmerno hitro rastjo tako prihodkov kot dobička. Omenjena raziskava ni upoštevala dejavnikov, kot so izkušnje managementa in človeških virov. Je pa zanimiv eden izmed sklepov, da rast podjetja brez dobičkonosnosti ni vzdržna na dolgi rok. Podjetja ne bi smela gledati na rast kot na enega izmed inputov strateškega planiranja, pač pa kot na output uspešne strategije, usmerjene k ustvarjanju donosnih projektov.

Tako kot pri hitri rasti otroka, kjer vemo da predstavlja velik napor za organizem in smo še posebej pozorni, da mu nudimo dovolj železa, kalcija drugih pomembnih hranil, tako moramo biti pozorni pri hitrorastočemu podjetju. Če nismo od samega začetka pozorni na morebitne pomanjkljivosti, lahko kaj hitro pomanjkljivost kalcija privede do šibkih kosti in težav z osteoporozo v kasnejših letih. Predvsem management se mora pri rasti zavedati pomembnosti nekaterih bistvenih dejavnikov, ki jim bodo pomagali do zdravega in uspešnega podjetja.

Želja po povečanju prodaje lahko pripelje hitrorastoče podjetje do vedno večjih težav pri pridobivanju potrebnega denarnega toka iz rednega poslovanja. Ker zasledovanje rasti zahteva veliko kapitala, se hitrorastoča podjetja pogosto srečujejo s **pomanjkanjem obratnega kapitala**. Z višjo stopnjo porabe denarja izključno za rast se poveča tudi verjetnost, da bo

podjetje v bližnji prihodnosti primorano iskati več kapitala. Še večje tegobe pa lahko nastanejo, ko dodatna sredstva niso na voljo oziroma jih podjetje zaradi kakršnegakoli razloga ne more pridobiti. Če podjetje ni bilo uspešno pri planiranju za nadaljnje potrebe rasti, se lahko hitro znajde v situaciji, ko prevzame preveč kredita. Še zlasti v začetnih fazah rasti lahko managerji prevzamejo ogromne količine dolga za financiranje rasti. Z novimi naročili pa se kopičijo tudi dolgovi. Pogosto taka spirala pripelje podjetje do prevelikega finančnega vzvoda, ko ne more servisirati svojih dolgov, kar lahko pripelje podjetje do insolventnosti (Kearns, 2011). V tej fazi je dober finančni načrt ključnega pomena tako za podjetje kot za banko. Še zlasti v primerih hitre rasti in novih projektov sta dober denarni tok in njegova napoved med glavnimi kazalniki, na katere se opre banka pri sklepanju novega kreditnega posla.

Ko govorimo o obratnem kapitalu skorajda ne moremo mimo **kupcev**, saj bi ju lahko brez težav obravnaval skupaj. Vseeno menim, da predstavljajo ločen pogled; tako izbira pravih kupcev kot skrb za njihovo zadovoljstvo. S hitro rastjo se podjetja vselej soočajo s povečanjem terjatev do kupcev, ki lahko z nepravilno izbiro ali osredotočanjem na enega ali peščico kupcev pripelje podjetje do resnih težav kljub dobičkonosnosti, prikazani v bilancah. Čeprav je dvig terjatev do kupcev nekaj povsem običajnega pri hitrorastočih podjetjih, bo banko pri sklenitvi kreditnega posla zanimalo kakšne plačilne roke zastavlja podjetje svojim kupcem, koliko terjatev je zapadlih in kakšna je strategija izterjave zapadlih terjatev. Po drugi strani pa podjetje ne sme zanemariti tako obstoječih kot novih kupcev in mora poskrbeti, da lahko svojim strankam nudi kakovostno storitev (Kearns, 2011).

Rast podjetja močno vpliva tudi na **zaposlene** v podjetju. Tukaj bi omenil dva dejavnika. Novi napor in nove naloge, s katerimi se srečuje posameznik, lahko vodijo do povečanega stresa, slabe morale in celo preprirov, kjer jih prej ni bilo. To se še zlasti dogaja, ko zaposleni niso pripravljeni za rast in ne razumejo sprememb. Pomembna pa sta tudi sproten in pravočasen pritok novih ljudi in kakovostno usposabljanje, s katerim bodo lahko čim prej prispevali k normalnemu poslovanju in nadaljnji rasti podjetja. Še posebej za majhna podjetja je eden izmed glavnih izzivov med hitro rastjo tudi iskanje zaposlenih, ki imajo znanje in sposobnosti, potrebne za nadaljnji razvoj podjetja. Čeprav med zaposlene štejemo tudi **management**, ima vodstvo podjetja pri delovanju in rast podjetja posebno vlogo. Ker odločitve managementa določajo uspešnost vseh naštetih dejavnikov, se jim v tem delu ne bom posebej posvečal, vseeno pa se mi zdi prav, da jih posebej izpostavim. Med drugimi je pomembna izbira pravega vodstva, ki razume poslovanje podjetja, dinamiko rasti in njene pasti (Time, 2015). Banko v povezavi z zaposlenimi lahko zanima predvsem, katere posamezne osebe so ključnega pomena za uspešno delovanje in nadaljnjo rast. (strokovnjak na določenem področju, specialist za raziskave in razvoj itd.), kakšno je njihovo zadovoljstvo in kakšna je splošna klima v podjetju. Pri managementu pa kakšna je njihova strokovnost, kakšne pretekle izkušnje imajo z rastjo podjetja in kakšen je značaj podjetja.

V luči hitre rasti se podjetja kar hitro zanesejo na trenutno dobro poslovanje, pri tem pa zanemarijo celotno sliko in **dolgoročno planiranje**. Rast, ki jo lahko podjetje dosega v kratkem roku, ne mora biti vzdržna brez ustreznega planiranja (tudi denarnega toka) in določanja ciljev. Podjetje se mora zavedati, kateri deli poslovanja so bistveni, in jih ustrezno nadgrajevati. Pri tem pa ne sme pozabiti na procese kontrole, ki se morajo sproti prilagajati vedno večjim zahtevam podjetja in s tem pravočasno obveščati vodstvo o pomembnih informacijah in napredku. Obvladovanje tveganj je ena temeljnih nalog dolgoročnega planiranja. Ko se poslovanje širi, se spreminjajo tudi tveganja, s katerimi se srečuje podjetje. Uspešno rastoča podjetja poskušajo prepoznati nova tveganja, ko se pojavijo in prilagajajo potrebne procese. Bistvena je torej celovita strategija za doseganje želene rasti na nadzorovan in kontroliran način (Risk management, 2015). Banko bo zanimalo predvsem, ali je trenutna rast podjetja morda posledica ugodnega trenutka na trgu ali stoji za njo ustrezná strategija in dolgoročno planiranje, ki sta ključna za nadaljevanje zdrave rasti. Med drugim se bo poglobila v plan podjetja in njegovo vzdržnost glede na svoj pogled na razmere na trgu.

Podjetja lahko v želji po čim večji rasti začnejo sprejemati **velike in tvegane posle**. Za tak način rasti se lahko odločijo že v samem začetku in s tem povečajo celotno tveganje poslovanja zaradi neizkušenosti, nepripravljenosti in težav s pridobivanjem obratnih sredstev. Nekatera podjetja pa se ne morejo sprizniti z dejstvom, da se vsaka hitrorastoča panoga naposled ohladi in rast, kot je bila vidna v preteklih letih, ni več možna. Managerji v takem primeru še vedno zasledujejo rast daleč po tem, ko novih možnosti ni več, in sprejemajo večja tveganja. Tako lahko spregledajo očitne znake ohlajevanja panoge in še naprej vlagajo v širitev, ki na koncu večinoma prinese manj kot povprečne donose, namesto da bi ustvarjeni dobiček ponudili investitorjem. Širitev tako ne znižuje samo dobička, temveč tudi odžira denarni tok podjetja, ki bi lahko šel k investitorjem (McClure, 2015)

Vodilni v podjetju se morajo zavedati, kdaj omejiti rast, še zlasti kadar je nevdržna ali ne more ustvari ustrezne dodane vrednosti. To je seveda težko preprečiti, saj managerji stremijo za rastjo bolj kot za stabilizacijo podjetja. Pogosto pa je tudi variabilni del managerjevih prihodkov vezan ravno na rast prihodkov in dobička. Prav tako je investicijski trg velikokrat osredotočen na rast, predvsem na kratki rok, in nagrajuje z višjo ceno delnice.

V nadaljevanju sledi empirična analiza, ki je sestavljena iz dveh glavnih delov. Prvi del obsega finančno analizo, kjer bom poskušal najti razlike v računovodsko-finančnih postavkah in finančnih kazalnikih hitrorastočih podjetij. Drugi del se nanaša na analizo rezultatov ankete, kjer bom hitrorastoča podjetja spraševal o njihovem odnosu z bankami.

3 EMPIRIČNA ANALIZA

Po opredelitvi tveganja bank in rasti podjetja se bom v tem poglavju s pomočjo finančne analize osredotočil na vrednosti pomembnih postavk v računovodsko-finančnih izkazih ter

predvsem na finančne kazalnike vseh podjetij, vključenih v analizo. Po razdelitvi izbranih podjetij v tri različne skupine glede na njihovo rast želim preveriti, ali obstajajo razlike med postavkami v računovodsko-finančnih izkazih in finančnimi kazalniki. Za vsako podjetje, vključeno v finančno analizo, sem pridobil finančne izkaze oziroma letna poročila (če so bila na voljo) za leta 2011, 2012 in 2013.

3.1 Predstavitev skupin in kriterijev

Za namene finančne analize sem oblikoval tri skupine, v vsaki je deset hitrorastočih podjetij, ki so si zaradi boljše reprezentativnosti med seboj čim bolj podobna. Pri tem se nanašam na povprečno rast podjetja. To je bil glavni kriterij, ki sem ga uporabil pri oblikovanju različnih skupin hitrorastočih podjetij. Razmišljal sem o dodajanju dodatnih kriterijev, npr. rast števila zaposlenih, rast EBITDA, rast celotnih sredstev in rast dobička. Vendar bom tekom analize poskušal pojasniti vpliv hitre rasti podjetja na omenjene postavke, zato jih na koncu nisem vključil med razvrstitvene kriterije. Glavni kriterij (kasneje bomo videli, da sem za končni izbor potreboval kar nekaj dodatnih) deli podjetja v tri skupine na naslednji način:

Skupina A: Povprečna rast prihodkov v obdobju 2011-2013 je med 5 in 10%;

Skupina B: Povprečna rast prihodkov v obdobju 2011-2013 je med 15 in 20%;

Skupina C: Povprečna rast prihodkov v obdobju 2011-2013 je nad 40%.

Kot lahko vidimo, se zgornja meja skupine A ne sovпада s spodnjo mejo skupine B. Pri oblikovanju mejnih vrednosti sem želel pridobiti skupine, v katerih so posamezna podjetja podobna, medtem ko so skupine med seboj čim bolj različne. Zaradi analiziranja razlik med različno hitrorastočimi podjetji, so vmesni razredi namenoma izpuščeni. Po začrtanem okviru različnih skupin sem moral izbrati primerna podjetja. Ker smo imeli v Sloveniji konec leta 2013 182.089 podjetij (Statistični urad Republike Slovenije, 2015a), sem si pomagal z nekaterimi že izdelanimi seznamami. Ajpes iz javno objavljenih letnih poročil gospodarskih družb in samostojnih podjetnikov posameznikov ter v skladu z metodologijo Ministrstva za gospodarski razvoj in tehnologijo vsako leto pripravi in objavi seznam hitrorastočih podjetij. Tako sem uporabil sezname hitrorastočih podjetij, ki jih je pripravil Ajpes za leta 2011, 2012 in 2013. V posameznih obdobjih je seznam hitrorastočih podjetij štel 4.380 podjetij v letu 2011, 3.725 podjetij v letu 2012 ter 3.867 v letu 2013. Poudariti moram, da osnovo za pripravo seznama hitrorastočih podjetij predstavljajo le gospodarske družbe in samostojni podjetniki posamezniki. Pred uporabo izločitvenih kriterijev so tako že izključene zadruga, pravne osebe javnega prava, društva, nepridobitne organizacije ter druge fizične osebe. Izločitveni kriteriji, ki jih je AJPES (Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, 2014) uporabil pri sestavljanju seznama za leto 2013, so:

1. čisti prihodki od prodaje v letu 2013 so manjši od 100.000 EUR;

2. podjetja, ki niso dosegla dvojne rasti čistih prihodkov v letu 2013 v primerjavi z letom 2009;
3. manj kot dva zaposlena v letu 2013 (pri samostojnih podjetnikih se upošteva nosilec dejavnosti + en zaposleni);
4. podjetja, ki so imela v letu 2013 manj zaposlenih kot v letu 2009;
5. podjetja, ki so v obdobju od 2009 do 2013 izkazala kumulativno čisto izgubo;
6. podjetja, kjer je dodana vrednost v letu 2013 manjša kot dodana vrednost v letu 2009;
7. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2013;
8. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2009;
9. podjetja, kjer je dodana vrednost na zaposlenega v letu 2013 manjša kot 21.000 EUR;
10. ni podatka za leto 2009;
11. podjetja, ki niso poslovala 12 mesecev v letu 2009 ali 2013;
12. podjetja, ki so v večinski državni lasti (več kot 50%);
13. podjetja v dejavnostih L, O, S, T, U v letu 2013 (L = poslovanje z nepremičninami, O = dejavnosti javne uprave, obrambe, socialnega varstva, S = druge dejavnosti, T = dejavnosti gospodinjstev, proiz. za lastno rabo, U = dejavnost eksteritorialnih organizacij in teles).

Na osnovi pridobljenih podatkov sem preveril, katera podjetja so bila vključena v vse tri sezname, pri čemer sem število možnih kandidatov zmanjšal na 1.234. Novo sestavljeni seznam 1.234 podjetij tako uporablja kriterije vseh treh seznamov, pri čemer se vsi zgoraj omenjeni kriteriji, ki se nanašajo na leti 2009 in 2013, dopolnijo s t-1 in t-2. Celoten spisek kriterijev, uporabljen v vseh treh seznamih hitrorastočih podjetij, ki jih je pripravil Ajpes je na voljo v prilogi 1.

V skrajšanem seznamu 1.234 podjetij sem nato za vsako podjetje izračunal relativno povprečno rast prihodkov leta 2013 v primerjavi z letom 2011, relativno rast prihodkov leta 2012 v primerjavi z letom 2011 ter relativno rast prihodkov leta 2013 v primerjavi z letom 2012. Poleg glavnega kriterija omenjenega na začetku tega poglavja, sem zaradi boljše reprezentativnosti skupin določil, da mora rast prihodkov med posameznimi leti (torej 2011-2012 in 2012-2013) sovpadati z mejami skupin. S takšnim pristopom sem zmanjšal število hitrorastočih podjetij v izboru na le 64, razdeljenih v naslednje skupine:

Skupina A = 34 možnih podjetij

Skupina B = 16 možnih podjetij

Skupina C = 14 možnih podjetij

Za potrebe nadaljnjega izločanja sem moral določiti dodatne kriterije. Iz celotnega možnega izbora sem izločil podjetja, ki trenutno ne obratujejo več. Izkazalo se je, da sem lahko izločil po eno podjetje iz skupin A in C. Za vsa podjetja v ožjem izboru (skupaj 62) sem sedaj primerjal rast prihodkov leta 2011 v primerjavi z letom 2010 in pri tem:

V skupini A izločil štiri podjetja; tri so imela negativno rast prihodkov v letih 2010-2011, eno podjetje pa je doseglo nereprezentativen skok prihodkov kar 380%.

Pri skupini B sem izločil šest podjetij; dve sta imeli negativno rast prihodkov v letih 2010-2011, štiri podjetja pa so beležila rast prihodkov pod 10%.

V skupini C sem lahko zaradi majhne rasti prihodkov v letih 2010-11 (pod 10%) izločil dve podjetji.

Po omenjenem koraku sem prišel do končnih desetih podjetij za skupini B in C, še vedno pa sem imel na voljo 29 relevantnih podjetij za skupino A. V tej skupini sem preveril, katera podjetja beležijo rast prihodkov v letih 2010-11 v določenih mejah 5-10%. Temu kriteriju sta zadostili le dve podjetji, ki sem ju prednostno vključil v skupino. Ostalih 27 podjetij sem nato razvrstil glede na absolutno razliko med njihovo rastjo v letih 2010-11 in sredino razreda (v tem primeru 7,5). Po končni razvrstitvi sem izbral zadnjih osem podjetij z najmanjšo absolutno razliko.

Po dolgem procesu in vpeljevanju vedno novih kriterijev sem na koncu izoblikoval končni seznam tridesetih podjetij, razdeljenih v tri skupine. Pri vseh kriterijih sem se oziral na izboljšanje reprezentativnosti skupin, ki bodo predstavljala osnovo za mojo finančno analizo. Podroben seznam uporabljenih podjetij po skupinah je zaradi zagotavljanja anonimnosti na voljo le pri avtorju magistrskega dela.

3.2 Analiza finančno-računovodskih postavk

Osnovni podatki o poslovanju izbranih podjetij so analizirani na podlagi finančno-računovodskih izkazov. Pri analizi se bom osredotočil na posamezne bilance stanj in izkaze poslovnega izida. Pri tem bi rad poudaril, da bilanca stanja prikazuje finančni položaj podjetja na določen dan. Medtem ko sta struktura in višina premoženja podjetja (t.i. sredstva) izkazani na aktivni strani, so viri financiranja, s katerimi podjetje financira svoje premoženje (t.i. obveznosti do virov sredstev) izkazani na pasivni strani. Obe strani bilance stanja morata biti vedno izenačeni. S tem dosežemo t.i. bilančno ravnotežje. Na drugi strani pa namesto časovnega prereza in finančnega položaja v točno določenem trenutku, izkaz poslovnega izida izkazuje prihodke in odhodke v določenem obdobju. To obdobje lahko predstavlja eno leto ali katerokoli drugo zadano obdobje (npr. četrletje), za katero se izkaz poslovnega izida pripravlja (Zaman, Hočevar & Igličar, 2007). Četudi se posamezna bilanca pripravlja za enako obdobje, lahko v nekaterih primerih opazimo različne začetne in končne datume. Kot lahko vidimo pri enem izmed podjetij, vključenih v finančno analizo, je računovodsko leto postavljeno od začetka oktobra do konca septembra. Razlogov za računovodsko leto, ki je

različno od koledarskega, je veliko. Najpogosteje pa podjetja uporabljajo začetek in konec poslovnega leta, ki sovpada z njihovim ciklom poslovanja (Coman, 2015).

Izkaz poslovnega izida ima po zakonu dve različici in podjetja običajno uporabljajo tisto, ki je najprimernejša glede na njegovo mednarodno sodelovanje. Od izbrane različice je odvisno tudi evidentiranje poslovnih dogodkov ter potrebne priloge računovodsko-finančnih izkazov. V različici I so stroški izkazani kot nabavna vrednost prodanega blaga in materiala, stroški porabljenega materiala, stroški storitev, stroški plač itd. ter razvrščeni po naravnih vrstah. V različici II pa so stroški prikazani po funkcionalnih skupinah, kot so nabavna vrednost prodanega blaga, proizvodni stroški prodanih proizvodov, stroški prodajanja in stroški splošnih dejavnosti (Slovenski računovodski standardi, 2006). Čeprav je izbira različice poslovnega izida prepuščenega podjetju, se je vseh 30 podjetij, vključenih v finančno analizo, odločilo za pripravo izkaza poslovnega izida po različici I.

V nadaljevanju bom obravnaval naslednje finančno-računovodske postavke: prihodki, poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo, poslovni izid, celotna sredstva, kapital ter dodatne postavke število zaposlenih, pravne oblike podjetij ter starost podjetja. Zbirna tabela vseh izračunanih finančno-računovodskih postavk je na voljo v prilogi 2.

3.2.1 Prihodki

Gledano po skupinah, izračunano povprečje prihodkov v letu 2013 znaša 9.697 tisoč EUR (v nadaljevanju TEUR) za skupino C, TEUR 5.091 za skupino B in TEUR 10.849 za skupino A. Glede na to, da večja podjetja potrebujejo večjo nominalno rast prihodkov, da lahko tekmujejo v absolutni razliki, kot manjša, skorajda ni presenetljivo, da je povprečje največje v skupini A. Glede na pričakovanja bi izpostavil skupino C, kjer eno izmed podjetij izkazuje prihodke v letu 2013 v višini TEUR 80.648. Vsa ostala podjetja v isti skupini imajo prihodke, ki so manjši od TEUR 4.000. Glede na rast prihodkov v vseh treh skupinah pa skorajda ni presenetljivo, da najmanjše povprečje prihodkov leta 2011 izkazuje prav skupina C z TEUR 3.353. Povprečje prihodkov v letu 2011 v skupini B znaša TEUR 3.708, v skupini A pa TEUR 9.486.

Z izračunom rasti mediane leta 2013 v primerjavi z letom 2011 sem želel preveriti, ali so postavljeni kriteriji izoblikovali primerne skupine podjetij, ki so med seboj dovolj homogene, vendar izkazujejo razlike v primerjavi s ostalima dvema. Rast povprečne mediane 2011-13 za skupino C znaša 82,5%, za skupino B 16,7% in za skupino A 7,6%. Skupaj z najvišjo in najnižjo povprečno rastjo za posamezno podjetje iz vseh treh skupin (glej Tabelo 1) sem s postavitvijo skupin zadovoljen.

Tabela 1: Rast prihodkov podjetij po skupinah

	Glavni kriterij skupine (% rasti prihodkov 2011-2013)	Rast mediane prihodkov celotne skupine 2011-2013 (v %)	Najmanjša rast prihodkov 2011-2013 posameznega podjetja v skupini (v %)	Največja rast prihodkov 2011-2013 posameznega podjetja v skupini (v %)
Skupina A	5-10	7,7	5,7	9,2
Skupina B	15-20	16,7	15,4	19,6
Skupina C	> 40	82,5	53,0	99,1

3.2.2 Poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo

Poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*; v nadaljevanju EBITDA) je indikator uspešnosti poslovanja podjetja v osnovni dejavnosti. EBITDA se lahko izračuna na dva različna načina. Za osnovo lahko vzamemo prihodke, od katerih odštejemo odhodke, vendar pazimo, da izključimo odhodke za obresti, davke in amortizacijo. Po drugem načinu pa čistemu dobičku le prištejemo odhodke za obresti, davke in amortizacijo. EBITDA se uporablja za analizo podjetij in panog, saj odpravlja učinke financiranja in računovodskih odločitev. Poleg tega je EBITDA zelo dober indikator in vsesplošno uporabljen pri primerjavi donosnosti med podjetji in panogo oziroma pri analizi konkurenčnih podjetij (angl. benchmark analysis) (Hamilton, 2003).

EBITDA se v mnogih primerih uporablja kot nadomestilo za izračun denarnega toka. Čeprav je EBITDA dobro merilo ocenjevanja donosnosti, tega ne moremo trditi za denarni tok. EBITDA v izračunu ne upošteva denarnih sredstev potrebnih za financiranja obratnega kapitala in zamenjave zastarele opreme, ki sta lahko v nekaterih podjetjih bistvenega pomena (Eastman, 1997).

V primerjavi z EBIT (angl. *Earnings Before Interest and Taxes*), EBITDA popravlja poslovni izid iz poslovanja še za amortizacijo in odpise, ki poslovni izid sicer bremenijo, vendar ne predstavljajo neposrednega denarnega toka. Pri tem bi rad opozoril na neposrednost denarnega toka, saj lahko med drugim zagovarjamo, da npr. obstoj dobrega imena v bilancah signalizira potrebo po bodočem oglaševanju ter drugih stroških vzdrževanja in razvoja z namenom ohranitve vrednosti kupljenega dobrega imena (Previts, 2002).

Ker izračun EBITDA ni standardiziran po mednarodnih računovodskih standardih GAPP in IFRS, lahko podjetja izračun interpretirajo po lastni volji. Na žalost je zaradi omenjenega dejstva EBITDA lahko podvržen ustvarjalnemu računovodstvu (angl. *Creative accounting*).

Podjetja lahko pri pripravi finančnih izkazov nekatere odhodke kategorizirajo kot izredne in jih s tem izključijo iz izračuna EBITDA. Posledično lahko taka podjetja izkažejo večjo donosnost iz rednega poslovanja in zavedejo bodoče investitorje in ostale deležnike. V skrajnem primeru lahko podjetja vključijo različne postavke v izračun EBITDA v dveh zaporednih obdobjih. Sam ne bi zavrnil EBITDA zaradi njenih omejitev, saj nam da pomembne informacije glede uspešnosti osnovne dejavnosti ter še posebej za banko možnega poplačila kredita ob morebitni stagnaciji podjetja ter brez investicijskih odhodkov. Pri interpretiranju EBITDA moramo vseeno biti pazljivi na postopek izračuna, njene omejitve in kaj nam izračunana številka v resnici pove. Vsekakor pa je priporočljivo EBITDA na podlagi lastnih predpostavk izračunati samostojno (Previts, 2002; Investopedia, 2015).

V magistrskem delu ne bom definiral izračuna EBITDA s ciljem približanja rezultata denarnemu toku, temveč bom za okvir vzela vse prihodke in odhodke, povezane z osnovno dejavnostjo podjetja. Z EBITDA želim predvsem izračunati in predstaviti operativni poslovni izid podjetja. Po omenjenem principu sem EBITDA za vsako podjetje v vzorcu izračunal na naslednji način:

$$\begin{aligned}
 EBITDA = & \\
 & \text{čisti prihodki od prodaje} \\
 & +/- \text{ spremembe vrednosti zalog proizvodov in} \\
 & \text{nedokončane proizvodnje} \\
 & + \text{ usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve} \\
 & - \text{ nabavna vrednost prodanega blaga in materiala} \\
 & \text{ter stroški porabljenega materiala} \\
 & - \text{ stroški storitev} \\
 & - \text{ stroški dela} \\
 & + \text{ drugi poslovni prihodki} \\
 & - \text{ drugi poslovni odhodki} \\
 & - \text{ prevrednotovalni poslovni odhodki pri} \\
 & \text{obratnih sredstvih}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Kot je razvidno iz enačbe (1), sem pri izračunu EBITDA upošteval tudi prevrednotovalne poslovne odhodke pri obratnih sredstvih, ki jih v bilanci stanja najdemo pod poglavjem amortizacija. Ker menim, da upravljanje z obratnimi sredstvi predstavlja velik del osnovne dejavnosti in kjer omenjeni odhodki večinoma zajemajo odpis zalog ter terjatev do kupcev, se mi jih zdi smiselno vključiti v izračun. Med drugimi pričakujem tudi boljšo predstavitev zelenega operativnega poslovnega izida podjetij. Enakega postopka izračuna EBITDA se bom držal tudi kasneje, kadar bo nastopala kot eden izmed inputov za izračun relevantnih kazalnikov.

Pri našem vzorcu me je presenetila nizka rast EBITDA v skupini A. Od leta 2011 do leta 2013 je EBITDA podjetij v skupini A rasla v povprečju le za 3,8%. Skupina B izkazuje povprečno rast pri 36,9%. Rast EBITDA v skupini C je bila konstanta v obeh letih pri kar 75%. Čeprav je EBITDA skupine A v opazovanem obdobju rasla najpočasneje, pa je zanimivo dejstvo, da je skupna vrednost EBITDA posameznih podjetij med vsemi tremi skupinami največja prav pri skupini A z EUR 10,8 mio EUR. Sledi ji skupina B z EUR 10,1 mio, skupina C pa izkazuje najmanjšo EBITDA pri EUR 3 mio. V nadaljevanju bo zanimivo videti, kako se bo EBITDA marža razlikovala po različnih skupinah (glej poglavje 3.3).

3.2.3 Poslovni izid

Preden pogledamo kako se poslovni izid razlikuje po skupinah, bi rad poudaril, da je poslovni izid oziroma dobiček (ali na drugi strani izguba) ena izmed najbolj razširjenih in napačno interpretiranih računovodskih kategorij. Navsezadnje je dobiček številka, ki jo je računovodja izračunal glede na različne predpostavke in želje managementa. Po drugi strani pa je status računovodje zaradi ustvarjalnega računovodstva in vedno večjih škandalov na slabem glasu (Blake, Bond, Amat & Oliveras, 2002). V nekaterih panogah so taka dejanja postala tako vsakdanja, da so dobila celo ime. Primer hollywoodskega računovodstva (angl. *Hollywood accounting*) je eno izmed takih dejanj, kjer podjetja skozi celotno panogo z znanimi in zakonitimi računovodskimi prijemi poskuša povečati odhodke in s tem zmanjšati dobiček. Tako je postavka dobiček oziroma izguba izgubila pomen pri pregledu dobičkonosnosti filma ali kakršnegakoli sporazuma, vezanega na dobiček od prodaje v filmski industriji (Susman, 2001).

Podjetja v našem vzorcu izkazujejo precej hitro rast poslovnega izida. Povprečna rast dobička skupine C je bila od 2011 do 2013 kar 91,7%. Tudi skupina B izkazuje visoko povprečno rast dobička, kar 46,1%, v primerjavi s skupino A (8,1%). Dobitek vseh treh skupin skozi leta raste hitreje kot rastejo prihodki. Pri pregledu našega vzorca je zanimivo, da nobeno podjetje v letih od 2011 do 2013 ne izkazuje izgube. Po natančnejšem pregledu bilanc pa so mi pozornost pritegnile naslednje malenkosti. Eno izmed podjetij v vseh treh letih izkazuje »druge prihodke« večje od izkazanega dobička. Spet drugo izkazuje odložene davke večje od dobička tistega leta. Rad bi poudaril, da tukaj ne namigujem na primere ustvarjalnega računovodstva, vendar če bi banka želela vstopiti v kreditni posel s takim podjetjem, bi se morali taki primeri vzeti pod drobnogled in nejasnosti razložiti tekom kreditne analize. Več pa nam mogoče povejo tudi kazalniki v nadaljevanju, ki se navezujejo na donosnost.

3.2.4 Celotna sredstva

Celotna sredstva oziroma celotna aktiva lahko vrednostno drugače poimenujemo tudi celotne obveznosti ali celotna pasiva. Znesek celotnih sredstev in celotnih obveznosti v bilanci stanja

lahko zasledimo vsakega na svoji strani (aktivni in pasivni). Vendar pa sta zaradi bilančnega ravnotežja ti dve številki vedno identični. Rad bi poudaril, da morata biti celotna zneska na vsaki strani bilance stanja enaka tako na koncu poslovnega leta kot po vsakem računovodskem dogodku (Zaman, Hočevnar, & Igljčar, 2007). Za namene tega dela bom v vseh primerih govoril o celotnih sredstvih.

Celotna sredstva predstavljajo bilančno vsoto, na eni strani seštevek dolgoročnih in kratkoročnih sredstev ter na drugi strani kapitala ter dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti. Kako se posamezne postavke gibljejo in kakšna so razmerja med njimi, si bomo podrobno pogledali v nadaljevanju. V našem vzorcu so najmanjša povprečna celotna sredstva izkazana v skupni C v višini okoli EUR 1,5 mio. Skupina B izkazuje povprečna sredstva v višini EUR 10,9 mio, skupina A pa okoli EUR 5,1 mio. Čeprav skupina C izkazuje občutno manjša sredstva, pa ta rastejo hitreje kot v ostalih dveh skupinah. Celotna sredstva med leti 2011 in 2013 rastejo v skupini C v povprečju kar za 67,9%, v primerjavi z 13,5% ter 7,3% za skupini B in A.

3.2.5 Kapital

Kot sem omenil v prejšnjem poglavju, je kapital eden izmed glavnih delov, ki sestavljajo pasivno stran bilance. Kapital je sestavljen iz osnovnega kapitala, kapitalskih in zakonskih rezerv, presežkov iz prevrednotenja ter prenesenega in tekočega poslovnega izida. Ker si bomo kapitalski količnik podrobneje pogledali v nadaljevanju, bi na tem mestu predstavil gibanje kapitala skozi leta. Kapital podjetij v skupini C je v povprečju v obdobju 2011-13 rasel kar za 64,8%. Če rast primerjamo z rastjo celotnih sredstev, je odstotek skorajda enak. Zanimivo pa je dejstvo, da je kapital v istem obdobju rasel za 26,2% v skupini B in za 14,1% v skupini A. Čeprav je bila stopnja rasti kapitala ter celotnih sredstev za podjetja v skupini C dokaj usklajena pa zasledimo skorajda dvakratno rast kapitala za podjetja skupin B in A v primerjavi s celotnimi sredstvi.

3.2.6 Število zaposlenih

Ko primerjamo skupno število zaposlenih (kot povprečno število zaposlencev na podlagi delovnih ur v obračunskem obdobju) po skupinah, je jasna razlika med hitrorastočimi podjetji ter skupino B in A. V letu 2013 imajo vsa podjetja v skupini C skupaj le 73,51 zaposlenih, medtem ko ta številka naraste na 671,25 v skupini B ter 634,01 v skupini A. Zanimiv je tudi podatek o rasti števila zaposlenih, ki ne glede na omenjene nominalne vrednosti skorajda sledi trendu rasti prihodkov. Torej skupno število zaposlenih v opazovanih podjetjih je v povprečju raslo za 33,3% v letih 2011-13 v skupini C ter le za 9,0% v skupini B in 5,6% v skupini A. Četudi je skupno število vseh zaposlenih v skupini C bistveno manjše od tistega, izračunanega

za skupini B in A, je bistven tudi podatek o rasti zaposlenosti. Ta narašča skorajda enako hitro kot rast prihodkov.

3.2.7 Pravne oblike podjetij

Po pregledu pravnih oblik podjetij v vzorcu sem opazil, da je največ podjetij organiziranih kot družba z omejeno odgovornostjo (d.o.o.) in kot samostojni podjetnik (s.p.). Po eno podjetje predstavlja delniška družba (d.d.) ter družba z neomejeno odgovornostjo (d.n.o.). Kot vidimo v Tabeli 2, kjer je predstavljeno tudi celotno število podjetij po posameznih oblikah organiziranosti konec leta 2013, je za relativno majhen vzorec predstavnost precej dobra. Rad bi poudaril, da celotno število podjetij konec leta 2013 v višini 146.565 predstavlja le gospodarske družbe in samostojne podjetnike. Druge oblike organiziranosti, kot so društva (konec leta 2013 predstavljajo 23.005 subjektov) in zavodi (2.607), so pri izračunu izvzete, saj so bile v postopku izoblikovanja končnega vzorca izključene.

Tabela 2: Pravne oblike podjetij po skupinah

Pravna oblika	Skupina A	Skupina B	Skupina C	Skupaj	% celotnega vzorca	Št. podjetij v SLO konec leta 2013*	% celotne populacije
s.p.	1	5	2	8	26,7	78.760	53,7
d.o.o.	8	4	8	20	66,7	65.396	44,6
d.d.	-	1	-	1	3,3	826	0,6
d.n.o.	1	-	-	1	3,3	1.132	0,8
k.d.	-	-	-	-	-	562	0,4
Skupaj	10	10	10	30	100,0	146.676	100,0

*Legenda: * Izračunane vrednosti predstavljajo le gospodarske družbe in samostojne podjetnike.*

VIR: Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, Poslovni subjekti v Poslovnem registru Slovenije po pravnoorganizacijskih oblikah, po četrtletjih, 2015, str. 1.

3.2.8 Starost podjetij

Glede na izbrane kriterije nobeno podjetje ne mora biti mlajše od osem let. Kljub temu pa celoten vzorec tridesetih podjetij že vključuje dve podjetji, ki sta stari devet let. Glede na povprečno starost je skupina C, torej skupina hitrorastočih podjetij, najmlajša s povprečno starostjo 16,5 leta. Skupina A je v povprečju stara 17 let, medtem ko so podjetja v skupini B stara 21,5 leta. Zanimivo je tudi dejstvo, da sta v skupini B le dve podjetji mlajši od 20 let, medtem ko so v skupini C le štiri podjetja starejša od 20 let.

V nadaljevanju bom predstavil analizo finančnih kazalnikov in interpretiral dobljene rezultate.

3.3 Analiza finančnih kazalnikov

Finančni kazalniki so koristni indikatorji uspešnosti poslovanja in finančnega položaja. Ena izmed najbolj pomembnih lastnosti kazalnikov je ta, da se večinoma lahko izračunajo iz podatkov, ki jih najdemo v računovodskih izkazih in letnih poročilih. Izražajo namreč razmerja med postavkami v javno objavljenih izkazih. V glavnem jih uporabljajo banke, upniki, delničarji, investitorji in računovodje. Vendar pa se z izboljšanjem finančne pismenosti in vedno večjega delovanja malih investitorjev na trgu njihova uporabnost povečuje (Ocal, Oral, Erdis & Vural, 2007).

Kljub temu, da zagotavljajo informacije na podlagi preteklih podatkov, lahko finančne kazalnike uporabimo za prepoznavanje notranjih prednosti in slabosti. Finančni kazalniki se uporabljajo za različne namene; od ocene sposobnosti podjetja, da odplača svoje finančne obveznosti, do ocenjevanja poslovnih in vodstvenih uspehov in v nekaterih primerih tudi zakonsko regulacijo delovanja pravnih oseb (Barnes, 1987).

Finančni kazalniki se lahko uporabljajo za analizo trendov in primerjavo uspešnosti poslovanja z drugimi podjetji ter celo primerjavo panog. V magistrskem delu želim med drugim med seboj primerjati vrednosti finančnih kazalnikov treh različnih skupin podjetij. S primerjavo bom poskušal poiskati značilnosti posamezne skupine in medsebojne razlike.

V literaturi lahko zasledimo različne kvalifikacije finančnih kazalnikov. Za namene tega magistrskega dela sem se odločil za razdelitev kazalnikov glede na informacije, ki jih zagotavljajo:

1. velikost in kazalniki učinkovitosti;
2. kazalniki donosnosti;
3. kazalniki finančne strukture;
4. kazalniki likvidnosti;
5. kazalniki obračanja;
6. kazalniki odplačilne sposobnosti;
7. ostali kazalniki.

V nadaljevanju si bomo iz vsake skupine kazalnikov pogledali najbolj uporabljene. Najprej bom predstavil, kakšne so lastnosti posameznega kazalnika, nato pa se bom osredotočil na vrednosti kazalnikov za podjetja v vzorcu in poskušal ugotoviti razlike v med posameznimi skupinami hitrorastočih podjetij. Zbirna tabela vseh izračunanih finančnih kazalnikov predstavljena v nadaljevanju je na voljo v prilogi 3.

3.3.1 Velikost in kazalniki učinkovitosti

Veliko bančnih ustanov in modelov vključuje velikost podjetja kot enega izmed ključnih dejavnikov. Tukaj se osredotočamo na absolutno velikost prihodkov, celotnih sredstev in število zaposlenih. Še poseben poudarek pa je na gibanju omenjenih postavk iz leta v leto. Pri večletni primerjavi je treba upoštevati tudi razvoj omenjenih postavk v panogi, kjer posamezno podjetje deluje. Zanima nas predvsem razlog povečanja oziroma zmanjšanja omenjenih postavk (npr. ali je razlog povečanja prihodkov v večji prodani količini ali dvigu cen) in uspešnost v primerjavi s panogo.

Večja podjetja veljajo za bolj varna v primerjavi z malimi. Majhna podjetja naj bi imela večji potencial za rast, vendar imajo manjše resurse kot večja podjetja, zaradi česar so bolj dovzeta za gospodarske krče. To se lahko med drugim odraža v nihanju tržne kapitalizacije manjših podjetij, ki je bila zgodovinsko večja od nihanja tržnih kapitalizacij večjih podjetij (Eun, Huan & Ali, 2008). V magistrskem delu se ne osredotočam na razliko tveganja majhnih ali velikih podjetij, vendar bi bilo vseeno zanimivo preveriti, kako se podjetja v vzorcu razlikujejo po velikosti glede na kriterije po ZGD-1. Kriterij ZGD-1 so na voljo v prilogi 4.

Tabela 3: Velikost podjetij v vzorcu po kriterijih ZGD-1

	Skupina A	Skupina B	Skupina C
Mikro družba	5	5	8
Mala družba	3	3	1
Srednja družba	1	1	1
Velika družba	1	1	0

Tudi naš vzorec potrjuje dejstvo, da so manjša podjetja bolj fleksibilna in imajo večji potencial za rast. Kot je razvidno iz Tabele 3, je v skupini C kar 80% podjetij kategoriziranih kot mikro družb in nobeno podjetje ni kvalificirano kot velika družba. V skupini B in A ni razlik pri primerjavi podjetij glede na njihovo velikost in čeprav še vedno prevladujejo mikro podjetja, je zastopanost večjih podjetij očitna.

Ker smo si v prejšnjem poglavju že pogledali posamezne postavke finančnih izkazov, povezanih z rastjo, in njihovo gibanje skozi leta, se bom v tem segmentu osredotočil na kazalnike učinkovitosti, ki so povezani z rastjo. V nadaljevanju tako analiziram proizvodnost sredstev in prodajo na zaposlenega.

3.3.1.1 Proizvodnost sredstev

Kazalnik proizvodnosti (obračanja) sredstev (angl. *asset turnover ratio*) kaže na učinkovitost uporabe sredstev podjetja, ki meri sposobnost podjetja za ustvarjanje prodaje iz svojih

sredstev. Kazalnik nam pove, koliko skupnih prihodkov je podjetje doseglo na evro obstoječih sredstev. Čim večja je vrednost kazalnika, tem uspešnejše je podjetje (Fairfield & Yohn, 2001).

Kazalnik se izračuna po naslednji formuli:

$$\text{Proizvodnost sredstev} = \frac{\text{Celotni prihodki}}{\text{Povprečna celotna sredstva}} \quad (2)$$

Izračun kazalnika proizvodnosti sredstev za naš vzorec je pokazal zanimive rezultate. Kazalnik proizvodnosti skupine C se tako v letu 2012 kot 2013 giblje okoli 4, medtem ko so povprečne vrednosti skupin B in A za obe leti pri okoli 1,5. To pomeni, da podjetja v skupini C z vsakim evrom, investiranim v sredstva, generirajo kar okoli 4 evre prihodkov, medtem ko podjetja v skupini B in A le 1,5. Zanimiv je tudi podatek, da je kazalnik proizvodnosti za skupino C v letu 2012 4,23 in 3,88 za leto 2013. Teoretično to pomeni, da so bila podjetja skupine C v letu 2013 manj učinkovita kot v letu 2012. Ker izračun upošteva celotna sredstva, je razlogov za manjšo učinkovitost glede na izračunano vrednost kazalnika veliko. Navsezadnje kazalnik za podjetja C prikazuje lepe vrednosti. Eden od razlogov za manjšo vrednost kazalnika v letu 2013 (glede na 2012) je lahko tudi predvidevanje managementa za nadaljevanje hitre rasti in povečanja kapacitet z nakupom nove opreme. Le ta povečuje postavko sredstev v bilanci stanja in zmanjšuje omenjen kazalnik.

3.3.1.2 Prodaja na zaposlenega

Prodaja na zaposlenega (angl. *sales per employee*) je merilo izkoriščenosti sredstev, ki analitikom omogoča razumeti, kako učinkovito podjetje uporablja svoje osebe za ustvarjanje prihodkov. Kot merilo produktivnosti zaposlenih, prodaja na zaposlenega enostavno meri prodajo oziroma prihodke, ustvarjene na zaposlenega v podjetju. Višja kot je vrednost kazalnika, bolj učinkovito je podjetje.

Kazalnik se močno uporablja pri primerjavi produktivnosti konkurenčnih podjetij v posamezni panogi. Je tudi eden izmed močnih pokazateljev uspešnosti poslovanja predvsem v storitvenem sektorju, kot so finančne institucije, bančni sektor, razvijalci programske opreme in tudi trgovci na drobno. Proizvodna podjetja lahko namreč izpodrinejo fizično delo z avtomatizacijo proizvodnega procesa, zaradi česar je predvsem primerjava med podjetji težja. Na enak način lahko podjetja izkazujejo visoko prodajo na zaposlenega, če uporabljajo zunanje izvajanje (angl. *outsourcing*), (Datta, Guthrie & Wright, 2005).

Na kazalnik lahko vpliva celo razvojna stopnja podjetja. Podjetja so lahko v zgodnjih fazah razvoja pri svojem poslovanju manj učinkovita kot zrelejša podjetja. Merjenje kazalnika skozi čas med drugim omogoča analitikom razumeti, ali družba postaja bolj učinkovita s svojo rastjo, kar bo še posebej zanimivo pri vrednostih podjetij v našem vzorcu (Idson & Oi, 1999).

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$\text{Prodaja na zaposlenega} = \frac{\text{Celotni prihodki}}{\text{Povprečno število zaposlenih}} \quad (3)$$

Kot smo videli, je prodaja na zaposlenega zelo odvisna od panoge in managerskih odločitev podjetja. Vseeno pa lahko veliko izvemo iz samega gibanja vrednosti kazalnika skozi leta. Skupina C izkazuje kar 41% in 43% rast vrednosti kazalnika v letih 2012 in 2013. Medtem pa povprečna vrednost kazalnika med leti 2011 ter 2013 za ostali dve skupini celo pada, kar za 2,5% v skupini B in 1% v skupini A. Produktivnost podjetij v skupini C je naglo naraščala po enaki stopnji rasti v vseh opazovanih letih medtem ko je produktivnost v ostalih dveh skupinah padla. Zanimiv je tudi podatek o nominalnih vrednostih. V letu 2013 je prodaja na zaposlenega znašala kar TEUR 1.175 v skupini C, medtem ko le TEUR 181 v skupini B in TEUR 183 v skupini A.

3.3.2 Kazalniki donosnosti

Dobiček kot končni cilj podjetja je še vedno dokaj vroča tema v ekonomski literaturi. Ne nazadnje je Friedman (1970) v svojem članku zapisal, da je edina družbena odgovornost podjetja povečevanje dobička. Seveda se je pomen družbene odgovornosti od takrat spremenil in osredotočil na vse deležnike posameznega podjetja, skupaj z etičnostjo doseganja dobička. Dejstvo je, da podjetja na kratek rok še vedno poslušajo, kadar je tržna cena višja od variabilnih stroškov. Fiksni stroški morajo biti poravnani ne glede na ostale okoliščine in kot taki ne vplivajo na odločevalni proces. Na dolgi rok pa lahko posamezno podjetje služe le s pozitivnim končnim rezultatom. Brez dobičkonosnosti tako podjetje ne morejo preživeti na dolgi rok. Ravno zaradi tega je merjenje trenutne in pretekle dobičkonosnosti zelo pomembno.

Kazalniki donosnosti so eden izmed razredov finančnih kazalnikov, ki se uporabljajo za ocenjevanje sposobnosti podjetja za ustvarjanje čistega dobička v primerjavi z njenimi stroški oziroma uporabljenimi sredstvi v določenem časovnem obdobju. Večinoma za te kazalnike drži, da višja vrednosti glede na razmerje konkurenta ter enako ali višje razmerje iz prejšnjega obdobja kaže, da podjetje služe uspešno (Gibson, 2012).

Pri kazalnikih donosnosti moramo biti še posebej pozorni na vplive posamezne panoge oziroma trendov, ki jih podjetja zaznavajo. Npr. trgovci imajo običajno višje prihodke in dobiček v prazničnih časih, zato ne bi bilo preveč koristno primerjati dobičkonosnosti četrtega kvartala s prvim kvartalom (Fairfield & Yohn, 2001). Primerjanje dobičkonosnosti četrtega kvartala z enakim obdobjem prejšnjega leta pa prinese relevantne in zanimive rezultate. Za namene naše analize se bomo osredotočili na letno dobičkonosnost in s tem izločili vpliv morebitnih sezonskih gibanj ter njeno gibanje skozi leta.

3.3.2.1 EBITDA marža

EBITDA marža (angl. *EBITDA margin*) je mera donosnosti podjetja iz rednega poslovanja. Ker EBITDA, kot smo videli v odstavku 3.2.2., izključuje amortizacijo in druge odhodke, ki niso povezani z osnovno dejavnostjo podjetja, EBITDA marža zagotavlja analitikom boljši vpogled v dobičkonosnost. Zaradi izključitve nekaterih postavk iz izračuna EBITDA marža minimizira ne-operativne učinke, ki so edinstveni za vsako podjetje. Tak vpogled analitikom omogoča, da se osredotočijo na dobičkonosnost iz rednega poslovanja kot edinega merila uspešnosti. Večja kot je EBITDA marža, manj operativni odhodki odžirajo končni poslovni izid, kar vodi v večjo končno dobičkonosnost.

Treba je omeniti, da je EBITDA marža zaradi izpustitve nekaterih postavk iz izračuna skoraj vedno večja od donosnosti prodaje. Podjetja omenjeno dejstvo lahko izkoristijo za napačno interpretiranje rezultatov (angl. *window-dressing*) z namenom zavajanja javnosti in prikrivanja morebitnih težav, ki pestijo podjetje. Za namene izračuna EBITDA marže bom uporabil lastni izračun EBITDA.

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$EBITDA \text{ marža} = \frac{EBITDA}{\text{Celotni prihodki}} \quad (4)$$

EBITDA marža je bila v vseh treh letih (2011-2013) najmanjša v skupini C. V povprečju je za celotno skupino v letu 2013 znašala 15,5%. Skupina B v letu 2013 izkazuje EBITDA-o maržo pri 17,7% medtem ko ima skupina A konstantno najvišjo EBITDA maržo, v letu 2013 kar 23,3%. Minimalna marža posameznega podjetja pri 1,0% v letu 2013 pripada podjetju v skupini C, medtem ko je minimalna marža ostalih dveh skupin nad 6%.

3.3.2.2 Donosnost prodaje

Ne glede na bolj osredotočen pogled na dobičkonosnost, ki ga ponuja EBITDA marža, pa nas na koncu dneva kot analitike in investitorje zanima, kakšna je končna dobičkonosnost oziroma donosnost prodaje. Torej kolikšen je dobiček oziroma izguba na vsak evro prodaje, pri čemer upoštevamo vse prihodke in vse odhodke. Ta namreč vpliva na gibanje kapitala po določenem poslovnem letu in je podlaga za izplačilo dividend oziroma drugih izplačil iz dobička.

Neposredno donosnost prodaje oz. čista dobičkovnost prihodkov (angl. *profit margin ratio*) meri tudi, kako dobro podjetje obvladuje svoje stroške v primerjavi s celotnimi prihodki. Donosnost prodaje se tako lahko poveča ne samo z višjo prodajo ob nespremenjenih stroških,

temveč tudi ob nespremenjeni prodaji, vendar z optimiziranjem stroškov. V času krize zadnjih nekaj let se je veliko podjetij, še zlasti v storitvenem in finančnem sektorju, zaradi otežene situacije in težav pri povečanju prihodkov osredotočilo predvsem na to (Fairfield & Yohn, 2001). Poglejmo si, kaj nam kazalnik pove za podjetja v našem vzorcu.

Kazalnik donosnosti prodaje se izračuna po naslednji formuli:

$$\text{Donosnost prodaje} = \frac{\text{Čisti poslovni izid}}{\text{Celotni prihodki}} \quad (5)$$

Pri donosnosti prodaje so razlike manjše kot pri EBITDA marži. Čeprav ima v letu 2011 najmanjšo povprečno maržo skupina C s 6,0%, pa ta številka v letu 2013 naraste na kar 9,1%. Podobne rasti drugi dve skupini ne dosežeta in v letu 2013 najmanjšo donosnost prodaje izkazuje skupina B z 8,5%. Skupina A v vseh treh letih izkazuje največjo vrednost kazalnika, v letu 2013 z 11,8%.

3.3.2.3 Donosnost sredstev

S kazalnikom donosnosti (rentabilnosti) sredstev (angl. *ROA – return on assets*) poskušamo pridobiti informacijo, kako uspešno je management ravnal s celotnimi sredstvi podjetja. Vrednost kazalnika nam pove, koliko čistega poslovnega izida je izkazanega na denarno enoto sredstev ne glede na to, kako so bila financirana.

Večinoma se formula uporablja za primerjanje podjetij v isti panogi. Predvsem zaradi kapitalsko intenzivnih panog, kjer so potrebne večje investicije v sredstva in je posledično izkazana manjša povprečna donosnost sredstev v primerjavi z nizko kapitalsko intenzivnimi. Slednji, npr. razvijalci programske opreme, kjer je večina sredstev vezanih v računalnikih in kapitaliziranem razvoju, v povprečju izkazujejo večjo donosnost sredstev. Vendar lahko taka podjetja naletijo na problem pri zagotavljanju likvidnosti, saj zaradi pomanjkanja sredstev ne morejo zagotoviti ustreznega zavarovanja v primeru potrebnega financiranja s strani bank (Gibson, 2012). Poglejmo, kakšna je donosnost sredstev podjetij v našem vzorcu.

Formula za izračun kazalnika je:

$$\text{Donosnost sredstev} = \frac{\text{Čisti poslovni izid}}{\text{Povprečna celotna aktiva}} \quad (6)$$

Po izračunu donosnosti sredstev za vsa podjetja v vzorcu sem opazil, da ima največjo povprečno vrednost kazalnika v vseh opazovanih letih skupina C z vrednostjo kar 22,0% v letu 2013. Vrednost kazalnika pri vseh skupinah skozi leta raste, vendar je številka narasla le na 12,1% v skupini B in 15,6% v skupini A. Čeprav skupina C ne izkazuje najvišje EBITDA marže ter donosnosti prodaje v primerjavi z ostalima dvema skupinama, pa ravno velika

vrednost kazalnika proizvodnosti sredstev, izračunana v poglavju 3.3.1. in s tem učinkovitost uporabe sredstev družbe podjetij v skupini C pojasnjuje, zakaj so ta podjetja bolj donosna.

3.3.2.4 Donosnost kapitala

Donosnost (rentabilnost) kapitala (angl. *ROE – return on equity*) nam pove, koliko čistega poslovnega izida je ustvarjenega z denarno enoto vloženega kapitala. Za razliko od drugih kazalnikov donosnosti, donosnost kapitala izraža dobičkonosnost s strani investitorja, ne podjetja. Z drugimi besedami, vrednost kazalnika izračuna, koliko denarja je bilo ustvarjenega na osnovi naložb investitorjev, ne naložb podjetja v sredstva (Gibson, 2012). Pri donosnosti kapitala moramo biti pazljivi. Večja vrednost kazalnika pomeni boljše poslovno uspešnost in doseganje ciljev lastnikov, vendar pa po drugi strani lahko večja vrednost nakazuje na večje tveganje na račun velikega zadolževanja.

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$\text{Donosnost kapitala} = \frac{\text{Čisti poslovni izid}}{\text{Povprečni kapital}} \quad (7)$$

Donosnost kapitala izjemno izstopa pri skupini C, kjer je skozi obe leti (2012 in 2013) izračunana povprečna vrednost nad 50%. Natančneje, povprečna vrednost kazalnika skupine C je 54,2% v letu 2012 in 59,4% v letu 2013. Ostali dve skupini izkazujeta mnogo manjše vrednosti, vendar je povprečna donosnost kapitala še vedno zavidljivih 23,9% v skupini B in 23,4% v skupini A.

Čeprav skupina C ni ravno izstopala pri EBITDA marži ter donosnosti prodaje pa tega ne moremo reči za donosnosti sredstev in donosnosti kapitala, kjer izkazuje skoraj dvakrat večje vrednosti kot ostali dve skupini. Zanimive so tudi minimalne vrednosti posameznih podjetij v skupinah. Tako pri EBITDA marži kot donosnosti prodaje je minimalno vrednost posameznega podjetja izkazovalo podjetje skupine C (v obeh primerih pod 1%). Medtem sta bili minimalni vrednosti donosnosti sredstev in donosnosti kapitala posameznega podjetja največji v skupini C. V številkah to pomeni, da je v letu 2012 minimalna vrednost donosnosti sredstev posameznega podjetja v skupini C znašala 11,2% medtem ko ta vrednost znaša 0,6% v skupini B ter 1,2% v skupini A.

3.3.3 Kazalniki finančne strukture

Kot smo videli v poglavju 3.2, pasivna stran bilance stanja predstavlja vire financiranja, ki jih podjetje uporablja za pridobivanje sredstev potrebnih za opravljanje svoje dejavnosti. Viri financiranja predstavljajo mešanico dolgoročnega in kratkoročnega dolga ter lastniškega

kapitala. Finančna struktura tako predstavlja razmerje, ki neposredno vpliva na tveganje in vrednost podjetja.

Podjetniki v malih podjetjih in finančni direktorji v večjih podjetjih odločajo o količini denarja, potrebnega za izposojlo, ter najboljše razmerje dolga in kapitala. Na tem mestu bi rad omenil, da je najboljše razmerje obeh postavk za vsako podjetje različno, saj je ena izmed nalog odgovorne osebe poiskati najcenejši vir financiranja sredstev podjetja. Kapital je sam po sebi dokaj draga oblika financiranja, in čeprav denarni tok lastnikov ni fiksni, vseeno pričakujejo velik donos na vložena sredstva. Veliko večji kot npr. banke pri kreditnem poslu. Vendar ne smemo pozabiti, da večja zadolženost pomeni bolj tvegano podjetje za upnike kar posledično vpliva na dvig obrestne mere, ponujene s strani bank ter morebitno omejevanje poslovanja. Omejitve poslovanja se nanaša na različne zaveze, ki jih banke morebiti zahtevajo od podjetja. Ne nazadnje, v najslabšem primeru ima lahko podjetje težave z odplačevanjem dolga v obdobju neugodnih razmer, kar lahko v skrajni sili pripelje do prisilne poravnave in celo bankrota (Hart, 1995).

3.3.3.1 Kapitalski količnik

Kapitalski količnik oz. stopnja kapitalizacije (angl. *equity ratio*) meri količino sredstev, ki se financirajo z naložbami lastnikov. Kazalnik primerja kapital družbe z bilančno vsoto. Celoten kapital, uporabljen v enačbi, ne upošteva le osnovnega kapitala, temveč tudi kapitalske in zakonske rezerve skupaj z zadržanimi dobički oziroma izgubo preteklih ter tekočega leta.

Kapitalski količnik nam pove, koliko celotnih sredstev družbe je v dokončni lasti investitorjev. Z drugimi besedami, kapitalski količnik med drugim osvetli celotno sliko finančne stabilnosti. Višji kapitalski količnik označuje tudi boljše dolgoročno solventnost podjetja (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Rad bi omenil, da lahko nekatera podjetja, ki so se v preteklosti močno oprla na prevzem drugih podjetij, izkazujejo visoko postavko dobrega imena na aktivni strani bilance stanja. V magistrskem delu se ne bom osredotočil na različne metode ocenjevanja dobrega imena podjetja, bi pa poudaril, da odpis dobrega imena lahko vpliva na kapital in s tem na finančno strukturo podjetja. Pri analiziranju podjetja moramo biti na tovrstne postavke še posebej pozorni. V našem vzorcu le eno podjetje izkazuje relevantno visoka neopredmetena sredstva, ki pa se po pregledu letnega poročila navezujejo na 50 letno stavbno pravico, ki je prišla v veljavo leta 2011. Poglejmo, kakšen kapitalski količnik oziroma za kakšno financiranje sredstev so se odločila podjetja v našem vzorcu.

Formula za izračun kazalnika je:

$$\text{Kapitalski količnik} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Celotna aktiva}} \quad (8)$$

Po izračunu kapitalskega količnika za vsa podjetja v našem vzorcu je skupina C izkazovala najmanjšo povprečno vrednost količnika v vseh treh opazovanih letih (2011-2013). V letu 2013 je povprečni kapitalski količnik za skupino C znašal le 39,0%. V istem letu je vrednost znašala 59,1% za skupino B in 51,3% za skupino A. Zanimivo je tudi dejstvo, da je med vsemi skupinami povprečna vrednost kapitalskega količnika od leta 2011 do 2013 padala le v skupini C. Resda v povprečju v vseh treh letih le za 3,0%, vendar obe drugi skupini izkazujeta rast povprečne vrednosti, in sicer za 6,2% v skupini B ter 3,7% v skupini A. V vseh treh opazovanih letih je imela skupina C tudi predstavnika najmanjše vrednosti. V letu 2013 je ta vrednost znašala le 5,0%, medtem ko je v istem letu minimalna vrednost posameznega podjetja znašala 12,9% za skupino B in 15,7% za skupino A. Vrednosti izračunanega kazalnika nam povejo, da so bila hitrorastoča podjetja v opazovanem obdobju najbolj tvegana. Ne le da so svojo rast v večji meri financirala z dolgom, skozi čas je delež kapitala v celotni aktivni celo padel.

3.3.3.2 Kazalnik finančnega vzvoda

Kazalnik finančnega vzvoda oziroma *gearing* kot ga nekateri poznamo iz angleškega jezika nam pokaže, koliko dolga podjetje uporablja za financiranje svojih sredstev glede na višino vrednosti vloženega kapitala. Visoka vrednost na splošno pomeni, da je družba agresivna pri financiranju svoje rasti z dolgom. Kot smo videli pri kapitalskem količniku, so visoke vrednosti kazalnika finančnega vzvoda pogosto povezane z visoko stopnjo tveganja, kar lahko pripelje do nestanovitnih rezultatov kot posledica visokih fiksnih odhodkov za obresti (Brigham & Ehrhardt, 2013).

Kazalnik finančnega vzvoda se izračuna z razmerjem med dolgom podjetja in celotnim kapitalom. Tukaj pa se pojavijo prve težave. Čeprav nimamo velikih težav z definiranjem celotnega kapitala, pa se težave pojavijo s formuliranjem obveznosti družbe. Obstajata dve splošni različici kazalnika.

V prvi različici kot dolg upoštevamo vse kratkoročne in dolgoročne obveznosti podjetja. To nam da boljšo sliko finančnega vzvoda, čeprav je le drugače predstavljen kapitalski količnik. V tej različici lahko kazalnik finančnega vzvoda izračunamo že, če poznamo vrednost kapitalskega količnika pod pogojem, da vsota celotnega dolga in celotnega kapitala predstavlja celotno bilančno vsoto (Brigham & Ehrhardt, 2013).

V drugi različici finančnega vzvoda pa pod kategorijo dolga upoštevamo le finančni dolg podjetja. Za razliko od finančnega dolga, poslovni dolg tudi nima fiksnih odplačil (tako glavnice kot obresti). V primeru, ko ima podjetje velik delež prednostnih delnic, lahko znatne fiksne dividende odžirajo prosti denarni tok podobno kot finančne obveznosti in se zaradi svoje narave lahko štejejo kot finančne obveznosti. Po pregledu vzorca in edine delniške

družbe, ta nima prednostnih delnic in zato te kategorije ne bom posebej opredelil v formuli, izračunu in razlagi.

V magistrskem delu bom za izračun kazalnika finančnega vzvoda uporabil obe različici formule in poskušal primerjati njune vrednosti:

Različica 1:

$$\text{Kazalnik finančnega vzvoda} = \frac{\text{Celotni dolg}}{\text{Kapital}} \quad (9)$$

Različica 2

$$\text{Kazalnik finančnega vzvoda} = \frac{\text{Celotni finančni dolg}}{\text{Kapital}} \quad (10)$$

Po izračunu kazalnika finančnega vzvoda po različici 1 ni veliko presenečenj. Ker omenjeni izračun predstavi kapitalski količnik na način, kjer je dolg večkratnik kapitala, ni presenetljivo, da največje povprečne vrednosti v vseh treh letih izkazuje skupina C. V letu 2013 vrednost kazalnika predstavlja 3,59 za skupino C, 1,30 za skupino B in 1,33 za skupino A. Podobno kot pri kapitalskem količniku, vrednosti kazalnika finančnega vzvoda po različici 1 v opazovanem obdobju rastejo le pri skupini C.

Kazalnik finančnega vzvoda po različici 2 pa namesto celotnega dolga v izračun vzame le finančni dolg. Čeprav je povprečna vrednost kazalnika še vedno v vseh treh letih največja v skupini C, so razlike precej manjše. V letu 2013 povprečna vrednost v skupini C znaša 0,98, medtem ko skupina B izkazuje vrednost 0,82 in skupina A 0,67. Vrednosti med drugim tudi nakazujejo, da imajo v letu 2013 v povprečju podjetja v vseh skupinah več kapitala kot finančnega dolga. V vseh treh skupinah obstaja vsaj po eno podjetje, ki nima finančnega dolga in s tem izkazuje vrednost kazalnika enako 0. Natančneje, po dve podjetji v vsaki skupini ne izkazujeta nobenega finančnega dolga v vseh treh letih. Povprečje skozi leta je za razliko od različice 1 najbolj padlo prav v skupini C, za kar 19,8%. Povprečje je padlo tudi v skupini A (-9,61%), v skupini B pa je celo naraslo (7,23%).

Maksimalna vrednost posameznega podjetja v skupinah tudi prinaša zanimive rezultate. Ta je v letu 2013 po različici 1 znašala kar 18,99 v skupini C ter le 6,75 v skupini B in 5,36 v skupini A. Pri različici 2 pa je maksimalna vrednost posameznega podjetja v letu 2013 največja v skupini B, kar 5,36, medtem ko je v skupini C 3,67 in v skupini A 3,17.

Velika razlika finančnega vzvoda pri obeh različicah za skupino C nakazuje na večje poslovne obveznosti (na primer obveznosti do dobaviteljev) v primerjavi s finančnimi. Spremembe v vrednosti posameznih različic kazalnika finančnega vzvoda skozi leto v skupini C pa celo na rast poslovnih obveznosti, medtem ko so finančne obveznosti padale.

3.3.4 Kazalniki likvidnosti

Kazalniki likvidnosti spadajo v metriko finančnih kazalnikov, ki jih uporabljamo za določanje sposobnosti družbe, da poplača svoje kratkoročne obveznosti. To poskušamo s primerjanjem najbolj likvidnih sredstev družbe ter tistih, ki jih je mogoče zlahka pretvoriti v denar, s celotnimi kratkoročnimi obveznostmi. Na splošno velja, da večja vrednosti izračunanih likvidnostnih kazalnikov pomeni večjo stopnjo varnosti, saj podjetje lahko odplača dolgove, ki zapadejo v bližnji prihodnosti, in še vedno financira svoje tekoče poslovanje. Nizka stopnja pokritosti pa na drugi strani opozarja investitorje in posojilodajalce, da bo družba morda imela težave pri izpolnjevanju svojih obveznosti (Saleem & Rehman, 2011).

Različni kazalniki likvidnosti, ki jih bom uporabil v nadaljevanju pri primerjavi izbranih treh skupin, se razlikujejo le po vrsti sredstev, uporabljenih pri izračunih. Medtem, ko vsak kazalnik uporablja kratkoročna sredstva, bolj konservativni kazalniki izvzamejo tista kratkoročna sredstva (npr. zaloge in terjatve), ki jih ni mogoče enostavno pretvoriti v denarna sredstva. Banke in investitorje med drugim zanima tudi, kako hitro lahko podjetje transformira različna kratkoročna sredstva v denar, potreben za pokrivanje svojih dolgov. Ker nimam dostopa do informacij o sposobnosti podjetij ter različnih časovnih obdobjih, potrebnih za transformiranje različnih kratkoročnih sredstev v denar, se bom osredotočil na vrednosti izračunanih kazalnikov.

3.3.4.1 Obratni kapital

Obratni kapital (angl. *working capital*) je tako merilo učinkovitosti podjetja kot njegovega kratkoročnega finančnega zdravja. Če kratkoročna sredstva ne presegajo kratkoročnih obveznosti, podjetje lahko zaide v težave pri odplačilu svojega dolga. V skrajnem primeru lahko težave z likvidnostjo pripeljejo podjetje do propada kljub morebitni dobičkonosnosti in izkazovanju pozitivnega poslovnega izida.

Padajoč obratni kapital v določenem obdobju lahko namiguje na težave, s katerimi se spopada podjetje. Lahko nakazuje na dejstvo, da podjetje uporablja preveč vzvoda, se bori za ohranitev ali povečanje prodaje, plačuje obveznosti prehitro oziroma terjatve zbira prepočasi. Povečanje obratnega kapitala kaže povsem nasprotno. Ne smemo pozabiti, da je obratni kapital vsebinsko gledano presežek dolgoročnih virov nad dolgoročnimi sredstvi, s katerimi podjetje financira kratkoročna sredstva. Brez ustreznega managementa lahko sama rast podjetja pripelje do težav z likvidnostjo, kadar podjetja potrebujejo več obratnega kapitala za širitev obratovanja, kot ga lahko generirajo v trenutnem stanju rasti. To se običajno zgodi, ko podjetje porabi ves denar, namesto da bi poiskalo dodatna finančna sredstva in sprostilo denar za druge namene. Kot rezultat, pomanjkanje obratnega kapitala lahko pripelje do propada

podjetja kljub morebitni dobičkonosnosti in izkazovanju pozitivnega poslovnega izida (Bergant, 2007).

Formula za izračun kazalnika je:

$$\text{Obratni kapital} = \text{Kratkoročna sredstva} - \text{Kratkoročne obveznosti} \quad (11)$$

Obratni kapital se je najbolj povečal v skupini C, povprečna vrednost skupine je narasla iz TEUR 80 v letu 2011 na TEUR 463 v letu 2013. Povprečna letna relativna rast omenjene skupine v obdobju 2011-2013 je bila kar 140%. Rast obratnega kapitala je bilo mogoče zaslediti tudi pri skupini A, kjer je v istem obdobju rasel povprečno kar za 70%, s TEUR 333 na TEUR 960. Pri skupini B pa sem opazil celo padec obratnih sredstev s TEUR 108 v letu 2011 na kar negativnih 133 v letu 2013. Morda je posledica negativne vrednosti obratnih sredstev tudi večja teža velikih vrednosti posameznih podjetij. Zanimivo bo videti, kakšne vrednosti bomo dobili pri kazalniku tekoče likvidnosti.

3.3.4.2 Kazalnik tekoče likvidnosti

Podobno kot obratni kapital, kazalnik tekoče likvidnosti (angl. *current ratio*) pri izračunu upošteva celotna kratkoročna sredstva in kratkoročne obveznosti. Namesto absolutne vrednosti pa dobimo relativni rezultat, ki predstavlja, kolikšen delež kratkoročnih sredstev je financiranih dolgoročno. Na splošno velja, da večja vrednost kazalnika pomeni boljšo situacijo za podjetje. Vendar temu ni vedno tako, saj je likvidnost podjetja odvisna tudi od obračanja posameznih sredstev (Bergant, 2007). V tem sklopu si bomo pogledali vrednosti kazalnika tekoče likvidnosti, povezavo z obračanjem sredstev pa v nadaljevanju.

Pri visoki vrednosti kazalnika tekoče likvidnosti moramo biti pozorni, saj lahko med drugim pomeni, da ima podjetje preveč zalog, terjatev ali da ne vlaga presežnih denarnih sredstev. Presežna denarna sredstva pa lahko nakazujejo na težave z managementom in pomanjkanje idej.

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$\text{Kazalnik tekoče likvidnosti} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (12)$$

Za razliko od obratnih sredstev, kjer je skupina B izkazovala negativno povprečno vrednost in njen padec, pa kazalnik tekoče likvidnosti zaradi svoje relativne narave in manjše teže večjim vrednosti izkazuje povprečno vrednost nad 1 in celo rast v vseh treh letih. Čeprav smo videli visoko rast obratnih sredstev pri skupini C, pa v letu 2013 med vsemi skupinami še vedno predstavlja najmanjšo povprečno vrednost kazalnika tekoče likvidnosti pri 1,97. Skupina B v letu 2013 izkazuje povprečni kazalnik tekoče likvidnosti pri vrednosti 2,10, skupina A pa celo pri 2,76. Čeprav sem pričakoval manjšo rast obratnega kapitala v skupini C, so tekom let

podjetja uspela povečati delež kratkoročnih sredstev, ki so bila financirana dolgoročno. Še vedno pa lahko vidimo nižje razmerje dolgoročno financiranih kratkoročnih sredstev v primerjavi s podjetji v skupinah B in A.

3.3.4.3 Kazalnik pospešene likvidnosti

Kazalnik pospešene likvidnosti (angl. *quick ratio*) je kazalec likvidnosti, ki za izračun vrednosti iz kratkoročnih sredstev izvzame zaloge. Kazalnik pospešene likvidnosti je bolj konservativen v primerjavi s kazalnikom tekoče likvidnosti. Zaloge so iz enačbe izvzete, saj lahko preteče kar nekaj časa, preden jih lahko podjetje konvertira v denarna sredstva. Poleg tega jih lahko podjetje v primeru takojšnje potrebe do denarja proda le po velikem diskontu (Gibson, 2012).

Kazalnik se izračuna po naslednji formuli:

$$\text{Kazalnik pospešene likvidnosti} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva} - \text{zaloge}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (13)$$

Kazalnik pospešene likvidnosti je skozi leta 2011-2013 dokaj konstanten pri skupini C, saj se poveča za le 2,9% in v letu znaša 1,50. Skupini B in A pa v istem obdobju izkazujeta hitrejšo rast vrednosti v primerjavi s kazalnikom tekoče likvidnosti. Vrednost v letu 2013 znaša 1,86 za skupino B in 2,54 za skupino A.

3.3.4.4 Kazalnik hitre likvidnosti

Kazalnik hitre likvidnosti (angl. *cash ratio*) je pokazatelj likvidnosti družbe, ki še bolj natančno opredeli kratkoročna sredstva. V izračun vzame le denar in druga denarna sredstva ter jih primerja s kratkoročnimi obveznostmi. Tak princip predstavlja najbolj konservativen pogled na plačilno sposobnost, saj iz enačbe izvzame zaloge in terjatve. Podjetje na koncu nima nobenih zagotovil, da se ti dve postavki pretvorita v denar pravočasno za poplačilo zapadlih obveznosti (Gibson, 2012).

Podjetja imajo le redko dovolj denarja in drugih denarnih sredstev v bilanci stanja za polno poplačilo tekočih obveznosti. Razlog je predvsem v slabem izkoriščanju denarnih sredstev. Presežke lahko podjetje vrne investitorjem oziroma jih uporabi v poslovnem procesu za ustvarjanje višjih donosov. Vseeno pa predstavlja zanimiv pogled na likvidnost podjetja in stanja denarnih sredstev.

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$\text{Kazalnik hitre likvidnosti} = \frac{\text{Denar in druga denarna sredstva}}{\text{Kratkoročne obveznosti}} \quad (14)$$

Kazalnik hitre likvidnosti v obdobju 2011-2013 raste v skupinah B in A in v letu 2013 znaša 0,62 za skupino B in 0,47 za skupino A. V istem obdobju pa skupina C izraža padec vrednosti z 0,39 v letu 2011 na 0,26 v letu 2013. Opozoriti moram tudi na nereprezentativno vrednost enega podjetja skupine B v letu 2013, kjer kazalnik hitre likvidnost znaša kar 3,16. Po izločitvi omenjenega podjetja iz izračuna, povprečna vrednost v letu 2013 znaša 0,34 in še vedno predstavlja rast v primerjavi z letom 2011.

3.3.5 Kazalniki obračanja

Kazalniki obračanja prikazujejo hitrost obračanja posameznih sredstev in obveznosti. Z njimi želimo preveriti, kako učinkovito podjetje posluje s svojimi sredstvi, s čimer presojava kakovost poslovanja. Hitrejše kot je obračanje posamezne vrste sredstev, manj sredstev ima podjetje vezanih in s tem potrebuje manj obratnega kapitala (Fairfield & Yohn, 2001).

Med izračunavanjem teh kazalnikov moramo biti pozorni, da predstavljajo razmerje med tokom (podatki iz izkaza poslovnega uspeha) in stanjem (podatki iz bilance stanja) ter da je pri izračunu treba upoštevati povprečna stanja postavk iz bilance stanja za določeno obdobje. V našem primeru nas zanima obračanje posameznih vrst sredstev in obveznosti v enem letu, zato bom za izračun vzel začetne in končne vrednosti posameznih postavk poslovnega leta. Bolje bi bilo, če bi za izračun povprečnih vrednosti vzel stanje na začetku poslovnega leta ter končno stanje vsakega meseca v letu in nato izračunal povprečje. S tem bi dobil boljši pregled povprečja in izenačitev morebitnega sezonskega gibanja. Na žalost s takimi podatki ne razpolagam in bom za izračun povprečnih vrednosti uporabil letne javno dostopne finančne izkaze.

Kazalniki obračanja so lahko izraženi s koeficienti ali dnevi vezave, ki so medsebojno povezani. Če poznamo enega (npr. koeficient), lahko izračunamo dneve vezave in obratno. V magistrskem delu me bolj zanima, koliko časa so različne postavke časovno vezane po različnih skupinah podjetij, in bom pri izračunih upošteval dneve vezave. Koeficiente lahko brez problema dodatno izračunamo z naslednjo formulo:

$$\begin{aligned} & \textit{Koeficient posamezne vrste sredstev} \\ & = \frac{365}{\textit{Dnevi vezave posamezne vrste sredstev}} \end{aligned} \quad (15)$$

3.3.5.1 Dnevi vezave zalog

Dnevi vezave zalog (angl. *inventory turnover period*) je kazalnik, ki nam pove, koliko dni je potrebnih, da podjetje proda svoje zaloge oziroma v koliko dneh se celotna zaloga zamenja. Padajoče vrednosti lahko nakazujejo na dejstvo, da je podjetje sposobno prodati svoje zaloge

v hitrejšem času. Večanje vrednosti pa v večini pomeni slab znak, saj podjetje ne more uporabiti vezanega denarja za druge namene. Visoke zaloge so tudi stroškovno neučinkovite, saj vključujejo visoke stroške skladiščenja in vzdrževanja. Poleg tega pa so podvržene kraji, zastarelosti in pokvarljivosti. Podjetja zato po večini stremijo k vedno manjšim zalogam in dnevom vezave. V nekaterih primerih pa že sama narava zaloge povzroči hiter obrat in zelo majhne dneve vezave zalog. Še zlasti podjetja, ki se ukvarjajo s hitro pokvarljivim blagom, izkazujejo zelo majhno vrednost kazalnika (Callioni, Montgros, Slagmulder, van Wassenhove & Wright, 2005).

V literaturi lahko zasledimo izračun kazalnika na več različnih načinov. Najbolj pogosto se v imenovalcu izračuna uporablja čiste prihodke od prodaje ali stroškovno vrednost proizvodnje. Rad bi poudaril, da so prihodki od prodaje v bilanci zabeleženi po tržni vrednosti in vključujejo različne, s strani podjetja določene, prodajne marže, ki umetno znižujejo rezultat dnevov vezave, medtem ko so zaloge izkazane po nabavni vrednosti (Gaur, Fisher & Raman, 2005). Ker menim, da je postavka stroškovna vrednost proizvodnje (izključujoč amortizacijo) bolj vsebinsko povezana s stanjem zalog, bom izračunal kazalnik po naslednji formuli:

$$\text{Dnevi vezave zalog} = \frac{\text{Povprečno stanje zalog}}{\text{Stroškovna vrednost proizvodnje}} \times 365 \quad (16)$$

Dnevi vezave zalog so najmanjši v skupini C, kjer v letu 2013 znašajo le 9,5 dneva. Skupina B izkazuje vrednost 21,8 dneva in skupina A 14,1 dneva. Vrednosti so v vseh skupinah manjše tudi zato, ker nekatera podjetja ne izkazujejo nobene zaloge v vseh treh opazovanih letih, čeprav imajo precejšnje stroške materiala in blaga. Posledica je lahko sezonska komponenta poslovnega modela ali netočnega računovodstva. Ker taka podjetja predstavljajo kar velik delež, šest posameznih podjetij v skupini C, štiri v skupini B in pet v skupini A, sem izračunal tudi povprečne dneve vezave zalog brez omenjenih podjetij. Seveda ni presenetljivo, da sem dobil višje vrednosti, 23,7 za skupino C, 36,3 za skupino B in 25,8 za skupino A. Zanimivo pa je dejstvo, da ne glede na vrsto izračuna, dnevi vezave zalog padajo le pri skupini C, medtem ko pri skupini B in A zasledimo rast vrednosti kazalnika. Rezultati lahko nakazujejo na boljše obvladovanje zalog pri skupini C v primerjavi s skupinama B in A.

3.3.5.2 Dnevi vezave terjatev

Dnevi vezave terjatev (angl. *accounts receivables collection period*) je kazalnik, ki nam pove, koliko dni je potrebnih, da podjetje dobi denar za prodano blago oziroma koliko časa traja, da 'izterja' vse terjatve. Kazalnik je koristen za določanje, kako učinkovito je podjetje pri izterjavi svojih terjatev. V nekaterih primerih že sama odločitev managementa in povečanje plačilnih rokov vpliva na rast vrednosti kazalnika z namenom pridobivanja več strank in bolj ugodnih pogojev danih kupcem. Tako kot smo videli pri prejšnjem kazalniku, včasih že narava poslovanja pripelje do visoke vrednosti. Podjetja, ki prodajajo večinoma fizičnim

osebam in poslujejo skoraj izključno z denarjem, izkazujejo zelo nizke vrednosti kazalnika. Poslabšanje kazalnika lahko med drugimi pomeni tudi slabšo kakovost terjatev do kupcev, izkazanih v bilanci. Razloge lahko iščemo v slabem portfelju kupcev, ki finančno niso zmožni plačati, slabi kreditni politiki oziroma slabem procesu pobiranja denarja od kupcev (Gill, Biger & Mathur, 2010).

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$Dnevi\ vezave\ terjatev = \frac{Povprečno\ stanje\ kratkoročnih\ terjatev\ do\ kupcev}{Čisti\ prihodki\ od\ prodaje} \times 365 \quad (17)$$

Dnevi vezave terjatev so najmanjši v skupini C in v letu 2013 znašajo okoli 45,6 dneva. V istem letu skupina B dosega vrednost 56,6 dneva in skupina A 52,5 dneva. Za razliko od dnevov vezave zalog, kjer smo padec zaznali le pri skupini C, pa pri tem kazalniku vidimo padec vrednosti pri skupinah B in A. Rast vrednosti kazalnika skozi leta lahko zaznamo le pri skupini C, kar lahko nakazuje na podaljševanje plačilnih rokov kupcem z namenom pritegnitve več strank ali pa probleme pri izterjavi.

3.3.5.3 Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev

Z dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev (angl. *accounts payables payment period*) pridobimo informacijo o povprečnem plačilnem obdobju za poravnavanje poslovnih obveznosti podjetja. Kazalnik nam pove, koliko dni povprečno traja, da podjetje poravnava svoje obveznosti do dobaviteljev. Večja kot bo vrednost kazalnika, dlje časa bo podjetje imelo na voljo za poplačilo svojih obveznosti, kar je dobro za obratni kapital in prosti denarni tok. Po drugi strani pa lahko nakazuje na težave pri odplačilu obveznosti in morebitnih že zapadlih obveznosti. Manjša vrednost kazalnika lahko nakazuje, da podjetje plačuje celo pred valuto in izkoristi morebitni dani popust za predčasno poplačilo obveznosti. Vendar ne smemo pozabiti, da lahko dobavitelji zahtevajo kratek plačilni rok, če na primer podjetju ne zaupajo (Gill et al., 2010).

Podobno kot smo videli pri kazalniku dnevi vezave zalog lahko pri dnevih vezave obveznosti do dobaviteljev zasledimo več načinov izračuna kazalnika. Najbolj razširjeno se v imenovalcu uporablja čiste prihodke od prodaje ali vse stroške povezane z dobavitelji (stroški blaga, materiala in storitev). Zaradi večje povezave med postavko obveznosti do dobaviteljev ter stroški povezanimi z dobavitelji, bom uporabil naslednjo formulo za izračun kazalnika:

Dnevi vezave obv. do dobaviteljev =

$$\frac{\text{Povprečno stanje kratkoročnih obveznosti do dobaviteljev}}{\text{Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala + ter stroški porabljenega materiala + Stroški storitev}} \times 365 \quad (18)$$

Najmanjšo vrednost kazalnika v letu 2012 izkazuje skupina C z 65,6 dnevi, medtem ko imata ostali dve skupini dokaj višje vrednosti, 85,6 dni v skupini B ter 98,0 v skupini A. V primerjavi z letom 2013 lahko opazimo kar 16,5% rast vrednosti kazalnika v skupini C na 76,4 dni. Majhno rast 2,0% lahko zasledimo v skupini A, kjer je vrednost narasla na 99,9 dni. V skupini B pa lahko zasledimo 12,6% padec vrednosti kazalnika, in vrednost 74,9 dni v letu 2013. Skupina C izraža veliko rast vrednosti indikatorja v primerjavi z ostalima skupinama, kar lahko nakazuje na boljše odnose z dobavitelji in podaljševanje plačilnih rokov. Morda razlog tiči v zamenjavi dobaviteljev z bolj ugodnimi plačilnimi roki, kar je s podaljševanjem plačilnih rokov na strani kupcev spodbudna informacija.

3.3.6 Kazalniki odplačilne sposobnosti

Kazalniki odplačilne sposobnosti zagotovijo vpogled v sposobnost podjetja za poplačilo finančnih dolgov. Z njimi želimo preveriti, ali podjetje ustvarja dovolj sredstev za poplačilo tako dolga kot pripadajočih obresti. V tem sklopu bom analiziral razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA, razmerje med celotnim finančnim dolgom in EBITDA ter pokritost obresti.

3.3.6.1 Razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA

Razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA (angl. *NFD/EBITDA*) nam pove, koliko let bi podjetje potrebovalo za poplačilo svojih finančnih obveznosti, ob predpostavki, da tako finančne obveznosti kot EBITDA ostanejo nespremenjeni. V praksi obe postavki nikoli ne ostaneta isti skozi leta, vendar kazalnik osvetli trenutno stanje in daje analitikom vpogled v proste kapacitete zadolževanja (Gibson, 2012).

Manjša kot je vrednost kazalnika, manj je podjetje zadolženo in več možnosti ima za morebitno zadolževanje v prihodnosti, če je to potrebno. V primeru, ko ima podjetje več denarja kot finančnega dolga, je vrednost kazalnika negativna oziroma 0. Na splošno se banke nagibajo k zgornjemu pragu vrednosti kazalnika pri okoli 4 in 5. Seveda pa je gornja meja odvisna tudi od politike banke in morebiti tudi panoge klienta. Pogosto je kazalnik vključen v kreditno pogodbo med banko in klientom kot zaveza, tj. maksimalno vrednost kazalnika, ki jo klient ne sme preseči (Gibson, 2012).

Ne smemo pozabiti, da nam kazalnik prikaže trenutno sliko zadolženosti. Tekom časa podjetje načeloma odplačuje svoje finančne dolgove (če se na novo ne zadolži) in odvisno od cilja podjetja povečuje svojo EBITDA. Četudi je vrednost kazalnika 10, to res pomeni da je podjetje zelo zadolženo glede na njegovo EBITDA, a če ima podjetje v bilanci le 30-letni kredit, ni velikega razloga za preplah. Po drugi strani pa ima lahko podjetje z vrednostjo kazalnika 3 resne težave, če vse finančne obveznosti zapadejo v roku naslednjih dveh let. Poglejmo, kakšne vrednosti kazalnika imajo skupine analiziranih podjetij.

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$NFD/EBITDA = \frac{\text{Celotni finančni dolg} - \text{likvidne kratkoročne naložbe} - \text{denar}}{EBITDA} \quad (19)$$

V vseh treh opazovanih letih izkazuje najmanjše vrednosti kazalnika skupina C, s končno vrednostjo 0,89 v letu 2013. Skupina B v istem letu izkazuje vrednost 1,41, medtem ko skupina A 0,90. Vse tri skupine izkazujejo tudi padec vrednosti kazalnika v obdobju 2011-2013. Vendar skupina B in A izkazujeta veliko večji padec v primerjavi s skupino C, in sicer v povprečju letno kar 22,5% v skupini B in 10,8% v skupini A. Padec vrednosti v letih 2011-2013 za skupino C v povprečju znaša le 3,8%. Padec vrednosti kazalnika v skupini C je kljub precej večji povprečni zadolženosti skupine posledica velike rasti EBITDA, skupina B izkazuje le majhen porast zadolženosti, tako da je rast EBITDA razlog za nižjo vrednost. V skupini A, kjer je rast EBITDA na zelo nizki ravni, pa je prav padec povprečne zadolženosti (-17%) kriv za padec vrednosti kazalnika.

Zanimivo bi bilo videti, kakšne vrednosti kazalnika izkazujejo skupine v letu 2014, saj bi po trenutnem trendu skupina A lahko imela celo najnižjo vrednost. Trenutno je najmanj zadolžena, v primerjavi z EBITDA-o, skupina C kjer tri podjetja celo izkazujejo negativno vrednost kazalnika. Dejstvo lahko namiguje na samozadostnost rasti ali nezmožnost pridobivanja večjih finančnih sredstev s strani bank.

3.3.6.2 Razmerje med celotnim finančni dolgom in EBITDA

Čeprav je razmerje med celotnim finančnim in EBITDA (angl. *debt/EBITDA*) precej podoben pogosteje uporabljenemu in zgoraj predstavljenemu NFD/EBITDA, me zanima, kako denarna sredstva vplivajo na njegovo vrednost in ali lahko opazimo kakšne razlike med posameznimi skupinami hitrorastočih podjetij. Predvideval bi, da hitrorastoča podjetja nimajo veliko denarnih sredstev in bi se vrednosti odplačilne sposobnosti poslabšale predvsem za podjetja v skupini A.

Formula za izračun kazalnika je:

$$\text{Celotni finančni dolg}/EBITDA = \frac{\text{Kratkoročne in dolgoročne fin. obv.}}{EBITDA} \quad (20)$$

Izračun kazalnika je pokazal precej zanimive informacije. V primerjavi z NFD/EBITDA se je vrednost celotnega finančnega dolga v EBITDA najbolj spremenila ravno v skupini C. Vrednost kazalnika je v letu 2013 poskočila na 1,22, kar predstavlja 37% porast vrednosti v primerjavi z vrednostjo kazalnika NFD/EBITDA skupine v istem letu. V istem letu je vrednost celotnega finančnega dolga/EBITDA v skupini A znašala le 1,09, kljub 21,1% spremembi v primerjavi z NFD/EBITDA. Kazalnik skupine B je zrasel za 12,8% na končnih 1,59. Spremembe vrednosti bi lahko pomenile, da imajo podjetja skupine C največ denarnih sredstev (denar + likvidne kratkoročne naložbe). Čeprav temu ni tako v absolutnem smislu (skupina C vrednostno izkazuje najmanjša povprečna denarna sredstva v letu 2013) pa imajo podjetja v skupini C relativno največja denarna sredstva. Delež denarnih sredstev v celotnih sredstvih predstavlja 12,01% v skupini C, ter le 3,15% in 3,64% v skupinah B in A.

3.3.6.3 Pokritost obresti

Pokritost obresti (angl. *interest coverage ratio*) nam pove, kako je podjetje zmožno odplačati obresti na svoje finančne obveznosti. Z izračunano vrednostjo kazalnika dobimo podatek, kolikokrat bi lahko podjetje poplačalo svoje obresti s trenutnim poslovnim rezultatom. Pokritost obresti torej meri stopnjo varnosti v določenem obdobju. Nižja kot je vrednost kazalnika, bolj finančni stroški bremenijo poslovni rezultat podjetja. Ko je vrednost kazalnika pod 1,5, je sposobnost za poravnavo stroškov financiranja podjetja vprašljiva. Na splošno pa velja načelo, da je vrednost 2,5 neka mejna vrednost, pod katero naj se podjetja ne bi več zadolževala. EBITDA mora nenazadnje pokriti tudi investicijske stroške in davke. Visoka vrednost kazalnika nakazuje na dober položaj podjetja v primeru nepričakovanih finančnih situacij (Rizzi, 1994).

Kazalnik se izračuna na naslednji način:

$$Pokritost\ obresti = \frac{EBITDA}{Finančni\ odhodki\ iz\ finančnih\ obveznosti} \quad (21)$$

Pokritost obresti je pokazala najmanjše vrednosti pri skupini C, kjer mediana v letu 2013 znaša 12,3. Mediana skupine B predstavlja 18,9 medtem ko je največja pri skupini A z 19,3. Rahel padec (-2,8%) v obdobju 2011-2013 lahko zasledimo pri skupini C, medtem ko padec skupine B znaša kar 13,4%. Ne le najvišjo vrednost, vendar tudi visoko rast (38,6%) pa izkazuje skupina A. Vsaka skupina ima tudi po tri podjetja, ki v bilancah ne izkazujejo finančnih odhodkov iz finančnih obveznosti. Najmanjši količnik posameznega podjetja pripada podjetju v skupini B in je v letu 2013 znašal 2,8. Moram omeniti, da je minimalna vrednost posameznega podjetja največja v skupini C in znaša še vedno dobrih 6,9.

3.3.7 Ostali kazalniki

Do sedaj smo obravnavali nekatere splošno uporabljene kazalnike, ki so uporabljeni v finančni analizi in jih banke uporabljajo pri pripravi kreditnega predloga. Sedaj pa želim preveriti nekaj kazalnikov, ki niso klasificirani kot standardni, vendar bi lahko glede na naravo hitrorastočih podjetij lahko pokazali razlike med posameznimi skupinami podjetij. Ti kazalniki so odpisi terjatev, kratkoročna sredstva in stroški storitev.

3.3.7.1 Odpisi terjatev

Pri kazalnikih obračanja smo videli, da skupina C izraža najmanjšo vrednost kazalnika dnevov vezav terjatev. Vendar smo opazil tudi, da se vrednost kazalnika skozi leta dviguje, medtem ko ta vrednost pri drugih dveh skupinah pada. Rad bi preveril, ali so hitrorastoča podjetja v želji po večji rasti popustila pri kriterijih za poslovanje oziroma pri izterjavi terjatev. V ta namen se bom osredotočil na odpise terjatev in njihov razvoj skozi obravnavano obdobje. Za namene magistrskega dela bom predpostavil, da se vsi prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih nanašajo na odpise terjatev.

Po pregledu zbranih podatkov lahko vidimo, da imajo vsa podjetja v skupini C skupaj v letu 2013 le za 3 EUR odpisov terjatev. To nakazuje na dejstvo, da rast dnevov vezave terjatev ni posledica slabšanja kakovosti terjatev, neplačil in zadrževanje neizterljivih terjatev v bilanci stanja. V skupini B je zabeleženih veliko več odpisov terjatev do kupcev, v povprečju kar TEUR 57 ter TEUR 9 v skupini A. Poleg tega pa so v obdobju 2011-2013 odpisi terjatev v obeh skupinah (B in A) rasli. V skupini C je v letu 2013 odpise terjatev zabeležilo le eno podjetje, v primerjavi s kar petimi tako v skupini B kot A.

Na žalost nimam točnih podatkov o zapadlih terjatvah, ki so še v bilancah podjetja in bodo morebiti odpisane v prihodnosti. Po natančnem pregledu terjatev do kupcev sem ugotovil, da so v skupini C ta v povprečju rastla enako, kot se je povečala prodaja. Rezultat lahko kljub nedosegljivim informacijam nakazuje na organski dvig terjatev do kupcev, kjer je le malo zapadlih terjatev. Rast terjatev do kupcev je bila podobna rasti prihodkov tudi v skupini B, medtem ko skupina A zaznava večjo rast terjatev (+4 odstotne točke) kot prihodkov.

Po pregledu stanja in odpisov terjatev do kupcev lahko sklepamo, da povečanja dnevov vezave terjatev do kupcev v skupini C ne gre pripisati poslabšanju kakovosti, temveč morebitnemu podaljšanju plačilnih rokov kupcem oziroma manjšim zamudam, ki za podjetja ne predstavljajo nevarnosti. Navedena trditev pa seveda drži le v primeru, če so podjetja pravilno odpisala tiste terjatve, za katere se lahko domneva, da ne bodo poplačane.

3.3.7.2 Kratkoročna sredstva

Pri kazalnikih likvidnosti smo opazili, da je skupina C izkazovala največjo relativno rast obratnih sredstev, pri tem pa še vedno imela najmanjšo vrednost kazalnika tekoče likvidnosti v letu 2013. Večja prodaja ima načeloma vpliv na zaloge in terjatve do kupcev, kjer lahko na dolgi rok zaradi povečanja poslovanja ob nespremenjeni strategiji obvladovanja zalog in terjatev zasledimo rast omenjenih postavk. Ker predvidevam, da hitra rast prodaje in morebitno osredotočanje managementa na prodajno stran povečuje kratkoročna sredstva, me zanima, kako se kratkoročna sredstva gibljejo v primerjavi z bilančno vsoto (celotnimi sredstvi). Čeprav ima tudi panoga podjetij vpliv na strukturo sredstev, se bom v tem delu osredotočil na gibanje kratkoročnih sredstev skozi čas in pri tem uporabil naslednji kazalnik:

$$\text{Kratkoročna sredstva v bilančni vsoti} = \frac{\text{Kratkoročna sredstva}}{\text{Celotna sredstva}} \quad (22)$$

Kratkoročna sredstva predstavljajo največji delež v bilančni vsoti prav v skupini C, z vrednostjo kazalnika 0,63. Vrednost izračunanega kazalnika je 0,36 za skupino B in 0,46 za skupino A. Izračunana vrednost med drugimi pomeni, da kar dve tretjini vseh sredstev podjetij v skupini C predstavljajo kratkoročna sredstva, medtem ko pri ostalih dveh manj kot polovico, pri skupini B celo malo več kot tretjino. Največjo relativno rast lahko opazimo v skupini C, kjer je vrednost kazalnika v letu 2011 znašala 0,55. Vrednost kazalnika je v letih 2011-2013 le za 1 odstotno točko zrasla v skupini B in za 4 odstotne točke v skupini A.

Rast vrednosti kazalnika skupine C pa ne pomeni, da so se dolgoročna sredstva v obravnavanem obdobju zmanjšala, kot sem pričakoval. Po izračunu največjo relativno rast dolgoročnih sredstev izmed vseh skupin še vedno izkazuje skupina C (+39,6%). Rast vrednosti kazalnika kratkoročnih sredstev skupine C lahko tako pripišemo visoki rasti kratkoročnih sredstev kljub rasti dolgoročnih sredstev.

Zanimiv je tudi rezultat skupine A, kjer so dolgoročna sredstva v obravnavanem obdobju celo padla za 1,2%. Rast kratkoročnih sredstev za 17,7% je tako edini razlog za povečanje vrednosti izračunanega kazalnika v obravnavanem obdobju.

Delež obratnega kapitala v celotnih sredstvih je največji v skupini C, kjer znaša 25%. Vrednost deleža znaša 15% za skupino B in 22% za skupino A. Kljub največjemu deležu obratnega kapitala v celotnih sredstvih, pa ravno visoka rast kratkoročnih sredstev in velik delež le-teh v celotnih sredstvih skozi celotno obravnavano obdobje pomeni, da je večina kratkoročnih sredstev še vedno financiranih kratkoročno. V skupini C je kar 60,9% kratkoročnih sredstev financiranih kratkoročno, medtem ko ta delež predstavlja 57,2% v skupini B in 51,4% v skupini A. Omenjeno dejstvo lahko nakazuje na otežen dostop do dolgoročnega financiranja in težave pri pridobivanju posojila s strani bank.

3.3.7.3 Stroški storitev

Pri kazalnikih donosnosti smo videli, da skupina C skozi vsa leta izkazuje najmanjšo EBITDA maržo. Ob predpostavki, da lahko hitra rast hitro preseže kapacitete posameznega podjetja, me zanima, ali se hitrorastoča podjetja bolj nagibajo k podizvajalcem in zunanjim partnerjem. Stroški podizvajalcev in zunanjih partnerjev so del stroškov storitev, katerih na žalost nimamo razčlenjenih. Za namene tega magistrskega dela bom predpostavil, da ostajajo fiksni stroški (najemnina idr.) nespremenjeni skozi obravnavano obdobje in je sprememba stroškov storitev posledica izključno večje uporabe podizvajalcev ter zunanjih partnerjev.

Formula za izračun kazalnika je:

$$\text{Delež stroškov storitev} = \frac{\text{Stroški storitev}}{\text{Celotni prihodki}} \quad (23)$$

Stroški storitev v obravnavanem obdobju v povprečju rastejo za 0,9% v skupini C, medtem ko lahko zasledimo padec pri ostalih dveh skupinah. V skupini B stroški storitev v povprečju padajo za 2,1% in za 3,9% v skupini A. Razlika pri omenjeni postavki pa ni le v rasti. Delež stroškov storitev v prodaji je največji prav v skupini C, kjer v letu 2013 predstavljajo kar 33,6%. V istem letu je delež stroškov storitev 20,3% v skupini B in 20,0% v skupini A.

Zanimiv je tudi podatek o standardnem odklonu. Čeprav ta znaša okoli 12 odstotnih točk pri skupinah B in A, pa je standardni odklon skupine C kar 29 odstotnih točk. Ker je minimum vrednosti kazalnika omejen z vrednostjo 0, lahko predpostavimo, da več podjetij v skupini C izkazuje izredno visok delež stroškov storitev v celotnih prihodkih v primerjavi s podjetji v skupinah B in A. Poudariti moram, da ima lahko tudi poslovni model (storitveno, proizvodno, trgovsko podjetje itd.) vpliv na višino stroškov storitev. Rezultati lahko nakazujejo na večjo uporabo podizvajalcev in zunanjih izvajalcev za izpolnitev svojih naročil. V primeru, da so stroški storitev povezani s prodajo (podizvajalci itd.), imajo hitrorastoča podjetja pri padcu prodaje več možnosti za njihovo zmanjšanje v zelo kratkem času. To pomeni večjo fleksibilnost na strani stroškov v primerjavi s podjetji v skupinah B in A. Če pa podjetja uporabljajo zunanje izvajalce za opravljanje storitev osnovne dejavnosti podjetja, lahko to nakazuje na resne težave pri povečevanju kapacitet podjetja v prihodnosti ter odžiranje dobička, ki bi lahko pripadel hitrorastočemu podjetju.

V nadaljevanju se bo empirična analiza nadaljevala s predstavitvijo in analizo rezultatov ankete, pri čemer bom hitrorastoča podjetja spraševal o njihovem zaznanem odnosu z bankami.

3.4 Predstavitev ankete

V poglavju 1.3.2. smo ugotovili, da banke pri odobravanju kreditnih poslov ne pregledujejo le bilanc določenega podjetja in s tem oprijemljivih podatkov, temveč se osredotočajo tudi na mehke dejavnike. Tudi sam sem mnenja, da številke včasih ne povejo celotne zgodbe, in sem poleg finančne analize želel pristopiti do hitrorastočih podjetij, ki se srečujejo z bankami. Želel sem poizvedeti, kakšne so njihove izkušnje pri poslovanju z bankami. Pri tem sem se oprl na metodo spletnega anketiranja. Pri izdelavi ankete se nisem osredotočil na finančne podatke (npr. pridobljena obrestna mera, stroški transakcij ali celotni stroški poslovanja z banko), marveč na mehke dejavnike, ki niso razvidni iz finančnih izkazov:

1. zaznava odnosa bank do hitrorastočih podjetij;
2. zaznava ugodnosti prejete ponudbe pri hitrorastočih podjetjih;
3. zaznava sprememb odnosa med sodelovanjem z banko;
4. voljnost menjave banke;
5. pomembnost banke za normalno obratovanje hitrorastočega podjetja in morebitno dodatno širitev.

Anketa (glej prilogo 5 in 6) je sestavljena iz 28 vprašanj, ki so vsebinsko razdeljena na štiri različne sklope, in samostojnega začetnega vprašanja. Ker je narava ankete anonimna, mi je samostojno začetno vprašanje, ki se nanaša na anketiranca, pomagalo izoblikovati jasnejšo sliko o anketirani osebi in podjetju. Prvi sklop vprašanj se nanaša na rast podjetja. Uporabniku sem želel dati možnost, da se počasi seznanji z anketo, in mu ponudil lažja vprašanja. Med drugim tudi zato, ker bi težja vprašanja na začetku (v prvi minuti ankete) uporabnike morda odvrnila od izpolnjevanja anketnega vprašalnika. Z vprašanji v tem sklopu sem poskušal izvedeti, kako je podjetje želelo rasti in iz katerih virov ter iz katerih virov je na koncu sredstva tudi pridobilo.

Drugi sklop vprašanj, ki se nanaša na sodelovanje z bankami, je najtežji in tudi najobsežnejši. Uporabnik se mora na tej točki poglobiti v pretekle izkušnje in opredeliti odnos banke na začetku poslovnega razmerja. Poskušal sem pridobiti tudi informacije o morebitnih zaznanih spremembah obnašanja bank med poslovnim sodelovanjem tekom let. Uporabil sem tabelo devetih pridevnikov in s pomočjo Likertove petstopenjske lestvice pridobil oceno uporabnikov, ki se je nanašala na odnos bank na začetku poslovnega odnosa, in oceno trenutnega stanja. Med drugim sem želel preveriti, na kaj so se banke najbolj osredotočale med potekom pogajanj, kako so bila hitrorastoča podjetja uspešna med pogajanjem in ali želijo hitrorastoča podjetja zamenjati banko zaradi boljših pogojev.

Ker je anketa anonimna, sem v tretjem sklopu vprašanj poskušal pridobiti čim več podatkov o podjetju in pri tem ne načel anonimnosti. Tako sem se odločil za podatke o panogi, starosti, velikosti in povprečni rasti podjetja. Dve vprašanji na sredini sklopa pa sta bili bolj

provokativni. Uporabnika sem prosil za samooceno trenutne rasti (v letu 2015) v primerjavi s planom ter pričakovanjem rasti v naslednjih treh letih v primerjavi s preteklimi tremi leti.

Z vprašanji v četrtem in zadnjem sklopu (kar je bilo vidno tudi uporabniku) sem želel pridobiti iskreno zgodbo iz preteklih izkušenj, ko banke niso ravnale korektno oziroma so na drugi strani pokazale več zanimanja, kot je to bilo pričakovano. Menim, da hitrorastoča podjetja nimajo na voljo veliko možnosti, da priznajo oziroma delijo izjemno izkušnjo z bankami, saj jih bodo morda v prihodnosti potrebovala. Ker pri odgovoru nisem želel omejiti uporabnika, sem uporabil dve vprašanji odprtega tipa.

3.4.1 Metodologija

Pri začetni pripravi ankete sem nameraval anketo poslati le podjetjem, katere bi vključil v finančno analizo. Vendar sem se po pregledu literature in stopnje odzivnosti odločil za nov seznam podjetij, ki bi vključeval več podjetij (Galesic & Bosnjak, 2009; Keusch, 2011; Shih & Fan, 2008). Za začetek sem znova uporabil že pripravljene Ajpesove sezname hitrorastočih podjetij za leta 2011, 2012 in 2013. Zaradi zagotavljanja naključnosti in boljše reprezentativnosti sem se odločil za dva postopka izbora podjetij.

V prvem delu sem izbral podjetja, ki so vključena v vse tri sezname (1.234 podjetij) in jih razvrstil glede na povprečno rast prihodkov leta 2013 v primerjavi z letom 2011. Začel sem pridobivati kontaktne podatke za vsa podjetja, ki so imela povprečno rast prihodkov med leti 2011 in 2013 nad 25%.

V drugem delu sem se osredotočil na podjetja, ki izkazujejo visoko rast prihodkov (v %) med leti 2012 in 2013. Za osnovo sem vzel Ajpesova seznama hitrorastočih podjetij za leti 2012 in 2013. Takih podjetij je bilo 1.892. Razvrstil sem jih glede na rast prihodkov v letih 2012-2013. V tej skupini sem začel pridobivati kontaktne podatke za vsa podjetja z rastjo prihodkov v letu 2013 nad 40%.

Anketa je bila zasnovana za vrhnji management oziroma osebe, ki so vpletene v pogajanja z bankami. Ravno zaradi tega sem poskušal pridobiti kontaktne podatke (e-naslov) osebe iz vrhnjega managementa. Ker pa v večini primerov taki podatki niso javno dostopni, sem se moral zadovoljiti z najbolj primernim info e-naslovom. Na veliko presenečanje sem odkril, da nekatera podjetja nimajo spletne strani in niti javno dostopnega e-naslava. Je pa res, da so bila taka podjetja v večini primerov samostojni podjetniki in mikro podjetja. Na koncu sem na osnovi omenjenih različnih pristopov pridobil 175 kontaktnih podatkov, ki sem jih uporabil za distribucijo pripravljene ankete. Distribucija spremnega pisma in ankete je potekala ves teden, od ponedeljka do petka, zjutraj in popoldne z enakim številom poslanih vabil na poslano obdobje. Namen je bil doseči večjo naključnost poslanih vabil, saj so ljudje lahko motivirani za izpolnjevanje anket ob različnih časih v tednu. Anketa je bila odprta dva meseca, po enem

mesecu pa sem poslal opomnik vsem kontaktom, skupaj z zahvalo tistim, ki so anketo že izpolnili.

Čeprav Archer (2007) pravi, da ni treba biti preveč zaskrbljen zaradi dolžine ankete ali njenega formata, saj je pridobivanje ljudi na uvodno stran pomembnejše, se bolj strinjam s Keuschem (2012). Ta pravi, da naraščajoča priljubljenost spletnih anket povzroča poplavo anketnih vabil, kjer vsi zahtevajo udeležbo potencialnih anketirancev. Posledično se stopnje odzivnosti zmanjšujejo, kar kaže na upad pripravljenosti za sodelovanje v spletnih anketah. Pri načrtovanju ankete sem se oprl na analizo avtorjev Galesic in Bosnjak (2009), ki sta pokazala, da ankete, dolge 10 minut, dosegajo večjo stopnjo odzivnosti kot ankete, dolge 20 ali celo 30 minut. Povprečni uporabnik je za celotno izpolnitev ankete, uporabljene v tem magistrskem delu, porabil le 7,2 minute.

Pri anketi sem se oprl na enostavne namige IKA (Priporočilo za zmanjšanje stopnje neodgovorov, 2015), ki bi lahko povečali odzivnost. Menim, da so bili personalizacija e-vabil, pošiljanje opomnikov ter možnost za delitev svojega mnenja in povratnih informacij ključni za stopnjo odzivnosti. Na žalost nisem mogel ponuditi nikakršnih spodbud, daril ali nagrad, ki dokazano najbolj pripomorejo k izboljšanju odzivnosti (Cobanoglu & Cobanoglu, 2003). Med drugimi je študija Keuscha (2012) pokazala, da v pretežno moški ciljni skupini anketa doseže do 5,7 odstotnih točk večjo odzivnost, kadar je e-mail poslan z e-naslova ženske osebe. Kljub vsemu menim, da je dosežena stopnja odzivnosti pri 8,6% dober rezultat. Še posebej ko pogledamo izkušnje Query group, kjer je odzivnost na interne ankete okoli 60-90%, pri kupcih in članih 5-40% ter pri splošni javnosti le 1-20% (Ray, 2006). Po izkušnjah Benchmark (2015) je običajna stopnja odprtja e-vabila okoli 15-20%, kar pa še ne pomeni, da bo vsak, ki odpre e-pošto, anketo tudi izpolnil. Stopnja odprtja e-vabila oziroma v mojem primeru klikov na uvodni nagovor v anketi znaša 21,1%, s čimer sem zaradi popolne naključnosti udeležencev iz težko dosegljive populacije zadovoljen.

3.4.2 Značilnosti vzorca

Po poslani anketi na 175 e-naslovov, je 37 oseb (21,1%) kliknilo na link do ankete. Od teh je 19 oseb začelo izpolnjevati anketo, pri čemer so štiri osebe predčasno zaključile izpolnjevanje in so izvzete iz raziskave. Skupno je torej anketo izpolnilo 15 oseb oziroma 8,6% vseh povabljenih oseb. Anketiranci so se v večini, kar 93,3%, opredelili za podjetnika, ustanovitelja oziroma soustanovitelja podjetja. Dodatnih 6,7% se je opredelilo za člana uprave oziroma direktorja. Pri tem je treba upoštevati, da naziv podjetnik lahko predstavlja tudi druga delovna mesta. Npr. podjetnik oziroma ustanovitelj je lahko tudi član uprave ali opravlja funkcijo finančnega direktorja (divizijskega vodje).

V Tabelah 4 in 5 je prikazana struktura anketiranih podjetij glede velikosti podjetja, merjena v številu zaposlenih in celotni prodaji v letu 2014. V vzorcu prevladujejo podjetja, ki imajo 10-

19 zaposlenih (46,7%) ter podjetja s 5-9 zaposlenimi (33,3%). S po enim predstavnikom sledijo podjetja z največ štirimi zaposlenimi, podjetja z 20-49 zaposlenih ter 100-149 zaposlenimi, kar skupno predstavlja 20,0% delež v vzorcu. Glede na vrednostno prodajo so v vzorcu najštevilčnejša podjetja s prihodki v letu 2014 med EUR 1 mio in EUR 2 mio (46,7%). Sledijo jim podjetja s prihodki med EUR 2 mio in EUR 5 mio (20,0%). Podjetja s prihodki med TEUR 250 in TEUR 500 ter podjetja med TEUR 500 in TEUR 1.000 vsako predstavljajo 13,3%, medtem ko najmanjši delež (6,7%) pripada podjetjem s prihodki med EUR 5 mio in EUR 20 mio prihodkov.

Tabela 4: Velikost podjetij v vzorcu ankete glede na število zaposlenih

Velikost podjetja (glede na št. zaposlenih v letu 2014)	Število	Delež (v %)	Kumulativni delež (v %)
0 - 4	1	6,7	6,7
5 - 9	5	33,3	40,0
10 - 19	7	46,7	86,7
20 - 49	1	6,7	93,3
50 - 99	0	0,0	93,3
100 - 149	1	6,7	100,0
150 - 250	0	0,0	100,0
Več kot 250	0	0,0	100,0
Skupaj	15	100,0	/

Tabela 5: Velikost podjetij v vzorcu ankete glede na prodajo v EUR

Velikost podjetja (glede na vrednostno prodajo v EUR v letu 2014)	Število	Delež (v %)	Kumulativni delež (v %)
0 - 250.000	0	0,0	0,0
250.001 - 500.000	2	13,3	13,3
500.001 - 1.000.000	2	13,3	26,7
1.000.000 - 2.000.000	7	46,7	73,3
2.000.000 - 5.000.000	3	20,0	93,3
5.000.000 - 20.000.000	1	6,7	100,0
Nad 20.000.000	0	0,0	100,0
Skupaj	15	100,0	/

Glede na starost podjetja (glej Tabelo 6) v vzorcu prevladujejo podjetja, ki so stara od 11 do 20 let in predstavljajo 60% deleža. Tako podjetja, ki so stara med 6 in 10 let ter podjetja, stara več kot 20 let, predstavljajo 20% delež v vzorcu. Povprečna starost podjetij, vključenih v anketo, je približno 17,0 let. Kot celota predstavljajo mlajši vzorec kot podjetja, vključena v finančno analizo, kjer povprečna starost znaša 18,4 leta. Moram pa poudariti, da je povprečje

starosti podjetij, vključenih v anketo, izračunano glede na različne širine razredov in lahko nenatančno v primerjavi s točno določenimi starostmi podjetij, vključenih v finančno analizo.

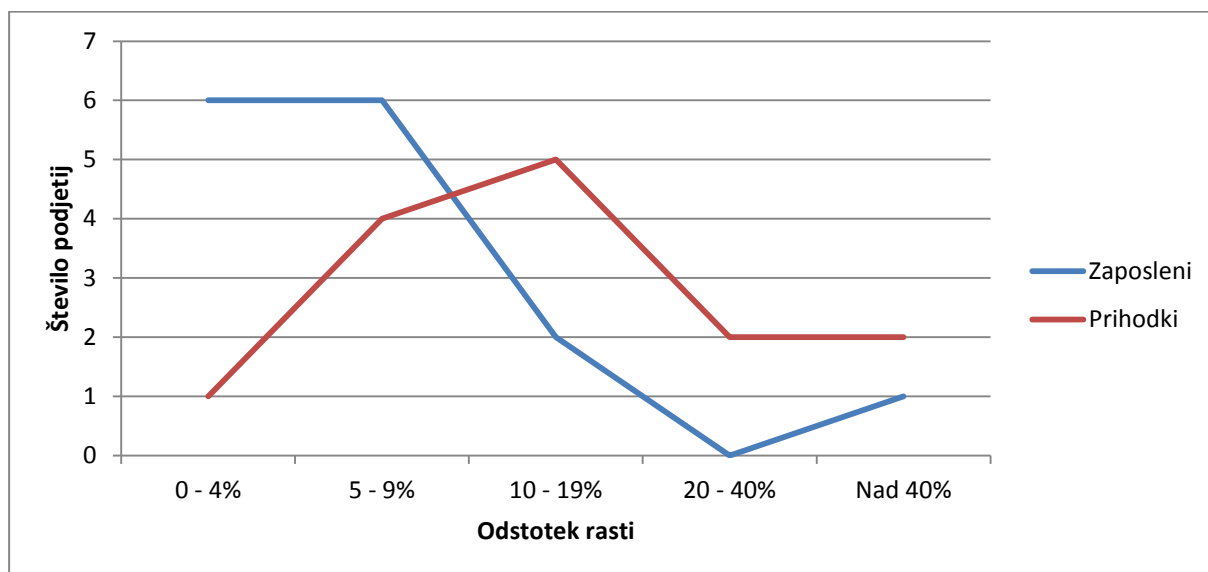
Tabela 6: Struktura podjetij v vzorcu glede na starost podjetja

Starost podjetja (v letih)	Število	Delež (v %)	Kumulativni delež (v %)
0 - 1	0	0,0	0,0
2 - 5	0	0,0	0,0
6 - 10	3	20,0	20,0
11 - 20	9	60,0	80,0
več kot 20	3	20,0	100,0
Skupaj	15	100,0	/

Podatke o rasti podjetij v vzorcu sem zbiral s pomočjo dveh vprašanj, ki so se nanašala na povprečno letno rast števila zaposlenih in povprečno letno rast prodaje za obdobje 2012-2014. Kot je razvidno iz Slike 3, so podjetja v izbranem obdobju izkazovala večjo rast prihodkov kot zaposlenih. Kar 80% podjetij v vzorcu je rast zaposlenih opredelilo kot manjšo od 10%. Na drugi strani pa je kar 60% podjetij izkazovalo rast prihodkov v obravnavanem obdobju nad 10%. Pri rasti zaposlenih je le eno podjetje (6,7%) izkazovalo rast zaposlenih višjo kot 20%, medtem ko so štiri podjetja (26,7%) izkazovala rast prodaje, večjo od 20%. Rad bi omenil tudi, da nobeno podjetje v vzorcu v povprečju ne beleži izgube v letih 2012-2014.

Zanimivo je tudi, da je devet podjetij (60%) samoocenilo, da proces rasti v letu 2015 deluje po načrtu ($\pm 5\%$ od načrtovanega). Le dve podjetji (13,3%) sta samoocenili slabšo rast v letu 2015 od načrtovane medtem ko štiri podjetja (26,7%) ocenjujejo boljše ali mnogo boljše rezultate od prvotno načrtovanih. Večina podjetij, kar 64,3% predvideva približno enako rast v obdobju 2016-2018 v primerjavi z obdobjem 2012-2014. Ne glede na dobre rezultate napovedi rasti pa kar pet podjetij (35,7%) predvideva nižjo ali precej nižjo rast v letih 2016-2018 v primerjavi s preteklimi tremi leti.

Slika 3: Rast zaposlenih in prihodkov podjetij v vzorcu v obdobju 2012-2014



3.5 Predstavitev in razlaga rezultatov

Za namene razlage rezultatov ankete bom ugotovitve strnil v štiri različne sklope, kjer se bom pri vsakem osredotočil na drugačen vidik rasti hitrorastočih podjetij in sodelovanja z banko.

3.5.1 Rast hitrorastočih podjetij

Najprej pogledjmo kako so podjetja, vključena v anketo, zasledovala rast. Čeprav je kar deset podjetij (66,7%) zasledovalo rast podjetja na podlagi denarnega toka, pa je kar trinajst podjetij (86,7%) poskušalo pridobiti finančna sredstva prek bank. Kot je razvidno iz Tabele 7, so v več kot polovici primerov (osem podjetij oziroma 53,3%) podjetja poleg bank poskušala pridobiti finančna sredstva prek leasing hiš. Okoli 40% (šest podjetij) je potrebne vire poskušalo pridobiti od lastnikov, tretjina (pet podjetij oziroma 33,3%) pa od države. Podjetja so bila v celoti uspešna pri pridobivanju potrebnih sredstev le, če so jih poskušala pridobiti iz lastnega denarnega toka ali lastnikov. V primeru denarnega toka je eno podjetje lahko uporabilo denarni tok za rast, čeprav tega ni načrtovalo. Podjetja so bila manj uspešna, če so poskušala pridobiti potrebna sredstva prek bank in leasing hiš. V obeh primerih je okoli 15% podjetij ostalo brez potrebnega denarja. Najbolj neučinkovito pa je bilo zbiranje potrebnih sredstev od države. Le 20% podjetij, ki so poskušala pridobiti sredstva od države (subvencije, dotacije itd.), je na koncu ta sredstva pridobilo. Zanimivo je dejstvo, da nobeno podjetje, vključeno v analizo, ni poskušalo pridobiti finančnih sredstev prek skladov tveganega kapitala ali trga kapitala. Razlogov za to ne bom iskal v tem magistrskem delu, vendar bi bilo zanimiva raziskava o hitrorastočih podjetjih in udeležbi v alternativnih oblikah financiranja ter povezanih razlogih. Moram tudi opozoriti, da so posamezna podjetja imela možnost izbire

več odgovorov, in četudi posamezno podjetje ni pridobilo potrebnih sredstev za rast od države, jih je lahko pridobilo iz drugih virov.

Tabela 7: Pridobivanje potrebnih sredstev za rast

Potrebna sredstva za rast	Poskušali pridobiti	Delež (v %)	Uspešno pridobili	Delež (v %)	Razlika (v %)
Denarni tok podjetja	10	66,7	11	73,3	10
Obstoječi lastniki	6	40,0	6	40,0	0
Potencialni novi lastniki	0	0,0	0	0,0	/
Banka	13	86,7	11	73,3	-15
Leasing hiše	8	53,3	7	46,7	-13
Država	5	33,3	1	6,7	-80
Partnerji	0	0,0	0	0,0	/
Skladi tveganega kapitala	0	0,0	0	0,0	/
Sekundarni trg kapitala	0	0,0	0	0,0	/
Drugo	0	0,0	0	0,0	/
Skupaj	15	100,0	15	100,0	/

Pridobljena sredstva so podjetja v večini uporabila za razvoj novega proizvoda in storitve (73,3% oziroma enajst podjetij) ter za prodor na nove trge (33,3% oziroma petnajst podjetij). Okoli četrtnina anketirancev (26,7% oziroma štiri podjetja) je sredstva med drugim uporabila za odplačilo dobaviteljev. Po eno podjetje pa je sredstva uporabilo za odpiranje novih enot in prevzem drugega podjetja.

3.5.2 Zaznan odnos bank

Pri zaznavi odnosa z bankami sem hitrorastoča podjetja spraševal o različnih lastnostih odnosa bank pri sklepanju prvega kreditnega posla in tekom tekočega poslovanja. Anketiranec je imel na voljo devet lastnosti odnosa bank do hitrorastočega podjetja. Oceno je lahko podal na Likertovi petstopenjski lestvici, kjer 1 pomeni sploh se ne strinjam in 5 popolnoma se strinjam. Kot je razvidno iz Tabele 8, so se vprašani najbolj strinjali, da so bile banke pri sklepanju prvega kreditnega posla trdi pogajalci (ocena 4,33), vendar presenetljivo brez konflikta (ocena 4,17). Vprašani so se najmanj strinjali z lastnostjo, da so bile banke pri sklepanju prvega kreditnega posla pokroviteljske (ocena 2,58) in ignorantske (2,00). Zanimivo pa je, da imata zadnji dve trditvi največji standardni odklon med vsemi ocenjenimi lastnostmi. Kljub večinskemu nestrinjanju z obema trditvama pa standardni odklon nakazuje na neenotnost odgovorov in na primere, kjer so hitrorastoča podjetja zaznala banke kot pokroviteljske in ignorantske.

Tabela 8: Zaznava odnosa bank do hitrorastočega podjetja med pogajanjem prvega kreditnega posla

Lastnost	Št. odgovorov	Povprečje	Standardni odklon
Profesionalen	12	3,92	1,00
Spoštljiv	12	3,83	1,11
Trd pogajalec	12	4,33	0,65
Zaupljiv	11	3,45	1,13
Ignorantski	12	2,00	1,41
Pripravljen pomagati	12	3,92	1,08
Pokroviteljski	12	2,58	1,44
Odprt (jasna komunikacija)	13	4,00	1,15
Brez konfliktov	12	4,17	1,19

V nadaljevanju sem anketirance vprašal, ali so v tekočem poslovanju zaznali kakršne koli spremembe v odnosu banke do hitrorastočega podjetja. Kar 57,1% anketirancev je zaznalo spremembe v odnosu. Anketirance, ki so zaznale spremembe, sem prosil, da opredelijo spremenjen odnos banke po enakem principu kot pri ocenjevanju odnosa banke med prvim kreditnim poslom. V Tabeli 9 lahko vidimo nove vrednosti istih lastnosti, kjer so se vprašani najbolj strinjali z dejstvom, da so banke med tekočim poslovanjem najbolj pripravljene pomagati (ocena 4,09) in da so trdi pogajalci (ocena 4,09). Najnižjo oceno pa imata še vedno lastnosti pokroviteljski (ocena 2,55) ter ignorantski (2,00).

V primerjavi z vrednostmi lastnosti pri prvem kreditnem poslu so se najbolj zvišale vrednosti ocene lastnosti zaupljiv (+0,45 točke) in pripravljen pomagati (+0,17 točke). Pri lastnosti zaupljiv se ni izboljšala le povprečna vrednost, marveč tudi standardni odklon z 1,13 pri prvem kreditnem poslu na 0,83 med tekočim poslovanjem. V primerjavi z vrednostmi lastnosti pri prvem kreditnem poslu pa se je najbolj zmanjšala ocena trd pogajalec (-0,24), čeprav je vrednost še vedno zelo visoka. Zanimivo je tudi dejstvo, da sta se lastnosti odprt (jasna komunikacija) in brez konflikta zmanjšali. Med tekočim poslovanjem je lastnost odprt (jasna komunikacija) dobila oceno 3,77 (-0,23 točke) in brez konflikta oceno 4,00 (-0,17 točke). Čeprav so nekatere lastnosti dobile rahlo boljšo oceno (profesionalen, spoštljiv, pokroviteljski), pa me zmoti višji standardni odklon ocene v primerjavi z vrednostmi pri prvem kreditnem poslu. Višji standardni odkloni nakazujejo na neenotnost vzorca in kljub višjim povprečnim vrednostim, več negativnih primerov.

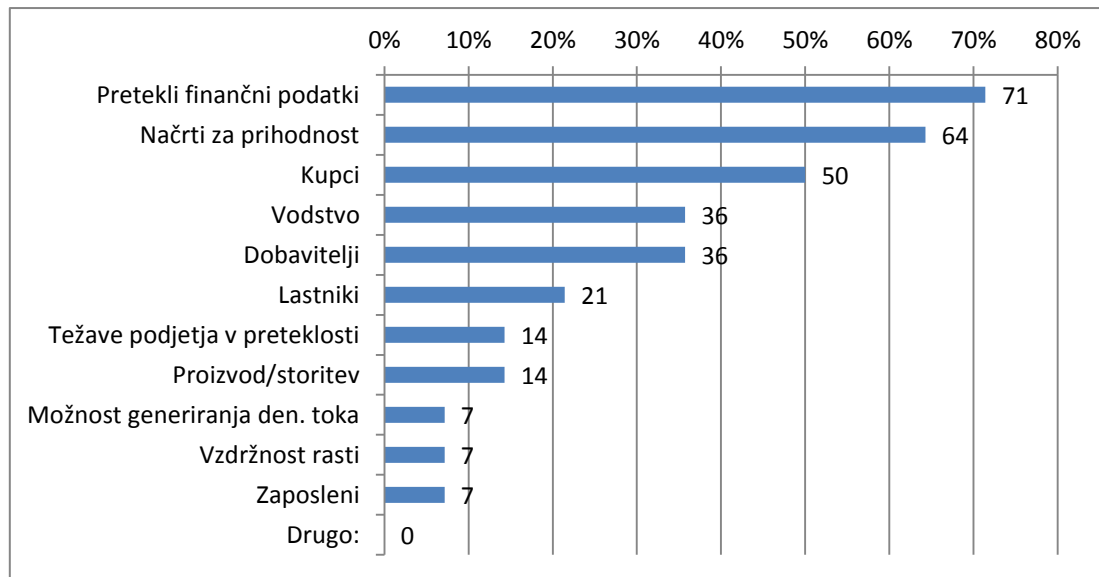
Spremembe vrednosti nakazujejo na bolj sproščeno vzdušje po prvem kreditnem poslu, kjer so banke postale bolj zaupljive in pripravljene pomagati, vendar še vedno ostajajo trdi pogajalci. Po drugi strani pa hitrorastoča podjetja banke med tekočim poslovanjem zaznavajo kot manj odprte in bolj konfliktne kot na začetku poslovanja, kjer je več primerov slabega odnosa.

Tabela 9: Zaznava odnosa bank do hitrorastočih podjetij med tekočim poslovanjem

Lastnost	Št. odgovorov	Povprečje	Standardni odklon
Profesionalen	12	4,00	1,35
Spoštljiv	12	3,92	1,44
Trd pogajalec	11	4,09	0,70
Zaupljiv	11	3,91	0,83
Ignorantski	11	2,00	1,10
Pripravljen pomagati	11	4,09	1,22
Pokroviteljski	11	2,55	1,57
Odprt (jasna komunikacija)	13	3,77	1,42
Brez konfliktov	12	4,00	1,48

Kot je razvidno iz Slike 4, so se banke pri sklepanju prvega kreditnega posla s hitrorastočim podjetjem glede na izkušnje hitrorastočih podjetij najbolj osredotočile na pretekle finančne podatke (v 71% primerih), načrte za prihodnost (64%) in kupce (50%). Zanimivo je, da je le 14% anketiranih hitrorastočih podjetij zasledilo osredotočenost banke na proizvod/storitev, 7% na možnost generiranja denarnega toka in 7% na vzdržnost rasti.

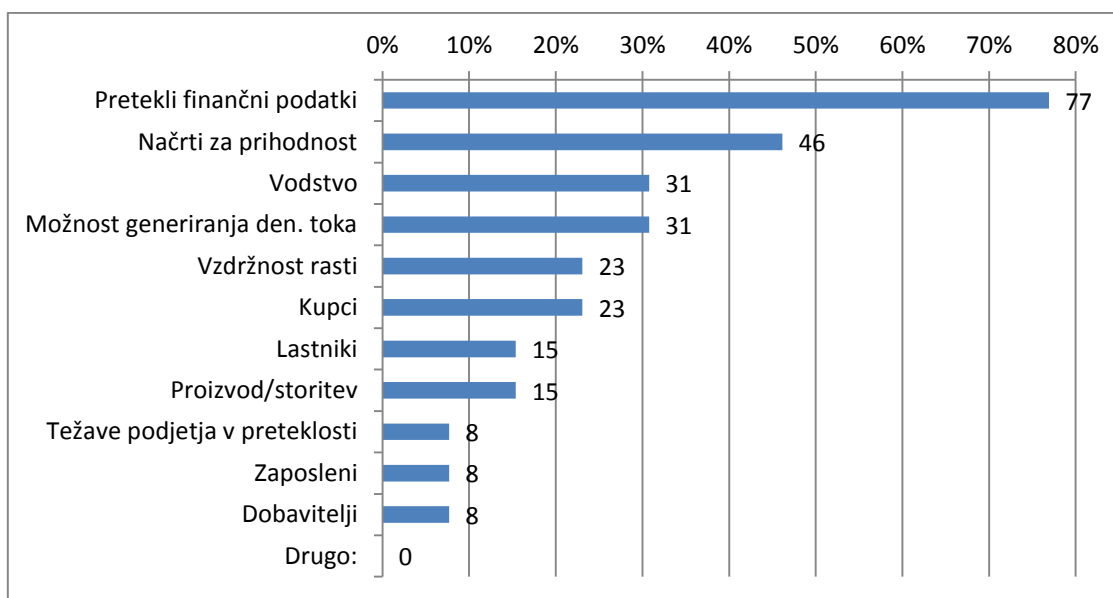
Slika 4: Osredotočanje bank pri sklepanju prvega kreditnega posla s hitrorastočim podjetjem v %



Slika 5 prikazuje, da so med tekočim poslovanjem hitrorastoča podjetja zaznala zmanjšanje osredotočenosti bank pri načrtih za prihodnost (-18% točk na 46%), kupcih (-27% točk na 23%), vodstvu (-5% točk na 31%), dobaviteljnih (-28% točk na 8%), lastnikih (-6% točk na

15%) in težavah podjetja v preteklosti (-6% točk na 8%). Padec osredotočenosti bank pri omenjenih parametrih je posledica sodelovanja s hitrorastočim podjetjem, kjer je banka dodobra spoznala poslovni model in pretekle težave hitrorastočega podjetja. Hitrorastoča podjetja so zaznala večjo osredotočenost na pretekle podatke (+6% točk na 77%), možnosti generiranja denarnega toka (+16% točk na 23%) in vzdržnost rasti (+16% točk na 23%). Zanimivo je dejstvo, da kljub rasti postavk generiranje denarnega toka in vzdržnost rasti predstavljata zelo majhen delež osredotočenosti bank. Ti dve komponenti bi morali zasedati veliko višja mesta, če ne celo prvi dve mesti. Kot sem spoznal pri finančni analizi hitrorastočih podjetij, se posamezne postavke in vrednosti finančnih kazalnikov (glej poglavji 3.2 in 3.3) izrazito spreminjajo skozi leto in generiranje denarnega toka, skozi katerega je banka poplačana, je ključnega pomena pri ocenjevanju kreditne sposobnosti. Vprašanje vzdržnosti rasti pa odgovarja na vprašanja, kako tvegano je hitrorastoče podjetje ter poleg poslovnega modela ključno za točno opredelitev tveganja.

Slika 5: Osredotočanje bank med tekočim poslovanjem s hitrorastočim podjetjem v %



3.5.3 Ugodnost prejete ponudbe

V anketi sem anketirance med drugimi spraševal tudi o zaznavi ugodnosti ponudbe, ki so jo dobile od bank pri prvem kreditnem poslu, ter morebitnih spremembah tekom poslovanja. Čeprav je bilo pri vprašanju o ugodnosti od bank prejete ponudbe pri prvem kreditnem poslu 38,5% vprašanih neodločenih, pa se je skoraj polovica (46,2%) vprašanih strinjala ali popolnoma strinjala, da so dobila ugodno ponudbo. 15,4% vprašanih pa je menilo, da niso dobile ugodne ponudbe pri sklepanju prvega kreditnega posla z banko. Tu bi poudaril, da se pri vprašanju nisem osredotočal na cenovni vidik, temveč na percepcijo. Posledično bi lahko bili stroški sklepanja prvega kreditnega posla (strošek odobritve, obrestna mera, zaveze itd.)

za hitrorastoča podjetja nad povprečjem celotne populacije. Zanimivo bi bilo nadaljevati raziskavo v tej smeri in se poleg percepcije osredotočiti tudi na cenovni vidik odnosa hitrorastočega podjetja in banke.

Na vprašanje, ali so hitrorastoča podjetja v času sodelovanja z bankami uspela izboljšati pogoje (npr. nižja obrestna mera, nižji stroški letnega pregleda, nižji stroški plačilnega prometa itd.), se 46,2% vprašanih (šest oseb) ni opredelilo. Zanimivo pa je, da je 38,5% vprašanih uspelo izboljšati pogoje poslovanja. Od tega se jih je večina, kar 30,8% vseh vprašanih, popolnoma strinjala s trditvijo. Podobno kot pri prejšnjem vprašanju, se 15,4% vprašanih (dve osebi) ni strinjalo s trditvijo.

Ne glede na ugodnost prejete ponudbe, pa so se anketiranci skorajda soglasno strinjali (92,3%), da bi brez sodelovanja bank težje rasli oziroma sploh ne bi rasli. Le eden izmed vprašanih (7,7%), ki so odgovorili na to vprašanje, meni, da bi lahko enako rast dosegli tudi brez pomoči bank. Rezultati slednjega vprašanja nam dajo jasno indikacijo pomembnosti bank pri zagotavljanju rasti hitrorastočih podjetij.

3.5.4 Poslovanje z bankami

Vsa hitrorastoča podjetja, vključena v anketo, poslujejo z eno do največ tremi bankami. Največji delež, okoli 50% (sedem podjetij) predstavljajo podjetja, ki poslujejo z dvema bankama. Okoli tretjina (28,6% oziroma štiri podjetja) vprašanih posluje le z eno banko, medtem ko 21,4% vprašanih (tri podjetja) trenutno posluje s tremi bankami.

Izmed vseh le 7,1% vprašanih (eno podjetje) nikoli ne spremlja ponudbe drugih bank z namenom zamenjave glavne banke, medtem ko jih občasno spremlja kar 78,6% (enajst podjetij). Redko jih spremlja okoli 14,3% vprašanih (dve podjetji). Ne glede na velik delež podjetij, ki spremljajo ponudbo bank na trgu nobeno ne posluje z glavno banko manj kot dve leti. Vendar, kakor smo videli v poglavju 3.4.2. (Značilnosti vzorca), nobeno podjetje, vključeno v anketo, ni staro 2-5 let, kar tri podjetja (21,4%) pa poslujejo z glavno banko med 2-5 leti. Podobno lahko vidimo v kategoriji 6-10 let, kjer imamo le tri podjetja, vključena v anketo, stara med omejenima vrednostma, medtem ko pet podjetij posluje z glavno banko enako dolgo. Razlog za to lahko najdemo v zamenjavi glavne banke po ustanovitvi podjetja in resnost pregledovanja ponudb drugih bank na trgu.

Zanimalo me ni samo, kako pogosto hitrorastoča podjetja spremljajo konkurenco v bančnem sektorju, temveč tudi, kako pogosto banke (s katerimi poslovno ne sodelujejo) kontaktirajo hitrorastoča podjetja z namenom morebitnega sodelovanja. Zanimivo jih je kar 28,6% vprašanih (štiri podjetja) odgovorilo, da nikoli. 57,1% vprašanih (osem podjetij) je občasno kontaktiranih s strani bank s katerimi poslovno ne sodelujejo. Po 7,1% vprašanih (po eno

podjetje) pa je odgovorilo, da jih pogosto in zelo pogosto kontaktirajo banke za morebitno sodelovanje v prihodnosti.

V nadaljevanju bom na podlagi obravnavane literature in empirične analize podal predloge, ki jih banke lahko implementirajo za izboljšanje sodelovanja s hitrorastočimi podjetji ter pri pripravi kreditne analize.

3.6 Predlogi za izboljšave

Banke imajo zaradi pomembnosti kreditnega tveganja v večini dobro izdelan načrt priprave kreditne analize ter usposobljene strokovnjake, ki se posvečajo pripravi. Med pisanjem magistrskega dela in analiziranjem različnih skupin hitrorastočih podjetij pa sem naletel na nekaj področij, kjer vidim možnosti za izboljšave in bi spremembe lahko pripomogle k boljši uporabi resursov, boljšemu odnosu s hitrorastočimi podjetji, zmanjšanju prevzetih tveganj in nenazadnje morda izboljšanemu končnemu poslovnemu izidu.

Kot sem omenil pri nepravilnostih kreditne analize v bankah (poglavje 1.3.4), kreditni posel primarno ocenita svetovalci, ki ima osebni stik s stranko, ter analitik, ki skozi izkaze poslovanja opravi celostno analizo podjetja. Medtem ko je analitik nekoliko odmaknjen od prodajnih veščin in je primarno osredotočen na oceno podjetja na podlagi kvantitativnih kriterijev (sposobnosti plačila, kapital in zavarovanje), je svetovalci zadolžen za subjektivno oceno (značaj podjetja in pogoji poslovanja). Ker tudi subjektivna ocena svetovalca vpliva na oceno plačilne sposobnosti in s tem na ceno (obrestno mero), ki jo banka lahko ponudi, po drugi pa je svetovalci v večini nagradjen za velik enkratni posel, pri sklenitvi več poslov ali zaradi velikosti svojega portfelja, predstavlja dvojna vloga svetovalca morebitno tveganje za banko. Dvojna vloga svetovalca lahko povzroči slabši kreditni portfelj, pri čemer se banka tega sploh ne zaveda. Čeprav ima svetovalci stik s stranko in jo najboljše pozna, bi morala biti ocena značaja podjetja ter pogojev poslovanja izključno v domeni analitika. Le-ta bi, res da, moral posvetiti več časa celostni analizi posameznemu podjetju, vendar bi sprostil čas svetovalca, ki se ukvarja s pridobivanjem strank in z ustvarjanjem dobrih odnosov. Analitik bi tako moral bolje poznati stranko, se z njo večkrat sestati in imeti odprt dialog s svetovalcem, kjer bi na podlagi dokazov (tudi s strani svetovalca) ocenil kvalitativna kriterija – značaj podjetja in pogoji poslovanja. S tem bi preprečili dvojno vlogo svetovalca in morebiti izboljšali kreditni portfelj banke.

Pri pregledu finančno-računovodskih postavk sem ugotovil, da so hitrorastoča podjetja v vzorcu večinoma mikro podjetja, ki imajo majhno število zaposlenih in so mlajša v primerjavi z ostalimi podjetji. Med drugimi imajo zelo majhno EBITDA in celotna sredstva, ki pa vsako leto rastejo veliko hitreje v primerjavi z ostalimi. To je še posebej pomembno pri pripravi morebitnega prihodnjega trenda stranke. Banke za potrebe financiranja (še posebej dolgoročnega financiranja) zahtevajo dolgoročen plan podjetja. Hitrorastoča podjetja (z več

kot 40% letno rastjo prihodkov) imajo zelo ambiciozne plane in običajno predpostavljajo enako rast tudi v prihodnosti. Na dolgi rok (npr. dolgoročno financiranje petih let) hitra rast prihodkov pripelje do presenetljivih zneskov. V primeru, da ima hitrorastoče podjetje (npr. 45% letna rasti prihodkov) trenutno EUR 1 mio prihodkov, le-ta po petih letih planira kar EUR 6,4 mio prihodkov. Glede na to, da je isto podjetje imelo pred dvema letoma le EUR 0,48 mio prihodkov, so banke lahko presenečene nad visoki številkami. Banke tudi same pripravijo trend stranke v slabem primeru (angl. *downside case scenario*), kjer se lahko izračunani zneski prihodkov precej razlikujejo od napovedanih prihodkov pripravljenih s strani hitrorastočih podjetij. Zaradi izjemne moči obrestnega računa in posledično visokih izračunanih zneskov prihodkov v zadnjih letih napovedi, ki za trenutno stanje hitrorastočega podjetja še niso dosegljiva, sama napoved trenda hitre rasti prihodkov za hitrorastoča podjetja niti ni tako pomembna. Banke bi lahko v tem primeru odobravale višji okvirni kredit, ki bi zadostoval planom hitrorastočih podjetij v naslednjih petih letih (v našem primeru) in bi bil z vidika trenutne višine prihodkov, EBITDA in sredstev nerazumen. Vendar bi tak okvirni kredit lahko vseboval klavzule, kjer bi se kredit črpal v več tranšah in kjer bi se višji zneski sprostil le v primeru dokazil sklenjenih pogodb, višje EBITDE oz. dodatnega zavarovanja. S tem bi hitrorastoča podjetja brezskrbno imela prosto financiranje na voljo v primeru velike rasti brez dodatnih stroškov nenehnih novih manjših financiranj in izgube čase s pogajanjem z bankami. Banka bi si prav tako zagotovila dolgoročno sodelovanje z uspešnimi hitrorastočimi podjetji. Res pa je, da bi hitrorastoča podjetja v tem primeru morala razmišljati o postopnem financiranju rasti ter večanju kapacitet.

Vrednost NFD/EBITDA hitrorastočih podjetij v vzorcu je majhna; v letu 2013 vrednost znaša le 0,89 in v primerjavi z letom 2011 sem zaznal celo padec z 0,96. Čeprav je kapital resda najmanjši pri hitrorastočih podjetjih, le-ta še vedno predstavlja solidnih 39%. Ne smemo pozabiti, da je večina obveznosti izkazanih kot kratkoročnih poslovnih obveznosti (45,4% celotne pasive). Zato ni presenetljivo, da je večina (kar 60,9%) kratkoročnih sredstev še vedno financiranih kratkoročno, največ v primerjavi z ostalimi skupinami, vključenimi v analizi. Menim, da bi banke morale odobriti večje kredite dolgoročne narave, s katerim bi hitrorastoča podjetja financirala potrebna obratna sredstva ali investirala v dolgoročna sredstva. Morda s prej omenjenimi okvirnimi krediti, kjer bi hitrorastoča podjetja postopoma financirala dolgoročna sredstva, katera so v celoti planirana in finančno v naprej podprta s strani bank.

Največje postavke v bilanci stanja hitrorastočih podjetij so zaloge, kratkoročne poslovne terjatve ter kratkoročne poslovne obveznosti. Zaloge in kratkoročne poslovne terjatve skupno predstavljajo 62,6% celotne aktive. Banke bi morale pri analiziranju hitrorastočih podjetij dati posebno pozornost omenjenim postavkam. Predvsem katera podjetja dolgujejo oz. imajo dolg do hitrorastočega podjetja. Kakšna je koncentracija na obeh straneh (št. kupcev in dobaviteljev) in morebitna odvisnost od peščice kupcev oz. dobaviteljev. Poleg tega sta zapadlost terjatev in obveznosti ključnega pomena, saj lahko zamude na katerikoli strani zamajajo začetni poslovni odnos. Izmed vseh skupin, vključenih v analizo, so imela

hitrorastoča podjetja najmanjše število dni vezav zalog, terjatev do kupcev ter obveznosti do dobaviteljev, kar lahko pripisujemo tudi višji produktivnosti na koncu leta. Proizvodnost sredstev hitrorastočih podjetij v letu 2013 je znašala kar 3,88. Čeprav sta EBITDA marža in donosnost prodaje hitrorastočih podjetij nekoliko manjši od drugih dveh skupin v vzorcu, pa ravno visoka proizvodnost sredstev omogoča visoko donosnost sredstev. Če bi banke dodatno financirale hitrorastoča podjetja, menim, da bi kljub morebitni manjši EBITDA marži absolutni znesek EBITDA več kot zadostoval za poravnavo vseh finančnih obveznosti.

Pri poslovanju s hitrorastočimi podjetji morajo banke posebno pozornost nameniti tudi stroškom storitev. Kot sem že omenil (poglavje 3.3.7.3), je delež stroškov storitev v prodaji hitrorastočih podjetij zelo velik (v povprečju 33,6%), skupaj z največjim standardnim odklonom vseh skupin v vzorcu. Pri poslovanju s hitrorastočimi podjetji je potrebno natančno opredeliti, na kaj se nanašajo stroški storitev, preveriti, ali so vse postavke stroškov storitev potrebne za normalno poslovanje podjetja, ali je znesek posamezne postavke sorazmeren s poslovanjem hitrorastočega podjetja. V primeru, ko hitrorastoče podjetje uporablja podizvajalce, se mora opredeliti, kako pomembni so za uspešnost opravljenega posameznega posla ter za uspešnost samega hitrorastočega podjetja.

Rad bi opozoril na dejstvo, da je kar 86,7% anketiranih hitrorastočih podjetij poskušalo pridobiti finančna sredstva za rast preko bank. Pridobljena sredstva so podjetja v večini uporabila za razvoj novega proizvoda in storitve (73,3% anketiranih) ter za prodor na nove trge (33,3% anketiranih). Tukaj bi poudaril, da se je kar 92,3% podjetij, vključenih v anketo, strinjalo, da bi brez sodelovanja bank težje rastli oziroma sploh ne bi rastli. To pa le poudarja dejstvo, kako pomembne so banke za ustvarjanje dodane vrednosti in novih delovnih mest ter s kakšno resnostjo morajo obravnavati hitrorastoča podjetja in se osredotočiti na nekatere pomembnejše postavke.

Glede na rezultate ankete so se banke pri sklepanju prvega kreditnega posla s hitrorastočim podjetjem najmanj osredotočale prav na generiranje denarnega toka ter vzdržnost rasti. Po mojem mnenju bi morale biti obe postavki vključeni v vsako pripravo kreditnega predloga hitrorastočega podjetja. Omenjeni postavki sta skupaj z obravnavo poslovnega modela ter drugih izpostavljenih postavk ključnega pomena za vzpostavitev dolgoročnega sodelovanja, kjer lahko partnerja gradita na zaupanju in, kot sem že omenil, se financiranje lahko osredotoča na nadaljevanje rasti.

SKLEP

Iz osebnih izkušenj menim, da ima hitra rast podjetij običajno negativno konotacijo, saj je povezana z negotovostjo o prihodnjem razvoju podjetja. Banke, ki v vsakodnevem poslovanju nase prevzemajo tveganja, so morebiti dokaj skeptične glede podjetij, ki izkazujejo večja tveganja. Glede na pomembnost hitrorastočih podjetij menim, da imajo ta

podjetja veliko vlogo pri ustvarjanju nove dodane vrednosti in ustvarjanju delovnih mest ter bi jih morali pri tej vlogi podpirati. V magistrskem delu sem se osredotočil na kreditno analizo, ki jo banke pripravljajo pri ocenjevanju posameznih podjetij in skozi finančno analizo poskušal identificirati pomembne računovodsko-finančne postavke ter finančne kazalce, ki bi bankam pomagali pri analizi hitrorastočih podjetij. Poleg tega upam, da bodo izsledki ankete, čeprav majhnega vzorca, bankam pomagali razumeti, kako pomembno vlogo predstavljajo pri podpori rasti hitrorastočih podjetij, kako hitrorastoča podjetja gledajo na odnos med njimi ter morebiti izboljšati trenutno situacijo na trgu.

S prvo in drugo hipotezo sem želel preveriti, ali obstajajo razlike med rezultati finančne analize med različnimi skupinami podjetij. Pri izračunu finančno-računovodskih postavk (v finančni analizi je bilo zajetih 8 različnih postavk) so obstajale razlike med rezultati skupine hitrorastočih podjetij ter ostalih skupin, ki so mi pomagale pri postavitvi predlogov za nadaljnje sodelovanje bank s hitrorastočimi podjetji. Prva hipoteza je tako potrjena. Tudi pri izračunu finančnih kazalnikov (v finančni analizi jih je bilo zajetih 21; eden od kazalnikov ima dve različici izračuna) so obstajale velike razlike med rezultati skupine hitrorastočih podjetij ter ostalih skupin. Glede na izračunane razlike sem lahko podal konkretne predloge bankam pri pripravi kreditnih predlogov hitrorastočih podjetij, s čimer je tudi druga hipoteza potrjena.

S tretjo hipotezo sem želel preveriti, kako se banke obnašajo do hitrorastočih podjetij. Podjetja, vključena v anketo, so se v večini strinjala, da se banke do njih ne obnašajo pokroviteljsko. Poleg tega pa 84,6% hitrorastočih podjetij, ki je poskušalo pridobiti sredstva za rast preko bank, le-ta na koncu dobila. V tem primeru tretje hipoteze ne morem potrditi. Kljub temu pa sem v magistrskem delu zasledil primere, ko so se banke obnašale pokroviteljsko do hitrorastočih podjetij in kjer hitrorastoča podjetja niso pridobila zelenega financiranja, potrebnega za rast s strani bank. Upam, da v prihodnosti takih primerov ne bo več in da bodo banke ravnale profesionalno v vseh primerih, tako v poslovanju s hitrorastočimi podjetji kot z ostalimi strankami.

S četrto hipotezo sem želel preveriti, kako pomembno je financiranje rasti s strani bank za hitrorastoča podjetja. Kar 86,7% vseh podjetij, vključenih v anketo, je poskušalo pridobiti potrebna sredstva s strani bank. Od teh pa se je kar 92,3% anketiranih strinjalo, da bi brez sodelovanja bank težje rasli oziroma sploh ne bi rasli. Glede na skoraj soglasno mnenje o pomembnosti bank za rast hitrorastočih podjetij je četrta hipoteza potrjena.

V magistrskem delu sem se srečal z več omejitvami. Pri finančni analizi sem se opiral na javno dosegljive finančne podatke, ki so predvsem objavljeni na Ajpesovi spletni strani. Na žalost so nekateri podatki prikazani sumarno (npr. nabavna vrednost prodanega blaga in materiala ter stroški porabljenega materiala), ki se razdeli na postavko nabavno vrednost prodanega blaga in materiala ter postavko stroški porabljenega materiala. Podjetja morajo

Ajpesu poročati po posameznih postavkah, torej ti podatki obstajajo, vendar jih žal nisem uspel pridobiti. Glede na stopnje odzivnosti anket, katere sem zasledil v literaturi, sem se odločil za različna vzorca, vključena v finančno analizo in pri pripravi ankete. Čeprav se obe analizi osredotočata na hitrorastoča podjetja, lahko prihaja do odstopanj pri dejanski rasti prihodkov v opazovanem obdobju obeh vzorcev. Ker sem pri anketi, za izbor podjetij, uporabil kriterija hitre rasti prihodkov v enem (2012–2013) ter dveh zaporednih letih (2011–2013) in kjer finančni podatki za leto 2014 v času priprave ankete še niso bili na voljo, lahko v izbranem vzorcu hitrorastočih podjetij prihaja do odstopanj visokih rasti prihodkov v zadnjih treh letih (2012–2014).

Obravnavana tema odpira veliko možnosti za nadaljnje raziskave. V samem magistrskem delu sem nekatere predloge podal že med obravnavanjem posameznih finančnih kazalnikov in rezultatov ankete. Vseeno pa bi poudaril nekatere, ki izhajajo iz same omejitve uporabljenih analiz. V magistrskem delu sem se osredotočil predvsem na zaznavanje odnosa med bankami in hitrorastočimi podjetji s strani hitrorastočih podjetij. Zanimivo bi bilo videti raziskavo, ki se osredotoča na zaznavo odnosa s strani bank. Ker se posamezni finančni indikatorji razlikujejo glede na panogo, bi bilo med drugim zanimivo raziskati značilnosti hitrorastočih podjetij v različnih panogah in različnih oblikah podjetij (trgovsko, proizvodnjo in storitveno). V kolikor bi lahko drugače izvedel anketo, predvsem z večjim številom anketiranih oseb, bi dobil drugačen vzorec, s katerim bi morebiti prišli do drugih spoznanj ali potrdili moje ugotovitve. Raziskavo bi bilo v prihodnje smiselno izvesti tudi v drugih državah ter primerjati različne metode bank. Vsekakor pa tudi v drugem časovnem obdobju, kjer se posledice finančne krize ne bodo več tako čutile in bi morebiti tudi hitrorastoča podjetja drugače zaznavala odnos bank.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (2012). *Seznam hitrorastočih podjetij v obdobju 2007-2011*. Ljubljana: Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.
2. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (2013). *Seznam hitrorastočih podjetij v obdobju 2008-2012*. Ljubljana: Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.
3. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (2014). *Seznam hitrorastočih podjetij v obdobju 2009-2013*. Ljubljana: Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.
4. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (2015a). *Seznam hitrorastočih podjetij v obdobju 2010-2014*. Ljubljana: Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.
5. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (2015b). Poslovni subjekti v Poslovnem registru Slovenije po pravnoorganizacijskih oblikah, po četrletjih. Najdeno 18. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/doc/Registri/PRS/Porocila/posl_subj_poo_31122013.pdf
6. Archer, T.M. (2007, 4. oktober). Characteristics Associated with Increasing the Response rates of Web-Based Surveys. *Practical Assessment, Research & Evaluation*, 12(12). Najdeno 2. avgusta 2015 na spletnem naslovu <http://pareonline.net/getvn.asp?v=12&n=12>
7. Autio, E. (2007). *2007 Global Report on High-Growth Entrepreneurship*. London: Global Entrepreneurship Research Consortium.
8. Baiden, J.E. (2011). *The 5 C's of credit in the lending industry*. Ghana: Central University College.
9. Bank for International Settlements. (2013). *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*. Basel: Bank for International Settlements.
10. Banka Slovenije. (2007). *Proces ocenjevanja tveganja*. Ljubljana: Banka Slovenije.
11. Barnes, P. (1987). The analysis and use of financial ratios. A review article. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(4), 449-461.

12. Benchmark. (2015). What is a typical survey response rate? Najdeno 9. septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.benchmarkemail.com/help-FAQ/answer/what-is-a-typical-survey-response-rate>
13. Bergant, Ž. (2007). Nekaj stranpoti teorije in prakse analiziranja plačilne sposobnosti podjetja. *Economics and Business Review for central and South-Eastern Europe*, 9(posebna številka), 409-429.
14. Berger, A.N., & Udell, G.F. (2004). The Institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behavior. *Journal of Financial Intermediation*, 13(4), 458-495.
15. Besis, J. (2010). *Risk management in banking*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
16. Bisnode d.o.o. (b.l.). *Napredni iskalnik Gvin.com*. Ljubljana: Bisnode d.o.o.
17. Blake, J., Bond, R., Amat, O., & Oliveras, E. (2000). The ethics of creative accounting some Spanish evidence. *Business Ethics: A European Review*, 9(3), 136-142.
18. Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial management: Theory and Practice* (14th ed.). Ohio: Cengage Learning.
19. Callioni, G., Montgros, X., Slagmulder, R., van Wassenhove, L. N. & Wright, L. (2005). Inventory driven costs. *Harvard Business Review*, 83(3), 135-141.
20. Churchill, N.C. & Lewis, V.L. (1983). The Five Stages of Small Business Growth. *Harvard Business Review*, 61(3), 30-50.
21. Ciby, J. (2013). *Advanced Credit Risk Analysis and Management*. Hoboken: Wiley Finance.
22. Clawson, T. (2013). The benefits of diversification. Najdeno 15. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www.santanderbreakthrough.co.uk/advice/strategy/benefits-diversification>
23. Cobanoglu, C., & Cobanoglu, N. (2003). The effect of incentives in web surveys: application and ethical consideration. *International Journal of Market Research*, 45(4), 475-488.
24. Coman, R. (2015). Choosing a date for your accounting year-end. Najdeno 15. septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.startupdonut.co.uk/startup/tax-and-national-insurance/how-to-work-out-tax-and-ni/choosing-a-date-for-your-accounting-year-end>

25. Dahl, D. (2010, 25. februar). How to Develop a Business Growth Strategy. Najdeno 25. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www.inc.com/guides/small-business-growth-strategies.html>
26. Datta, D. K., Guthrie, J.P., & Wright, P. M. (2005). Human Resource Management and Labor Productivity: Does Industry Matter? *Academy of Management Journal*, 48(1), 135-145.
27. David, F.R. (2011). *Strategic Management concepts and cases* (13th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
28. Davidsson, P., Delmar, F., & Wiklund, J. (2006). *Entrepreneurship and the growth of firms*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
29. Dimovski, V., & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta
30. Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization – EBITDA. (b.l.) V *Investopedia*. Najdeno 22. septembra 2015 na spletni strani <http://www.investopedia.com/terms/e/ebitda.asp>
31. Eastman, K. (1997). EBITDA: An Overstated Tool for Cash Flow Analysis. *Commercial Lending Review*, 12(2), 64-69.
32. Eggers, J.H., Leahy, K.T., & Chuchill, N.C. (1994). Stages of small business growth revisited: insight into growth path and leadership management skills in low- and high-growth companies. *Frontiers of Entrepreneurship Research* (str. 131-144). Boston: Bobson College.
33. *EnKlikANKETA*. Najdeno 10. junija 2015 na spletnem naslovu <https://www.1ka.si/>
34. Eun, S., Huang, W., & Lai, S. (2008). International Diversification with Large- and Small- Cap Stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(2), 489-524.
35. Evropska komisija (2014, 16. maj). *EU action plan to reduce reliance on CRA ratings*. Sporočilo Odboru za finančno stabilnost. Bruselj: Evropska komisija.
36. Evropski parlament (2011). Credit rating agencies: MEPs want less reliance on »big three«. Najdeno 28. junija 2015 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/news/en/news->

room/content/20111219IPR34550/html/Credit-rating-agencies-MEPs-want-less-reliance-on-big-three

37. Fairfield, P. M. & Yohn, T. L. (2001). Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability. *Review of Accounting Studies*, 6(4), 371-385.
38. Feschijan, D. (2008). Analysis of the creditworthiness of bank loan applicants. *Economics and Organisation*, 5(3), 273-280.
39. Financial crisis inquiry commission. (2011). *The financial crisis inquiry report*. Washington: Financial crisis inquiry commission.
40. Friedman, M. (1970, 13. september). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times*, str. 32-33, 122-126.
41. Galesic, M. & Bosnjak, M. (2009). Effects of Questionnaire Length on Participation and Indicators of Response Quality in a Web Survey. *Public Opinion Quarterly*, 73(2), 349-360.
42. Gartner, W. B., & Carter, N. M. (2003). Entrepreneurial Behavior and Firm Organizing Processes. *Handbook of entrepreneurship Research*, 1(4), 195-221.
43. Gaur, V., Fisher, M. L., & Raman, A. (2005). An Econometric Analysis of Inventory Turnover Performance in Retail Services. *Management Science*, 51(2), 181-194.
44. Gibson, C. H. (2012). *Financial Reporting and Analysis* (13th ed.) Ohio: Cengage Learning.
45. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, 4(2), 1-9.
46. Graham, A. (2000). *Framework for Credit Risk Management*. Chicago: Fitzroy Dearborn Publishers.
47. Hamilton, B. (2003). EBITDA: Still Crucial to Credit Analysis. *Commercial Lending Review*, 18(5), 47-48.
48. Hart, O. (1995). *Firms, Contracts and Financial structure*. Oxford: Clarendon Press

49. Idson, T. L., & Oi, W. Y. (1999). Workers Are More Productive in Large Firms. *The American Economic Review*, 89(2), 104-108.
50. Institut Bank-Bank Malaysia (2014). *Credit Evaluation*. Kuala Lumpur: Institut Bank-Bank Malaysia.
51. Kearns, S. (2011). 5 Dangers of overly fast small business growth strategies. Najdeno 28. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www.moneycrashers.com/dangers-fast-small-business-growth-strategies/>
52. Keusch, F. (2012). How to Increase Response Rates in List-Based Web Survey Samples. *Social Science Computer Review*, 30(3), 380-388.
53. Kippenberger, T. (1997). How do some companies achieve high growth? *The Antidote*, 2(1), 22-26.
54. Kirkwood, J. (2009). To grow or not? Growing small service firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 16(3), 485-503.
55. Košak, M., Li, S., Lončarski, I. & Marinč, M. (2014). Quality of bank capital and bank lending behavior during the global financial crisis. *International Review of Financial Analysis*, 37, 168-183.
56. Levie, J.D. & Lichtenstein, B.B. (2010). A terminal assessment of stages theory: Introducing a Dynamic States Approach to Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(2), 317-350.
57. Lins, K. & Servaes, H. (1999). International Evidence on the Value of Corporate Diversification. *The Journal of Finance*, 56(6), 2215-2239.
58. Marinč, M. (2013). Banks and Information Technology: Marketability vs. Relationship. *Electronic Commerce Research*, 13(1), 71-101.
59. McClure, B. (2003, 29. december). Is growth always a good thing? *Investopedia*. Najdeno 22. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/082003.asp>
60. Ocal, M. E., Oral, M. L., Erdis, E., & Vural, G. (2007). Industry financial ratios – application of factor analysis in Turkish construction industry. *Building and Environment*, 42(1), 385-395.

61. Oesterreichische Nationalbank & Austrain Financial Market Authority. (2004). *Credit approval proces and credit risk managment*. Vienna: Oesterreichische Nationalbank.
62. Previts, G. J. (2002). *Research in accounting regulation* (15th ed.). Oxford: Elsevier Science Ltd.
63. *Priporočila za zmanjšanje stopnje neodgovorov*. Najdeno 30. julija 2015 na spletnem naslovu
https://www.1ka.si/db/24/268/Prirocniki/Priporocila_za_zmanjsanje_stopnje_neodgovorov/?q=opomnik_1_111111_3&qdb=24&qsort=1
64. Ramezani, C., Soenen, L., & Jung, A. (2002). Growth, Corporate Profitability, and Shareholder Value Creation. *Financial Analysts Journal*, 58(6), 56-67.
65. Ray, A. (2006, 20. marec). Typical response rates. *Query group*. Najdeno 10. septembra 2015 na spletnem naslovu
<http://www.practicalsurveys.com/respondents/typicalresponserates.php>
66. *Risk management*. Najdeno 2. julija 2015 na spletnem naslovu
<http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Risk-management--the-essential-guide-for-fast-growth-companies>
67. Rizzi, J. V. (1994). Determining Debt Capacity. *Commercial Lending Review*, 9(2), 25-35.
68. Saleem, Q., & Rehman, R. U. (2011). Impacts of liquidity ratios on profitability. *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1(7), 95-98.
69. Saunders, A. & Cornett, M. M. (2006). *Financial institutions management: a risk management approach* (6th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
70. Shih, T.H., & Fan, X. (2008). Comparing Response Rates from Web and Mail Surveys: A Meta-Analysis. *Field Methods*, 20(3), 249-271.
71. Slovenski računovodski standardi. *Uradni list RS* št. 118/05, 10/06 popr., 58/06, 112/06 popr., 3/07, 12/08, 119/08, 1/10, 90/10 popr., 80/11, 2/12, 64/12, 94/14, 2/15 popr.
72. Standard & Poor's. (2014). *Guide to credit rating essentials*. New York: Standard & Poor's.

73. Statistični urad Republike Slovenije. (2015a). Podjetja, Slovenija, 2013 – končni podatki. Najdeno 8. septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/glavnanavigacija/podatki/prikazistaronovico?IdNovice=6658>
74. Statistični urad Republike Slovenije. (2015b). Hitrorastoča podjetja, Slovenija, 2013. Najdeno 17 oktobra 2015 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/prikazinovico?id=4945&idp=16&headerbar=14>
75. Statistični urad Republike Slovenije. (2015c). Podjetja, Slovenija, 2014. Najdeno 15 septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/prikazinovico?id=5583&idp=16&headerbar=14>
76. Susman, G. (2001, 31. avgust). We call it martian accounting. *The Guardian*. Najdeno 18. septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.theguardian.com/film/2001/aug/31/artsfeatures>
77. *The 5 C's of Good Credit*. Najdeno 10. junija 2015 na spletnem naslovu <https://www.citicards.com/cards/wv/html/cm/business/know-the-rules/the-5-cs-of-good-credit.html>
78. *The 6 C's of Business Credit*. Najdeno 25. junija 2015 na spletnem naslovu <https://www.score.org/resources/6-cs-business-credit>
79. *The Importance of Creditworthiness*. Najdeno 25. maja 2015 na spletnem naslovu <http://siagroup.wordpress.com/2011/07/13/the-importance-of-creditworthiness/>
80. Time, F. (2011, 28. december). What are the dangers of rapid business growth? *Small Business*. Najdeno 22. julija 2015 na spletnem naslovu <http://smallbusiness.chron.com/dangers-rapid-business-growth-37237.html>
81. Tronnberg, C.C., & Hemlin, S. (2012). Banker's lending decision making: a psychological approach. *Managerial Finance*, 38(11), 1032-1047.
82. Van de Ven, A.H., & Poole, M.S. (1995). Explaining development and change in organisations. *Academy of Management Review*, 20(3), 510-540.
83. van Greuning, H., & Brajovic Bratanovic, S. (2003). *Analyzing and Managing Banking Risk* (2nd ed.). Washington, D.C.: The World Bank.

84. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007 ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 42/2009, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012
85. Zaman, M., Hočevar, M., & Igličar, A. (2007). *Temelji računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Celovit spisek izločitvenih kriterijev uporabljenih v prvi fazi izbora podjetij za finančno analizo.....	1
Priloga 2: Zbirna tabela izračunanih finančno-računovodskih postavk.....	3
Priloga 3: Zbirna tabela izračunanih kazalnikov.....	5
Priloga 4: Kriteriji razvrščanja podjetij glede na velikost po ZGD-1	9
Priloga 5: Spremno pismo	10
Priloga 6: Vprašalnik.....	11

Priloga 1: Celovit spisek izločitvenih kriterijev uporabljenih v prvi fazi izbora podjetij za finančno analizo

1. čisti prihodki od prodaje v letu 2013 so manjši od 100.000 EUR;
2. čisti prihodki od prodaje v letu 2012 so manjši od 100.000 EUR;
3. čisti prihodki od prodaje v letu 2011 so manjši od 100.000 EUR;
4. podjetja, ki niso dosegla dvojne rasti čistih prihodkov v letu 2013 v primerjavi z letom 2009;
5. podjetja, ki niso dosegla dvojne rasti čistih prihodkov v letu 2012 v primerjavi z letom 2008;
6. podjetja, ki niso dosegla dvojne rasti čistih prihodkov v letu 2011 v primerjavi z letom 2007;
7. manj kot dva zaposlena v letu 2013 (pri samostojnih podjetnikih se upošteva nosilec dejavnosti + en zaposlen);
8. manj kot dva zaposlena v letu 2012 (pri samostojnih podjetnikih se upošteva nosilec dejavnosti + en zaposlen);
9. manj kot dva zaposlena v letu 2011 (pri samostojnih podjetnikih se upošteva nosilec dejavnosti + en zaposlen);
10. podjetja, ki so imela v letu 2013 manj zaposlenih kot v letu 2009;
11. podjetja, ki so imela v letu 2012 manj zaposlenih kot v letu 2008;
12. podjetja, ki so imela v letu 2011 manj zaposlenih kot v letu 2007;
13. podjetja, ki so v obdobju od 2009 do 2013 izkazala kumulativno čisto izgubo;
14. podjetja, ki so v obdobju od 2008 do 2012 izkazala kumulativno čisto izgubo;
15. podjetja, ki so v obdobju od 2007 do 2011 izkazala kumulativno čisto izgubo;
16. podjetja, kjer je dodana vrednost v letu 2013 manjša kot dodana vrednost v letu 2009;
17. podjetja, kjer je dodana vrednost v letu 2012 manjša kot dodana vrednost v letu 2008;
18. podjetja, kjer je dodana vrednost v letu 2011 manjša kot dodana vrednost v letu 2007;
19. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2013;
20. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2012;
21. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2011;
22. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2009;
23. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2008;
24. podjetja, ki so imela negativno dodano vrednost v letu 2007;
25. podjetja, kjer je dodana vrednost na zaposlenega v letu 2013 manjša kot 21.000 EUR;
26. podjetja, kjer je dodana vrednost na zaposlenega v letu 2012 manjša kot 21.000 EUR;
27. podjetja, kjer je dodana vrednost na zaposlenega v letu 2011 manjša kot 21.000 EUR;
28. ni podatka za leto 2009;
29. ni podatka za leto 2008;
30. ni podatka za leto 2007;
31. podjetja, ki niso poslovala 12 mesecev v letu 2009 ali 2013;
32. podjetja, ki niso poslovala 12 mesecev v letu 2008 ali 2012;
33. podjetja, ki niso poslovala 12 mesecev v letu 2007 ali 2011;

34. podjetja, ki so v večinski državni lasti (več kot 50%);
35. podjetja v dejavnostih L, O, S, T, U v letu 2013, 2012 ter 2011 (L = poslovanje z nepremičninami, O = dejavnosti javne uprave, obrambe, socialnega varstva, S = druge dejavnosti, T = dejavnosti gospodinjstev, proiz. za lastno rabo, U = dejavnost eksteritorialnih organizacij in teles).

Priloga 2: Zbirna tabela izračunanih finančno-računovodskih postavk (povprečje vrednosti postavk po skupinah po posameznih letih)

1. Prihodki

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	9.485.921	10.273.599	10.849.188
Skupina B	3.708.050	4.378.893	5.090.888
Skupina C	3.353.375	6.537.286	9.696.884

2. EBITDA

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	1.001.393	1.040.597	1.079.034
Skupina B	539.355	730.737	1.010.252
Skupina C	97.443	170.744	298.653

3. Poslovni izid

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	428.277	482.522	500.590
Skupina B	181.071	237.235	386.704
Skupina C	54.953	118.070	201.983

4. Celotna sredstva

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	4.387.961	4.504.132	5.051.779
Skupina B	8.428.610	10.778.086	10.856.931
Skupina C	527.635	800.290	1.486.523

5. Kapital

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	2.186.914	2.530.802	2.847.046
Skupina B	2.894.346	4.247.230	4.608.031
Skupina C	171.312	269.077	465.463

6. Število zaposlenih

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	568,28	593,65	634,01
Skupina B	565,00	602,11	671,25
Skupina C	41,39	56,24	73,51

7. Pravne oblike podjetij

Pravna oblika	Skupina A	Skupina B	Skupina C	Skupaj	% celotnega vzorca	Št. podjetij v SLO konec leta 2013*	% celotne populacije
s.p.	1	5	2	8	26,7%	78.760	53,7%
d.o.o.	8	4	8	20	66,7%	65.396	44,6%
d.d.	-	1	-	1	3,3%	826	0,6%
d.n.o.	1	-	-	1	3,3%	1132	0,8%
k.d.	-	-	-	-	-	451	0,3%
Skupaj	10	10	10	30	100,0%	146.565	100%

8. Starost podjetij

	Povprečje
Skupina A	17 let
Skupina B	21,5 let
Skupina C	16,5 let

Priloga 3: Zbirna tabela izračunanih kazalnikov (povprečje vrednosti kazalnikov po skupinah po posameznih letih)

1. Proizvodnost sredstev

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	/	1,52	1,50
Skupina B	/	1,50	1,50
Skupina C	/	4,23	3,88

2. Prodaja na zaposlenega

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	145.593	137.561	142.792
Skupina B	190.002	189.222	180.558
Skupina C	583.766	822.314	1.174.962

3. EBITDA marža

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	22,91	21,89	23,25
Skupina B	15,98	14,86	17,71
Skupina C	14,63	13,81	15,50

4. Donosnost prodaje

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	11,97	11,09	11,78
Skupina B	6,78	5,33	8,53
Skupina C	5,97	8,24	9,09

5. Donosnost sredstev

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	/	15,10	15,56
Skupina B	/	7,65	12,11
Skupina C	/	18,43	21,95

6. Donosnost kapitala

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	/	23,46	23,38
Skupina B	/	15,21	23,90
Skupina C	/	54,17	59,43

7. Kapitalski količnik

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	47,67	51,84	51,28
Skupina B	52,43	53,85	59,09
Skupina C	41,44	37,97	38,99

8. Kazalnik finančnega vzvoda

a. Različica 1

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	1,61	1,35	1,33
Skupina B	1,31	1,17	1,30
Skupina C	2,90	2,27	3,59

b. Različica 2

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	0,82	0,67	0,67
Skupina B	0,71	0,58	0,82
Skupina C	1,53	0,99	0,98

9. Obratni kapital

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	332.518	653.315	959.733
Skupina B	108.429	-11.042	-133.264
Skupina C	79.975	207.695	462.538

10. Kazalnik tekoče likvidnosti

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	2,49	2,67	2,76
Skupina B	1,66	1,73	2,10
Skupina C	1,59	1,82	1,97

11. Kazalnik pospešene likvidnosti

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	2,28	2,42	2,54
Skupina B	1,46	1,51	1,86
Skupina C	1,42	1,22	1,50

12. Kazalnik hitre likvidnosti

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	0,45	0,63	0,47
Skupina B	0,28	0,26	0,62
Skupina C	0,39	0,37	0,26

13. Dnevi vezave zalog

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	/	13,63	14,06
Skupina B	/	21,07	21,80
Skupina C	/	9,78	9,50

14. Dnevi vezave terjatev

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	/	53,19	52,52
Skupina B	/	64,37	56,59
Skupina C	/	43,24	45,61

15. Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	/	97,96	99,88
Skupina B	/	85,64	74,88
Skupina C	/	65,55	76,38

16. Razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	1,13	1,00	0,90
Skupina B	2,34	1,93	1,41
Skupina C	0,96	0,96	0,89

17. Razmerje med celotnim finančnim dolgom in EBITDA

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	1,29	1,16	1,09
Skupina B	2,44	2,06	1,59
Skupina C	1,24	1,12	1,22

18. Pokritost obresti (predstavljena mediana po razredih)

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	10,04	12,18	19,29
Skupina B	25,21	18,16	18,90
Skupina C	13,05	21,62	12,32

19. Odpisi terjatev

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	3.415,8	15.386,7	8.895,9
Skupina B	6.203,3	9.736,7	56.814,8
Skupina C	52.328,4	409,4	0,3

20. Kratkoročna sredstva

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	0,42	0,45	0,46
Skupina B	0,35	0,34	0,36
Skupina C	0,55	0,57	0,63

21. Stroški storitev (vrednosti predstavljene kot %)

Leto	2011	2012	2013
Skupina A	21,60	21,28	19,95
Skupina B	21,12	19,81	20,25
Skupina C	33,07	33,00	33,64

Priloga 4: Kriteriji razvrščanja podjetij glede na velikost po ZGD-1

1. Mikro družba je družba, ki izpolnjuje dve od teh meril:
 - a. povprečno število delavcev v poslovnem letu ne presega deset,
 - b. čisti prihodki od prodaje ne presegajo 2.000.000 EUR, in
 - c. vrednost aktive ne presega 2.000.000 EUR.

2. Majhna družba je družba, ki ni mikro družba po prejšnjem odstavku, in ki izpolnjuje dve od teh meril:
 - a. povprečno število delavcev v poslovnem letu ne presega 50,
 - b. čisti prihodki od prodaje ne presegajo 8.800.000 EUR, in
 - c. vrednost aktive ne presega 4.400.000 EUR.

3. Srednja družba je družba, ki ni mikro družba po drugem odstavku tega člena ali majhna družba po prejšnjem odstavku, in ki izpolnjuje dve od teh meril:
 - a. povprečno število delavcev v poslovnem letu ne presega 250,
 - b. čisti prihodki od prodaje ne presegajo 35.000.000 EUR, in
 - c. vrednost aktive ne presega 17.500.000 EUR.

4. Velika družba je družba, ki ni mikro družba po drugem odstavku tega člena ali majhna družba po tretjem odstavku tega člena ali srednja družba po prejšnjem odstavku.

5. V vsakem primeru so velike družbe:
 - banke,
 - zavarovalnice,
 - borza vrednostnih papirjev,
 - družbe, ki po 56. členu tega zakona morajo pripraviti konsolidirano letno poročilo.

Priloga 5: Spremnno pismo

Anketa - odnos bank do hitrorastočih podjetij

Spoštovani,

V okviru magistrskega dela na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani izvajam študijo s področja rasti podjetja ter bančne kreditne analize hitrorastočih podjetij. Z rezultati raziskave želim preveriti odnos bank do hitrorastočih podjetij in njihove potrebe po financiranju. V raziskavo so zajeta podjetja na podlagi letnega prirasta prihodkov v letih 2012-2013 ali povprečnega letnega prirasta prihodkov v letih 2011-2013.

Vljudno vas prosim, če si lahko ključna oseba v pogajanjih z banko (direktor, divizijski vodja ali podjetnik) vzame 10 min dragocenega časa, kolikor zahteva izpolnjevanje priloženega vprašalnika. Med drugim bi rad poudaril, da se vprašanja ne osredotočajo na finančne dejavnike (obrestna mera itd.), ki se lahko obravnavajo kot poslovna skrivnost, vendar na samo percepcijo sodelovanja in odnosa banke. Anketa je strogo anonimna in se bo uporabljala izključno za pripravo omenjenega magistrskega dela. Vaši odgovori bodo analizirani skupaj z odgovori drugih podjetij, ki sodelujejo v raziskavi.

Prejeti odgovori in rezultati študije bodo obdelani in predstavljeni predvidoma v drugi polovici letošnjega leta (2015).

Vprašalnik se nahaja na spodnji povezavi:

<https://www.1ka.si/a/70799>

(v primeru, da povezava ne deluje, jo prosim kopirajte v brskalnik)

Za vaš čas in trud se vam vnaprej iskreno zahvaljujem.

S spoštovanjem,

Matic Dimnik

Priloga 6: Vprašalnik

VPRAŠALNIK

Pred vami je vprašalnik, ki proučuje odnos bank do hitrorastočih podjetij in njihove potrebe po financiranju. Vprašalnik je razdeljen v več sklopov, vsak sklop pa večinoma vključuje vprašanja zaprtega tipa, pri katerih je možen le en odgovor (na podlagi večstopenjske lestvice). V primeru, da je vprašanje odprtega tipa, in struktura odgovora vnaprej ni določena, je to posebej označeno.

Katera od naslednjih možnosti vas najbolj opisuje:

- a) Podjetnik (ustanovitelj, soustanovitelj);
- b) Vrhnji manager (direktor, član uprave);
- c) Divizijski vodja (finančni direktor, direktor razvoja ipd.).
- d) Drugo: _____

Sklop A: Rast podjetja

1. Koliko let aktivno zasledujete cilj rasti podjetja?
 - a. 0
 - b. 1-2
 - c. 3-5
 - d. 6-10
 - e. 11-20
 - f. Več kot 20

2. Iz katerih virov ste poskušali pridobiti finančna sredstva za rast? (možnih je več odgovorov)
 - a. Denarni tok podjetja
 - b. Obstoječi lastniki
 - c. Potencialni novi lastniki
 - d. Banka
 - e. Leasing hiše
 - f. Država
 - g. Partnerji
 - h. Skladi tveganega kapitala
 - i. Trg kapitala
 - j. Drugo: ____

3. Iz katerih virov ste potrebna sredstva za rast dobili? (možnih je več odgovorov)
 - a. Denarni tok podjetja
 - b. Obstoječi lastniki
 - c. Potencialni novi lastniki

- d. Banka
- e. Leasing hiše
- f. Država
- g. Partnerji
- h. Skladi tveganega kapitala
- i. Trg kapitala
- j. Drugo: ____

4. Za kaj ste porabili pridobljena finančna sredstva za rast? (možnih je več odgovorov)
- a. Razvoj novega proizvoda ali storitve
 - b. Prodor na nove trge
 - c. Iskanje novega partnerja
 - d. Odpiranje novih podružnic/trgovin/enot
 - e. Prevzem drugega podjetja oz. dela drugega podjetja
 - f. Odplačilo druge banke
 - g. Odplačilo dobaviteljev
 - h. Za izplačilo dividend
 - i. Drugo: ____

Sklop B: Sodelovanje z bankami

1. Kakšen se vam je zdel (na splošno) odnos bank do vašega podjetja med pogajanjem prvega kreditnega posla?

V nadaljevanju navajam več lastnosti o odnosu bank do vašega podjetja. Vsako lastnost ocenite na lestvici od 1 do 5, kjer ocena 1 pomeni 'Sploh se ne strinjam' in ocena 5 'Popolnoma se strinjam'.

	<i>Sploh se ne strinjam</i>	<i>Ne strinjam se</i>	<i>Niti-Niti</i>	<i>Strinjam se</i>	<i>Popolnoma se strinjam</i>	<i>Ni relevantno za naše podjetje</i>
<i>Profesionalen</i>						
<i>Spoštljiv</i>						
<i>Trd pogajalec</i>						
<i>Zaupljiv</i>						
<i>Ignorantski</i>						
<i>Pripravljen pomagati</i>						
<i>Pokroviteljski</i>						
<i>Odprt</i>						
<i>Brez konfliktov</i>						

2. Za katerega od naslednjih parametrov so banke v večini pokazale največ zanimanja med pogajanji o prvem kreditnem poslu?
 - a. Vodstvo
 - b. Lastniki
 - c. Pretekli finančni podatki
 - d. Možnost generiranja denarnega toka
 - e. Načrti za prihodnost
 - f. Vzdržnost rasti
 - g. Težave podjetja v preteklosti
 - h. Proizvod/storitev
 - i. Zaposleni
 - j. Kupci
 - k. Dobavitelji
 - l. Drugo: _____
 - m. Ni relevantno za naše podjetje

3. Pri prvem kreditnem poslu z bankami je naše podjetje dobilo ugodno ponudbo.
 - a. Sploh se ne strinjam
 - b. Ne strinjam se
 - c. Niti-Niti
 - d. Strinjam se
 - e. Popolnoma se strinjam
 - f. Ni relevantno za naše podjetje

4. V kolikšni meri menite, da so posojila bank pripomogla k rasti podjetja?
 - a. Tudi brez sodelovanja bank bi enako hitro rasti
 - b. Brez sodelovanja bank bi težje rastle
 - c. Brez sodelovanja bank ne bi rastle
 - d. Ni relevantno za naše podjetje

5. Ste zaznali kakšne spremembe v odnosu bank do vašega podjetja odkar ste z njimi začeli poslovno sodelovati?
 - a. Da
 - b. Ne
 - c. Ni relevantno za naše podjetje

6. Kakšen se vam trenutno zdi splošni vtis odnosa bank do vašega podjetja

V nadaljevanju navajam več lastnosti o odnosu bank do vašega podjetja. Vsako lastnost ocenite na lestvici od 1 do 5, kjer ocena 1 pomeni 'Sploh se ne strinjam' in ocena 5 'Popolnoma se strinjam'.

	<i>Sploh se ne strinjam</i>	<i>Ne strinjam se</i>	<i>Niti-Niti</i>	<i>Strinjam se</i>	<i>Popolnoma se strinjam</i>	<i>Ni relevantno za naše podjetje</i>
<i>Profesionalen</i>						
<i>Spoštljiv</i>						
<i>Trd pogajalec</i>						
<i>Zaupljiv</i>						
<i>Ignorantski</i>						
<i>Pripravljen pomagati</i>						
<i>Pokroviteljski</i>						
<i>Odprt</i>						
<i>Brez konfliktov</i>						

7. Na katerega od naslednjih parametrov se banke trenutno (med poslovnim sodelovanjem) najbolj osredotočajo?

- a. Vodstvo
- b. Lastniki
- c. Pretekli finančni podatki
- d. Možnost generiranja denarnega toka
- e. Načrti za prihodnost
- f. Vzdržnost rasti
- g. Težave podjetja v preteklosti
- h. Proizvod/storitev
- i. Zaposleni
- j. Kupci
- k. Dobavitelji
- l. Drugo: _____
- m. Ni relevantno za naše podjetje

8. Med tekom sodelovanja z bankami je naše podjetje uspelo izboljšati pogoje (npr.: nižja obrestna mera, stroški letnega pregleda, nižji stroški plačilnega prometa idr.)

- a. Sploh se ne strinjam
- b. Ne strinjam se
- c. Niti-Niti

- d. Strinjam se
 - e. Popolnoma se strinjam
 - f. Ni relevantno za naše podjetje
9. S koliko bankami poslovno sodelujete?
- a. 0
 - b. 1
 - c. 2
 - d. 3
 - e. 4
 - f. 5 ali več
10. Koliko časa poslujete z glavno banko (v letih):
- a. 0-1
 - b. 2-5
 - c. 6-10
 - d. 11-20
 - e. več kot 20
11. Kako pogosto spremljate druge banke in njihove ponudbe z namenom zamenjave glavne banke?
- a. Nikoli
 - b. Redko
 - c. Občasno
 - d. Pogosto
 - e. Zelo pogosto
12. Kolikokrat vas druge banke (banke, s katerimi poslovno ne sodelujete) kontaktirajo z namenom morebitnega sodelovanja?
- a. Nikoli
 - b. Redko
 - c. Občasno
 - d. Pogosto
 - e. Zelo pogosto

Sklop C: Podatki o podjetju

1. V kateri panogi deluje vaše podjetje?
- a. Kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo
 - b. Rudarstvo
 - c. Proizvodnja/Predelovalne dejavnosti
 - d. Oskrba z električno energijo, plinom in paro
 - e. Oskrba z vodo, ravnanje z odpadki, saniranje okolja

- f. Gradbeništvo
 - g. Trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil
 - h. Promet in skladiščenje
 - i. Gostinstvo
 - j. Informacijske in komunikacijske dejavnosti
 - k. Finančne in zavarovalniške dejavnosti
 - l. Poslovanje z nepremičninami
 - m. Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti
 - n. Druge raznovrstne poslovne dejavnosti
 - o. Dejavnosti javne uprave in obrambe, dejavnosti obvezne socialne varnosti
 - p. Izobraževanje
 - q. Zdravstvo in socialno varstvo
 - r. Kulturno, razvedrilne in rekreacijske dejavnosti
 - s. Druge dejavnost:_____
2. Starost vašega podjetja (v letih):
- a. 0-1
 - b. 2-5
 - c. 6-10
 - d. 11-20
 - e. več kot 20
3. Kako trenutno poteka proces rasti podjetja (v letu 2015)?
- a. Za več kot 15% slabše kot po načrtu
 - b. Od 5-15% slabše kot po načrtu
 - c. Po načrtu ($\pm 5\%$ od načrta)
 - d. Od 5-15% boljše kot po načrtu
 - e. Za več kot 15% boljše kot po načrtu
4. Kakšno rast predvidevate v naslednjih treh letih (2016-2018) v primerjavi s preteklimi tremi leti (2011-2014)?
- a. Precej nižjo
 - b. nekoliko nižjo
 - c. Približno enako
 - d. Nekoliko višjo
 - e. Precej višjo
5. Velikost vašega podjetja (glede na št. zaposlenih):
- a. 0-4
 - b. 5-9
 - c. 10-19
 - d. 20-49

- e. 50-99
 - f. 100-149
 - g. 150-250
 - h. Več kot 250
6. Celotna prodaja (prihodki) v letu 2014 (v EUR):
- a. 0-250.000
 - b. 250.001-500.000
 - c. 500.000-1.000.000
 - d. 1.000.000-2.000.000
 - e. 2.000.000-5.000.000
 - f. 5.000.000-20.000.000
 - g. nad 20.000.000
7. Povprečna letna rast števila zaposlenih v zadnjih treh letih (2012-2014):
- a. Manj kot 0%
 - b. 0-4%
 - c. 5-9%
 - d. 10-19%
 - e. 20-40%
 - f. nad 40%
8. Povprečna letna rast prodaje (vrednostno) v zadnjih treh letih (2012-2014):
- a. 0-4%
 - b. 5-9%
 - c. 10-15%
 - d. 15-20%
 - e. 20-40%
 - f. Nad 40%
9. Povprečna letna stopnja dobička na celotno prodajo (delež dobička v prihodkih) v zadnjih treh letih (2012-2014):
- a. Manj kot 0%
 - b. 0-4%
 - c. 5-9%
 - d. 10-19%
 - e. 20-40%
 - f. Nad 40%

Skop D: Odprto vprašanje

1. V primeru, da želite dodati svoje mnenje ali izraziti svojo osebno izkušnjo s pogajanjem oz. sodelovanjem z banko, prosim to storite tukaj.

2. V primeru, da želite prejeti poročilo o rezultatih raziskave prosimo dopišite vaš naslov elektronske pošte, da vam bom poročilo lahko poslal.
