

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
**ANALIZA PODJETJA Z VIDIKA PRESOJANJA
KREDITNE SPOSOBNOSTI**

Ljubljana, december 2014

NIKOLAJ FIŠER

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Nikolaj Fišer, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Analiza podjetja z vidika presoje kreditne sposobnosti, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Metko Tekavčič.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski 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 (Ur. 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 15. decembra 2014

Podpis avtorja:_____

KAZALO

UVOD	1
1 OPIS PROBLEMA IN PREDMETA RAZISKOVANJA	1
1.1 Temeljna hipoteza in podredne hipoteze	3
1.2 Metode proučevanja in zasnova dela	5
2 OCENJEVANJE KREDITNE SPOSOBNOSTI PODJETJA	7
2.1 Razvoj ocenjevanja kreditne sposobnosti	8
2.2 Pregled zakonodaje, povezane s kreditno sposobnostjo podjetij.....	11
2.2.1 Zakonodaja s področja ravnanja s kreditnim tveganjem	12
2.2.1.1 Kapitalska ustreznost bank	13
2.2.1.2 Oblikovanje rezervacij v bankah	13
2.2.1.3 Omejitev največje dopustne izpostavljenosti banke	15
2.2.2 Kapitalski sporazum Basel III	15
2.2.3 Slovenski računovodski standardi	18
2.2.3.1 Izkaz poslovnega izida.....	19
2.2.3.2 Bilanca stanja.....	19
2.3 Vpliv panoge, konkurence in položaja podjetja na trgu na kreditno sposobnost	20
2.4 Vloga računovodskih informacij in finančnih kazalcev pri analizi kreditne sposobnosti podjetja	22
2.5 Vloga kvalitativnih informacij pri analizi kreditne sposobnosti podjetij	25
2.6 Pregled metod določanja kreditne sposobnosti podjetja	28
2.6.1 Analiza s finančnimi kazalniki	28
2.6.2 Logistična regresija – analiza z modelom Logit	30
2.6.3 A-score model.....	30
2.6.4 Dupontov sistem kazalnikov	31
2.6.5 Altmanov model	33
2.6.6 (A&P) Weinrichov model	34
2.6.7 Kraličkov model – Quicktest.....	35
2.6.8 Kraličkov model – MDA metoda	35
2.6.9 Beaver model.....	36
2.6.10 Chesserjev model	37
2.6.11 Model Zmijewskega.....	38
2.6.12 Metoda petih C.....	39
2.6.13 Metoda Campari.....	40
2.6.14 Dinamični rating.....	40
2.6.15 Coleshawova metoda	42
2.6.16 Ekspertni sistemi in umetne nevronske mreže	42
2.6.17 Drugi načini presojanja bonitete podjetij	43
2.7 Primerjava metod ugotavljanja kreditne sposobnosti	45
3 CELOVITA PRESOJA KREDITNE SPOSOBNOSTI PODJETJA	48
3.1 Kapaciteta zadolževanja (angl. <i>Debt Capacity</i>)	51
3.2 Vpliv računovodskih poročil na kazalnike kreditne sposobnosti podjetja	55
3.3 Vpliv kreditne sposobnosti na vrednost podjetja.....	57
3.4 Analiza denarnih tokov podjetja.....	58

3.4.1	Generatorji denarnih tokov	59
3.4.1.1	Generatorji den. tokov v povezavi z obratnim kapitalom (angl. <i>Working Capital</i>) ..	59
3.4.1.1.1	Zaloge.....	63
3.4.1.1.2	Ravnanje s poslovnimi terjatvami	65
3.4.1.1.3	Poslovne obveznosti.....	67
3.4.1.1.4	Kazalnik CCC (angl. <i>Cash Conversion Cycle</i>)	68
3.4.1.1.5	Drugi parametri, ki vplivajo na generiranje denarnih tokov	69
4	UPORABA METODE DOLOČANJA KREDITNE SPOSOBNOSTI NA PRAKTIČNIH PRIMERIH	71
4.1	Praktična predstavitev metode za prvo podjetje.....	72
4.1.1	Analiza panoge	75
4.1.2	Analiza denarnega toka in izračun kapacitete zadolževanja	78
4.1.3	Učinkovitost sredstev	80
4.1.4	Generatorji denarnih tokov.....	83
4.1.5	Izdelava modela storitve za optimizacijo poslovanja družbe	85
4.1.6	Povzetek analize	87
4.2	Praktična predstavitev metode za drugo podjetje	89
4.2.1	Analiza panoge	90
4.2.2	Analiza denarnega toka in kapacitete zadolževanja	93
4.2.3	Učinkovitost sredstev	94
4.2.4	Izdelava modela storitve za optimizacijo poslovanja družbe	97
4.2.5	Povzetek analize	99
SKLEP		101
LITERATURA IN VIRI		103
PRILOGE		

KAZALO SLIK

Slika 1: Globalna finančna sredstva v trilijonih ameriških dolarjev – struktura	7
Slika 2: Povečanje kapitalskih zahtev do leta 2019 po sporazumu Basel III	18
Slika 3: Analiza kvalitativnih dejavnikov	28
Slika 4: Lestvica ocene podjetja po Kraličkovi MDA metodi	36
Slika 5: Predstavitev potrebe po financiranju AWC	62
Slika 6: Ponazoritev kazalnika Cash Conversion Cycle	68
Slika 7: Učinkovitost gospodarjenja s kratkoročnimi sredstvi	71
Slika 8: Grafični prikaz osnovnih podatkov podjetja v 1000 € prvi primer	74
Slika 9: Gibanje prihodkov in sredstev podjetja in panoge v 1000 €	75
Slika 10: Gibanje kazalnika ROE za podjetje in panogo	76
Slika 11: Matrika pozicioniranja podjetja v panogi	77
Slika 12: Matrika pozicioniranja podjetja	78
Slika 13: Grafični prikaz osnovnih podatkov podjetja	90
Slika 14: Gibanje prihodkov in sredstev podjetja in panoge	91
Slika 15: Gibanje kazalnika ROE za podjetje in panogo	91
Slika 16: Matrika pozicioniranja podjetja v panogi	92
Slika 17: Matrika pozicioniranja podjetja	93

KAZALO TABEL

Tabela 1: Razvrstitev finančnih sredstev in privzetih obveznosti po zunajbilančnih postavkah	14
Tabela 2: Primerjava sprememb med Basel II in Basel III	16
Tabela 3: Informacije za vrednotenje bonitete na podlagi A score modela	31
Tabela 4: Ocenitev kazalnikov po Weinrichu	34
Tabela 5: Pomen rezultatov po Kraličkovem modelu	35
Tabela 6: Natančnost klasifikacije modela Beaver	37
Tabela 7: Kazalniki v Chesserjevem modelu	38
Tabela 8: Prikaz lastnosti posamezne metode	46
Tabela 9: Nekateri kazalniki denarnega toka in njihove pomanjkljivosti	53
Tabela 10: Primer izračuna kapacitete zadolževanja	55
Tabela 11: Prikaz učinka finančnega vzvoda	56
Tabela 12: Primer izračuna vrednosti podjetja	57
Tabela 13: Razmerje med vrednostjo podjetja in kapaciteto zadolževanja v odvisnosti od diskontne stopnje	58
Tabela 14: Računovodske kategorije, ki sodijo med obratni kapital	60
Tabela 15: Primer izračuna vpliva AWC na učinkovitost	69
Tabela 16: Primer izračuna vpliva neto opredmetenih osnovnih sredstev (NOOS)	70
Tabela 17: Osnovni podatki o podjetju v 1000 € – prvi primer	73
Tabela 18: Prihodki in sredstva podjetja in panoge v 1000 € – prvi primer	75
Tabela 19: Donosnost kapitala – ROE za podjetje in panogo – prvi primer	76
Tabela 20: Strateško pozicioniranje podjetja – prvi primer	77
Tabela 21: Izračun učinkovitosti prilagojenih kratkoročnih sredstev v 1000 € – prvi primer	80
Tabela 22: Izračun učinkovitosti opredmetenih osnovnih sredstev v 1000 € – prvi primer	82
Tabela 23: Sprememba denarnih tokov od leta 2010 do 2013 – prvi primer	83
Tabela 24: Pregled učinkov ukrepov za optimizacijo poslovanja v € – prvi primer	87
Tabela 25: Izračun vrednosti podjetja na podlagi kazalnika EBIDA-E v € – prvi primer	88
Tabela 26: Osnovni podatki o podjetju v 1000 € – drugi primer	89
Tabela 27: Prihodki in sredstva in panoge v 1000 € – drugi primer	90
Tabela 28: Donosnost kapitala – ROE za podjetje in panogo – drugi primer	91
Tabela 29: Strateško pozicioniranje podjetja – drugi primer	92
Tabela 30: Izračun učinkovitosti prilagojenih kratkoročnih sredstev v 1000 € – drugi primer	95
Tabela 31: Izračun učinkovitosti opredmetenih osnovnih sredstev v 1000 € – drugi primer	95
Tabela 32: Povprečni plačilni roki podjetja – drugi primer	98
Tabela 33: Pregled učinko ukrepov za optimizacijo poslovanja v € – drugi primer	99
Tabela 34: Izračun vrednosti podjetja na podlagi kazalnika EBIDA-E v 1000 € – drugi primer ..	100

UVOD

Velik del mojega profesionalnega dela zajemajo finance, analiza bonitete podjetij, svetovanje posojilodajalcem in investitorjem ter trženje finančnih storitev. Nizka gospodarska rast v zadnjih letih se odraža v znižanju denarnih tokov posojilodajalcev. Vse več podjetij se sooča z nižjimi prihodki in podaljševanjem plačilnih rokov kupcev, kar ob rigidnosti stroškov povzroča likvidnostne težave. V takih razmerah pravilna presoja kreditne sposobnosti posojilodajalcev pridobiva vse večji pomen.

Finančnim institucijam so na razpolago različna orodja za presojo bonitete in kreditne sposobnosti njihovih komitentov ter investicijskih projektov. Orodja so prilagojena ciljem posojilodajalcev, ročnosti posojil in posebnostim posameznih panog. Nekatera pripisujejo večji pomen enim kazalcem, druga pa drugim. V zaostrenih gospodarskih razmerah enkratna presoja kreditne sposobnosti in kapacitete zadolževanja ob sklenitvi posojilne pogodbe ne zadostuje več. Potrebno je stalno spremljanje poslovanja ključnih strank. S stalnim spremljanjem finančne inštitucije pravočasno zaznajo slabšanje kazalnikov poslovanja, kar jim omogoča preventivno ukrepanje.

V magistrskem delu želim združiti obstoječa znanja analiziranja računovodskih izkazov in jih nadgraditi z novimi spoznanji s področja ocene bonitete in presoje kreditne sposobnosti podjetij. V delu bom obravnaval različne metode ocene bonitete in presoje kreditne sposobnosti in izvedel praktično analizo celovite ocene kreditne sposobnosti izbranega podjetja. Presoja kreditne sposobnosti bo vsebovala tudi analizo panoge, konkurence in položaja podjetja na trgu. Na osnovi primerjave bom določil primernost in uporabnost posamezne metode glede na lastnosti posojilodajalca, ročnost posojila in namen financiranja. Opravil bom analizo metod določanja bonitete in določil primernost posamezne metode glede na lastnosti posameznega kreditnega posla.

Menim, da analiza kreditne sposobnosti podjetja ni namenjena le bankam. Neracionalno je, da banke ugotovitve zadržijo le zase, saj so ugotovitve analiz najmanj tako pomembne tudi za posojilodajalce. Slednji lahko na podlagi ugotovitev pravočasno sprejmejo poslovne odločitve za izboljšanje poslovanja, uravnavajo kazalce kreditne sposobnosti, optimizirajo denarne tokove in zagotovijo ustrezno strukturo računovodskih izkazov podjetja. S tem namenom bom v magistrsko delo vključil tudi predstavitev celovite presoje kreditne sposobnosti in ugotovitev poslovodstvu izbranega podjetja.

1 Opis problema in predmeta raziskovanja

Po letu 2000 je svetovno gospodarstvo napredovalo z visokimi stopnjami rasti. Potrebe po financiranju so naraščale in finančne inštitucije so na trge plasirale velike količine denarja. V času gospodarske rasti so se postopoma zniževali kriteriji za odobritev posojil, hkrati so se zmanjševale tudi zahteve po zavarovanjih potrebnih za njihovo pridobitev. Pogosto so bila posojila dana z zastavo vrednostnih papirjev in nepremičnin, katerim je vrednost naraščala z

dvomestnimi stopnjami rasti. Posojilodajalci so rast cen vrednostnih papirjev in nepremičnin, ponujenih v zavarovanje posojil, že upoštevali v zavarovanju in pogosto financirali celotno vrednost investicije.

»V zadnji fazi so tako banke odobravale kredite strankam celo brez lastne udeležbe stranke (1:1). Zaradi tega je cena nepremičnin strmo rasla. Banke so naprej množico drugorazrednih kreditov odobravale spet prav zato, ker je cena nepremičnin rasla, občutek varnosti je bil visok. S tem so računali tudi kreditojemalci. Ko so kupovali (pre)velike domove, so hkrati računali, da bodo ob morebitnih težavah pri odplačevanju kredita z lahkoto prodali nepremičnino po višji ceni in še zaslužili. Zaradi nizkih obrestnih mer so bile anuitete za najete kredite nizke in krediti ugodni.« (Svetovna finančna kriza, b.l.).

»Drugi in seveda glavni razlog rasti nepremičninskega trga je prelahko odobravanje predvsem drugorazrednih hipotekarnih kreditov, to je kreditov tistim strankam, ki nimajo zadostne kreditne sposobnosti za nakup lastne nepremičnine ali pa niso dovolj kreditno sposobne za nakup ravno tiste (tako velike oziroma drage) nepremičnine, kot so jo kupile« (Svetovna finančna kriza, b.l.).

Banke so razvile široko paleto novih izvedenih instrumentov in novih načinov financiranja. Lahko dostopna posojila so še dodatno spodbujala povpraševanje in rast cen vrednostnih papirjev in nepremičnin. V letu 2008 se je svetovno gospodarstvo soočilo z drastičnim padcem gospodarske rasti, posamezna gospodarstva pa celo z negativno gospodarsko rastjo oziroma recesijo. Ker so investitorji doživeli visoke izgube in niso več mogli odplačevati posojil bankam, so svoje izgube in nelikvidnost prevalili na finančne institucije. Večina evropskih in slovenskih bank je v naslednjih letih (2009, 2010, 2011, 2012 in 2013) poslovala z izgubo. Banke se soočajo z zapadlimi terjatvami, ki jih podjetja zaradi upadanja naročil in prihodkov niso več sposobna poravnati. Zaradi naraščajočega nezaupanja, ki vlada na trgih, so viri financiranja omejeni in dražji, dostop do njih je otežen. Poslabšanje gospodarskih razmer in posledično slabši računovodski izkazi podjetij skupaj z negotovostjo razmer v prihodnje vplivajo na posojilodajalce, da so previdnejši pri odobritvah. Pogoji pridobitve so se zaostрили. Višje so obrestne marže in višja so zahtevana zavarovanja, kar otežuje dostop podjetij do denarnih virov. Primanjkujejo tudi dobri in donosni investicijski projekti. Povpraševanje podjetij je mnogokrat omejeno na reševanje trenutne likvidnosti in ne na razvojno naravnano zadolževanje. Po porabi teh sredstev ponovno nastopijo težave z likvidnostjo.

»V tej finančni krizi, ki je dejansko kriza zaupanja, se tudi banke med seboj ne pogovarjajo več z zaupanjem. Storitve med njimi so bolj zahtevne in predvsem dražje. Domačega varčevanja ni dovolj za potrebe gospodarstva, banke pa v tujini najemajo posojila v tujini, kot so jih še pred leti. Od leta 2013 bodo morale banke postopoma povečevati delež kapitala med viri financiranja. Delež kapitala se lahko poveča tudi z znižanjem danih posojil. Najprej bodo na vrsti manj donosna in tvegana posojila, ampak ta banka težko unovči. Takšna posojila so problematična zato, ker banka težko pride do denarja. Nasedla barka mora narediti še kaj več, kot samo vžgati motor ali dvigniti jadra, da se premakne.« (Peterlin, 2014, str. 3)

Strokovna javnost je mnenja, da je glavni vzrok finančne in gospodarske krize v finančnem sistemu, ki je preveč liberalno kreditiral tudi komitente s slabo kreditno sposobnostjo. To je pripeljalo do stanja, ko je neplačevanje kreditov resno ogrozilo bančni sistem in več bank potisnilo na rob bankrota. Del krivde za nastalo situacijo nosijo tudi politične oblasti, ki bančnega sistema niso dovolj nadzirale in regulirale. Pojavilo se je vprašanje ustrezne presoje kreditne sposobnosti posojilojemalcev, ustrezne presoje tveganj in dvom v rezultate bonitetnih analiz ter interpretacije teh analiz. »Kreditna analiza je proces ocenjevanja posojilojemalca (fizična oseba ali podjetje) in njegove sposobnosti, da zahtevano posojilo povrne v celoti. Namen kreditne analize je ugotoviti, kakšna je verjetnost, da bo posojilojemalec sposoben pravočasno servisirati svoje finančne obveznosti. Pri kreditni analizi fizičnih oseb se največ upošteva višina osebnih prihodkov ter trenutna zadolženost posameznika (obstoječa posojila). Pri podjetjih analiza upošteva več dejavnikov: prihodke podjetja, bilanco stanja, čisti denarni tok, zadolženost, tržne razmere itn.« (Kreditna analiza, b.l.)

V razmerah lahke dostopnosti do virov financiranja se podjetjem ni bilo treba ukvarjati z zagotavljanjem dolgoročno vzdržnega denarnega toka in zagotavljanjem ustreznih kazalcev kreditne sposobnosti. Zato se danes pojavlja razlika med tem, kako računovodske izkaze razumejo v podjetjih in kako računovodske izkaze razumejo bančniki. Potrebno je, da banke svoje videnje poslovanja predstavijo podjetjem in zmanjšajo vrzel v različnem razumevanju kazalcev poslovanja. V kriznih razmerah je ključno zagotavljanje likvidnosti oziroma kratkoročne plačilne sposobnosti. Del magistrskega dela je namenjen definiranju ustrezne komunikacije med banko in podjetjem oziroma poslovodstvom podjetja kot kreditojemalcem. V zaključnem delu magistrskega dela bom obravnaval predstavitev ugotovitev iz analize. Predstavitev je namenjena komunikaciji in zmanjšanju vrzeli v razumevanju med banko kot posojilodajalcem in poslovodstvom kreditojemalca.

1.1 Temeljna hipoteza in podredne hipoteze

V strokovni javnosti pogosto govorimo o tem, da banke ne razumejo potreb gospodarstva, da za odobritev posojil zahtevajo prevelike garancije, da ne želijo zagotoviti financiranja v ustreznem obsegu in podobno. Pogosto govorimo o t. i. »kreditnem krču«. Banke ob zavrnitvi posojila ne navedejo razlogov za zavrnitev. Opravljene analize žal ostanejo poslovna skrivnost bank in posojilojemalci ne vedo, katere poslovne odločitve bi morali sprejeti in katere spremembe so potrebne, da bi povečali svojo kreditno sposobnost po bančnih kriterijih.

»Kreditni krč ali posojilni krč lahko definiramo kot ekonomsko stanje, v katerem se dostopnost do kreditov in posojil bistveno zmanjša in se pogoji za pridobitev financiranja izjemno poostrijo. V takšni situaciji za podjetja in posameznike postane izjemno težko pridobiti potreben kapital. Ker niso pripravljeni sprejemati tveganja in se bojijo morebitnih stečajev in bankrotov, so banke in investitorji v tem času izjemno previdni glede posojanja svojega denarja. Takšen odnos do tveganja posledično povzroči dvig obrestnih mer pri posojilih. Torej nastane situacija, v kateri banke denarja niso pripravljene plasirati na trg zaradi averzije do tveganja. Ne glede na trenutne referenčne obrestne mere, ki jih določajo centralne banke, se ob kreditnem krču stroški financiranja za posojilojemalca povečajo. V

normalnih gospodarskih okoliščinah stroški financiranja ponavadi sledijo višini referenčne obrestne mere, v času kreditnega krča se ta odnos spremeni – stroški financiranja rastejo tudi, če centralna banka referenčno obrestno mero znižuje. Kreditni krč je lahko tudi predhodnik ali povzročitelj recesije.» (Kreditni krč, b.l.).

Drugi spet govorijo, da so za kreditni krč odgovorne banke same: »Toda najpogosteje kreditni krč povzroči obdobje neprimerne in nemarne posojanja denarja. Značilen za takšno obdobje je neustrezen odnos do tveganj s strani bank. Posledično finančne institucije in dolžniški vlagatelji doživijo velikanske izgube, ko posojilojemalci svojih kreditov ne morejo več odplačevati ter vrednosti sredstev, s katerimi so posojila zavarovana, ne zadostujejo za poplačilo. Potemtakem finančne institucije zmanjšajo razpoložljivost denarja in povišajo stroške financiranja s povečevanjem obrestnih mer. Njihov odnos do tveganja se bistveno spremeni. To potem na svoji koži začutijo tudi dobra in kakovostna podjetja.« (Kreditni krč, b.l.).

Temeljno hipotezo bom utemeljil z raziskovanjem naslednjih vprašanj:

1. Ali bi se lahko izognili financiranju slabih naložb in podjetij, ki posojil ne morejo vračati, če bi celovito analizirali posojilojemalce in investicijske projekte?
2. Ali je možno s temeljito analizo podjetij in investicijskih projektov pravilno ovrednotiti kreditno tveganje?
3. Kaj lahko banke naredijo za podjetja v smislu svetovanja pri zadolževanju in pravilni strukturi bilanc posojilojemalcev?
4. Ali banke lahko s svetovanjem in spremljanjem strank zmanjšajo kreditno tveganje?
5. Ali banke lahko s svetovanjem in spremljanjem poslovanja podjetij zmanjšajo vrzel med potrebami gospodarstva in pripravljenostjo bank, da kreditira gospodarstvo?

Temeljna hipoteza: S celovito presojo kreditne sposobnosti podjetij, s stalnim spremljanjem poslovanja strank ter s svetovanjem pri zadolževanju se je mogoče izogniti odobritvam posojil podjetjem, ki jih ne bodo mogla vrniti. Na tak način se na mikro ravni izognemo rasti problematičnih posojil in preprečimo napihovanje balonov. Ker so državna in svetovno gospodarstvo agregat poslovnih dejavnosti na mikro ravni, lahko na tak način vplivamo tudi na poslovanje gospodarstev na makro ravneh.

Podredna hipoteza 1: Kreditni krč ni le posledica averzije in strahu bančnikov pred kreditnim tveganjem, ampak je tudi posledica poslabšanja kreditne sposobnosti podjetij in pomanjkanja donosnih investicijskih projektov.

Podredna hipoteza 2: Banke bi z razširitvijo svojega načina delovanja na svetovanje strankam pridobile zaupanje strank, razpolagale bi z objektivnejšimi informacijami, ustvarjale bi si nov trg in zmanjšale kreditno tveganje.

Namen magistrskega dela je analizirati metode presoje kreditne sposobnosti kreditnojemalcev z identifikacijo ključnih generatorjev denarnega toka, donosnosti in učinkovitosti sredstev. Na

tak način bom ugotovil primernost posamezne metode glede na specifičnost podjetja in gospodarskega okolja. Dodatno imam namen usvojiti znanja in veščine celovite presoje kreditne sposobnosti podjetij ter vpliva računovodskih izkazov na plačilno sposobnost podjetij. Določiti nameravam tiste spremenljivke v poslovanju, ki najbolj vplivajo na kreditno sposobnost podjetja. V nadaljevanju bom ugotovil vpliv kreditne sposobnosti na vrednost podjetja. Z vidika zagotavljanja kreditne sposobnosti podjetja bom definiral tiste potrebne ukrepe posloводства, od katerih bodo imeli korist lastniki podjetja, podjetje in posojilodajalci. Poudarek je na prenosu teoretičnih znanj v prakso, ker nameravam izsledke magistrskega dela uporabiti pri svojem delu.

Osnovni cilj magistrskega dela je izvesti celovito analizo kreditne sposobnosti podjetja. Na praktičnih primerih bom določil prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti posameznih metod, poiskal morebitne vrzeli metod in določil možnosti za njihovo zapolnitev. Oblikoval bom vsebino in pristop storitve svetovanja strankam pri optimiziranju računovodskih izkazov, ugotavljanju neizkoriščenih možnosti in tistih spremenljivk, s spremembo katerih lahko vplivamo na boljšo kreditno sposobnost podjetij.

Delni cilj magistrskega dela je na podlagi celovite analize kreditne sposobnosti podjetja poiskati še neizkoriščene kapacitete v podjetju in raziskati možnosti izkoriščanja prednosti v polni meri. Delni cilj bom dosegel s pripravo predstavitve ugotovljenih neizkoriščenih možnosti podjetja in načinov za njihovo polno izkoriščenje. Delni cilj dopolnjuje prvega in daje empiričnim izsledkom praktično uporabno vrednost.

1.2 Metode proučevanja in zasnova dela

Temelj metodološkega dela predstavlja analiza strokovne literature za celovito presojo kreditne sposobnosti podjetja, uporaba in analiza obstoječih metod za določanje bonitete podjetij ter uporaba teoretičnih načinov za iskanje in zaznavanje poslovnih problemov. Metode dela so prilagojene namenu določanja in izboljšav kreditne sposobnosti.

Glede na uporabo različnih metod raziskovanja se delo deli na tri osnovne sklope. V prvem sklopu, ki obravnava problem, predmet in hipoteze, nameravam proučiti dejavnike, ki vplivajo na kreditno sposobnost podjetja. Obravnaval bom vire informacij za presojanje kreditne sposobnosti in njihovo kakovost. Podal bom celovit pregled metod za presojanje bonitete in kreditne sposobnosti podjetij. Pridobljene teoretične ugotovitve bom uporabil v tretjem delu magistrskega dela, v analizi in sintezi konkretnega primera. Z namenom celovite presoje metod za ugotavljanje kreditne sposobnosti bom empirične rezultate nadgradil s kritično primerjavo posameznih bonitetnih orodij. Primerjava bo ob točkovnih in analitičnih ocenah vključevala tudi subjektivne dejavnike. V okviru analize bom obravnaval vpliv zakonodaje in njenega spreminjanja na boniteto podjetij, denarne tokove in kreditno sposobnost v podjetjih.

Drugi sklop magistrskega dela je namenjen analizi računovodskih izkazov z namenom njihovega optimiziranja. Ugotoviti nameravam spremenljivke, ki najbolj vplivajo na denarni

tok in kreditno sposobnost. V nadaljevanju bom s pomočjo komparativne metode analiziral občutljivost kreditne sposobnosti glede na vrednost spremenljivk. Teoretične ugotovitve tega sklopa bom praktično uporabil pri ugotavljanju in predstavitvi izboljšav v poslovanju in optimizaciji računovodskih poročil v podjetju.

Tretji (praktično naravnan) sklop magistrskega dela predstavlja finančna in ekonomska analiza izbranih podjetij. V tem sklopu bom uporabil analitične in matematične metode ocenjevanja bonitete in kreditne sposobnosti. S pomočjo komparativne metode bom analiziral in določil pozicijo podjetja glede na dosegljive alternativne možnosti. S sintezo ugotovitev predhodnih dveh sklopov bom oblikoval storitev svetovanja podjetju – posojilojemalcu. Z metodo dedukcije splošnih teoretičnih ugotovitev bom pripravil načrt postopkov, potrebnih za poslovne in računovodske spremembe z namenom zagotavljanja boljših bonitetnih kazalnikov, izboljšanja kreditne sposobnosti in posledično vrednosti podjetja. S tem bo magistrsko delo ob analitičnih in teoretičnih ugotovitvah pridobilo tudi praktično uporabno vrednost.

V magistrskem delu raziskujem vire podatkov, ki so na razpolago bankam pri presoji kreditne sposobnosti svojih komitentov. Podlago za odločanje pogosto predstavljajo kvantitativne informacije iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida. Te informacije je potrebno dopolniti s subjektivnimi informacijami vpliva panoge, konkurence, znanja v podjetju, kadrovskih kapacitet in drugih za podjetje pomembnih dejavnikov. Potrebno je, da banka skupaj s komitentom poišče odgovore na vprašanja:

- Kakšen je predviden strateški razvoj panoge, v kateri podjetje posluje?
- Kateri so bistveni strateški in ekonomski dejavniki v panogi?
- Katero poslovno strategijo želi podjetje izbrati (npr. stroškovno učinkovitost ali inovacijsko in tehnološko učinkovitost)?
- Kateri so operativni dejavniki uspeha za učinkovito izrabo zmogljivosti?

Banke se prepogosto zadovoljijo z ugotavljanjem obstoječega stanja, ki je podlaga za njihovo odločanje. Dodatno vrednost magistrskega dela želim ustvariti z analizo občutljivosti kreditne sposobnosti podjetij. V analizi bom ugotovil, katere ključne spremenljivke v računovodskih poročilih najbolj vplivajo na bonitetno oceno in sposobnost zadolževanja podjetij. Z ustreznim strukturiranjem računovodskih poročil bom ugotovil možnost izboljšav sposobnosti zadolževanja in vpliv le-te na zadolževanje in vrednost podjetja. Hkrati bom opozoril na nevarnosti napačne presoje bonitete na podlagi računovodskih izkazov zaradi prilagajanja le-teh.

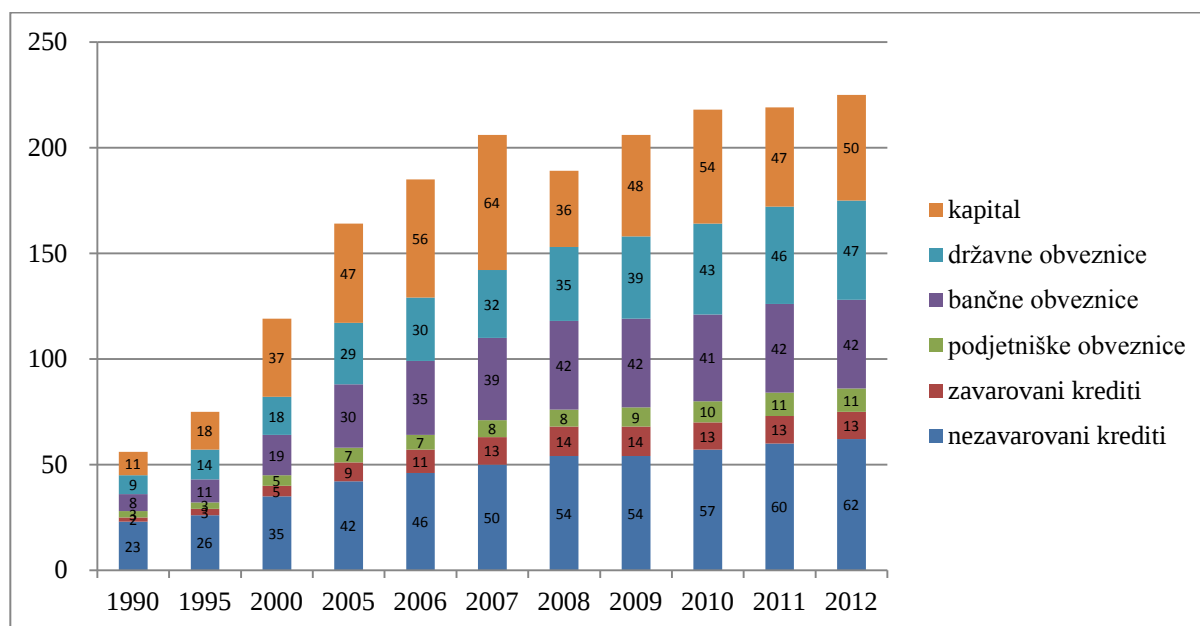
Ob branju literature in lastnih dodatnih izobraževanjih sem naletel na »Program celostne analize podjetja«, metodo, ki se je pojavila v Združenih državah Amerike. Metoda celostno obravnava podjetje z vidika sposobnosti zadolževanja. Izbral bom konkretno podjetje in ga analiziral z vidika sposobnosti zadolževanja in optimizacije kreditne sposobnosti. Koncept take analize se je pokazal kot ustrezen v obdobjih konjunktura in obdobjih recesije. Po tem konceptu bom obravnaval izbrano podjetje z vidika: panoge, položaja na trgu, učinkovitosti, donosnosti sredstev, izkaza denarnega toka, strukture računovodskih izkazov in sposobnosti

zadolževanja. Dodana vrednost magistrskega dela je tudi v predstavitvi ugotovitev analize posloводства podjetja z namenom izboljšav v poslovanju, ki zagotavljajo vzdržne denarne tokove in izboljšujejo stanje v podjetju z vidika posojilodajalcev.

2 Ocenjevanje kreditne sposobnosti podjetja

Po podatkih Inštituta Mc Kinsey (Financial Globalisation b.l.) se je v zadnjih desetletjih do leta 2008 globalizacija finančnega sektorja poglobljala. Globalna finančna sredstva so s 56 bilijonov dolarjev leta 1990 povečala na 206 bilijonov dolarjev leta 2007. V letu 2008 se je po več desetletjih prvič znižala na 189 bilijonov ter do leta ponovno 2012 narasla na 225 bilijonov dolarjev. Finančna globina (angl. *financial depth*), ki predstavlja v odstotku izražen delež finančnih sredstev glede na bruto domači proizvod se je povečala s 263 % leta 1990 na 355 % leta 2007. Leta 2012 je znašala 312 %. V Sliki 1 je prikazana struktura globalnih finančnih sredstev, ki jih predstavljajo zavarovana in nezavarovana posojila, podjetniške, bančne in državne obveznice ter kapital. Razlogi za visoko rast globalnih finančnih sredstev so vse večji zaradi povezanosti svetovnega trga in visokega povpraševanja na hitrorastočih trgih. Skrtktura globalnih finančnih sredstev je prikazana v Sliki 1.

Slika 1: Globalna finančna sredstva v trilijonih ameriških dolarjev – struktura



Vir: Financial Globalisation, b.l.

Zaradi finančne krize leta 2008 se je rast finančnih tokov zmanjšala. Na inštitutu McKinsey so na podlagi analize preteklega razvoja strukture globalnih finančnih sredstev prišli do zaključkov, s katerimi bi lahko pojasnili prihodnji razvoj strukture finančnih sredstev. Do leta 2008 so finančna sredstva naraščala v povprečju za 30,91 % letno, po letu 2008 pa le še za 1,95 % letno. Vsota finančnih sredstev je že leta 2010 presegla predkrizno vrednost in v letu 2012 dosegla vrednost 225 bilijonov dolarjev, a je njen delež upadel za 43 odstotnih točk in

padel celo pod vrednost iz leta 2000, ko je znašal 333 %. Iz omenjene analize lahko razberemo, da se je v kriznih letih tržna kapitalizacija delnic zmanjševala po letni stopnji 5,5 %, izdaje državnih in podjetniških obveznic pa so naraščale z letno stopnjo 9,2 %.

2.1 Razvoj ocenjevanja kreditne sposobnosti

»Razprave o merjenju in presojanju uspešnosti poslovanja so v zadnjih letih pritegnile veliko pozornosti strokovne javnosti. Uveljavilo se je spoznanje, da zgolj kratkoročni finančni kazalniki, na katerih sta desetletja temeljili teorija in praksa uspešnosti poslovanja, v sodobnem poslovnem okolju ne zadoščajo za kakovostno presojanje uspešnosti posameznih podjetij. Razvijajo se novi modeli za presojanje uspešnosti poslovanja, ki tradicionalne kratkoročne finančne kazalnike dopolnjujejo z različnimi nefinančnimi informacijami in na njih temelječimi kazalniki.« (Tekavčič, 2004, str. 1)

Pomembnost nefinančnih informacij potrjujejo tudi smernice *European Security and Market Authority* (v nadaljevanju ESMA), kjer navajajo, da se bonitetne ocene pridobljene le na podlagi analize kvantitativnih dejavnikov, sploh ne morejo šteti za bonitetno oceno:

»Bonitetne ocene vključujejo kvantitativno analizo in ustrezno kvalitativno analizo v skladu z metodologijo ocenjevanja, ki jo določi bonitetna agencija. Merilo kreditne sposobnosti, ki izhaja iz povzetih in izraženih podatkov, temelječih samo na predhodno določenem statističnem sistemu ali modelu, brez bistvenega dodatnega analitičnega vložka bonitetnega analitika pri posamezni bonitetni oceni, naj se ne šteje za bonitetno oceno.« (ESMA, 2013, str. 5)

Ocenjevanje bonitete podjetja na podlagi analize računovodskih izkazov predstavlja temelj ravnanja s tveganji in sodi med najstarejše in tradicionalne načine obvladovanja tveganj. Du Pontov sistem kazalnikov se je začel razvijati v dvajsetih letih preteklega stoletja. Ker so tovrstne analize najpogostejši način ocenjevanja bonitete, se jim predpisuje visoka pomembnost. Kljub pomembnosti se je potrebno zavedati mej teh analiz in njihove rezultate dopolnjevati s spoznanji iz drugih metod. Kot navaja Knez Riedl (2000, str. 19–55), je možna delitev metod za določanje bonitete podjetja na tiste, ki izhajajo iz tradicionalnega pojmovanja bonitete, in tiste, ki temeljijo na sodobnem pojmovanju podjetja:

Tradicionalna (empirična) analiza celovito ocenjuje podjetje. Kljub celovitosti pa obstaja vprašanje, kateri kazalniki so dovolj zanesljivi, da lahko pravočasno zaznamo negativne trende v podjetju. Skupek kolikih kazalnikov je merodajen za presojo in kako je možno te kazalnike strniti v skupno oceno, na podlagi katere bo možno podjetje jasno razvrstiti v posamezno bonitetno skupino in določiti sprejemljivost tveganja? Metode, ki omogočajo zgodnje prepoznavanje negativnih trendov, zagotovo dajejo celovitejše informacije. V to skupino spadajo diskriminatorno analitične metode, ki v osnovi pri zadostnem številu empiričnih podatkov izmed vseh kazalnikov izberejo tiste ključne kazalnike, ki nam omogočijo presojo stanja podjetja in ločevanje med uspešna in neuspešna podjetja. Izračun enega samega, iz več kazalnikov sestavljenega skupnega kazalnika, pa ni možen, ker je v analizo vključenih več

različnih dejavnikov. Druga težava je linearnost metod, reprezentativnost zajetega vzorca in nepopolnost podatkov. To vrzel so precej učinkovito zapolnile umetne nevronske mreže, ki so ob stalnem dopolnjevanju sposobne prikazati tudi nelinearne povezave in zmanjšati število napak. Izpopolnjene nevronske mreže so učinkovit instrument, vendar je njihova uporabnost omejena zaradi optimizacije mrež in kontinuiranega prilagajanja spremembam v družbenem in ekonomskem okolju.

Hevristični načini določanja bonitete se razlikujejo od tradicionalnih empiričnih načinov z drugačno izbiro kazalnikov. Kazalnike izberemo z racionalno presojo. Stroški se z oženjem izbora zmanjšujejo, hkrati se zanemarijo možne alternative. Načini nas vodijo do dobrih, a le redko optimalnih rešitev. Rezultate je potrebno interpretirati s precejšnjo mero kritičnosti zaradi subjektivne izbire ustreznih kazalnikov in njihovim ponderiranjem. Delne ocene so ponderirane z različnimi faktorji, ki vplivajo na skupno oceno.

Na podlagi navedenih lastnosti posameznih načinov določanja bonitete lahko ugotovimo, da je potrebno za optimalno analizo podjetja kombinirati različne metode. Kombiniranje metod pomeni po eni strani več dela, a daje boljšo oceno tveganja pri poslovanju.

»Beseda boniteta izvira iz latinske besede *bonu* (dober) oziroma *bonitas* (ugodnost). Boniteta podjetja vsebuje ocene, ki povedo, ali je družba dovolj dobra, da si zasluži ugodnost odloženega plačila. Pod pojmom bonitete je moč razumeti kategorije zanesljivosti, solidnosti, kreditne in plačilne sposobnosti, ugleda, uspešnosti in razvojne sposobnosti. Najprej je potrebno poudariti, da banke pri ocenjevanju bonitet ter posledično odobravanju kreditov niso povsem samostojne, temveč se morajo ravnati po mednarodni zakonodaji (predvsem Kapitalski sporazumi Basel I, II, III op. avtorja) Po 1. januarju 2007 namreč banke bolj podrobno ocenjujejo tveganje pri odobravanju posojil oziroma bonitete svojih strank. To pa pri podjetnikih vzbuja bojazen, da se bodo krediti podražili in da bodo kriteriji za odobritev kreditov še višji. Vsaka banka pa ima skladno z omenjeno zakonodajo svoj sistem ocenjevanja bonitet, ki je medsebojno zelo primerljiv. Seveda pa različne bonitetne hiše merijo boniteto podjetij na drugačen način kot banke.« (Pečovnik, 2014, str. 23)

»Pojmovanja bonitete v domači in tuji teoriji niso enotna. Največkrat je moč zaslediti enačenje bonitete podjetja s pojmi, kakršni so kreditna sposobnost, plačilna sposobnost in verodostojnost (kredibilnost), pa tudi z analizo poslovanja, z dobrim imenom in celo z informacijo.« (Knez Riedl, 2000, str. 19).

Knez Riedl (2000, str. 19–55) tudi navaja, da na boniteto lahko gledamo ožje ali širše. Pri ožjem pojmovanju je boniteta kreditna (ali še ožje) plačilna sposobnost podjetja. Danes se čedalje bolj uveljavlja razmišljanje o boniteti podjetja kot o izrazu kakovosti poslovanja podjetja, kar se kaže tudi v njegovi zanesljivosti, solidnosti, uspešnosti in perspektivnosti. Ožje pojmovanje je značilno za tradicionalni pogled na boniteto, širše pa za sodobnega. Tradicionalno pojmovanje bonitete je povezano plačilno zanesljivostjo in s plačilno sposobnostjo podjetja, poznavanje bonitete podjetja pa je namenjeno predvsem zmanjševanju finančnega tveganja. Sodobno pojmovanje bonitete podjetja upošteva še druge lastnosti in

značilnosti podjetja ter povezave z okoljem. Po tem pristopu tako boniteta podjetja predstavlja kakovost poslovanja, ki se kaže v zanesljivosti solidnosti in obetavnosti podjetja. Podjetje je obravnavano kot družbena institucija, ki ima poleg ekonomske in pravne še družbeno odgovornost ter v okviru te še okoljsko in moralno odgovornost.

Glavni vir kvantitativnih informacij so računovodski izkazi. Njihovo vsebino, načine prikazovanja in obliko predpisujejo predvsem Slovenski računovodski standardi. V SSKJ je računovodstvo opredeljeno kot dejavnost, ki se ukvarja z vrednostnim izražanjem poslovnih dogodkov in njihovo analizo. Med računovodskimi poročili sta najpomembnejša letna bilanca stanja in letni izkaz poslovnega izida. Le-ta je namenjen davčnim organom, statistiki in podjetju. Računovodski izkazi prikazujejo ekonomsko finančni položaj podjetja. Njihova slabost je, da kratkoročno povedo malo o kakovosti kadrov, potencialu trga in kakovosti posla.

Osnovni podatki o premoženjskem položaju podjetja so prikazani v **bilanci stanja**, ki kaže prerez premoženja podjetja in njegove vire na določen dan. Časovni trenutek prikaza pa je tudi njena glavna slabost. To slabost lahko odpravimo z opazovanjem bilance v več obdobjih in z analizo sprememb v več letih.

V **izkazu poslovnega izida** so prikazani odhodki in prihodki. Razlika med njimi predstavlja dobiček, ki pripada lastnikom kapitala. Višina prihodkov prikazuje vrednostni obseg dejavnosti. Prikazani dobiček ali izguba na kratki rok ne pokažeta vedno prave slike o uspešnosti podjetja. Za pravilnejšo sliko je potrebno primerjati izkaze iz več obdobj in ugotoviti trend poslovanja. Bolj kot sam dobiček na kreditno sposobnost podjetja vpliva denarni tok. Spreminjanje prihodkov v preteklih letih in primerjava z načrtovanimi prihodki nam nakazuje trend prihodnjega razvoja podjetja.

Med **kvantitativnimi dejavniki** prevladujejo finančno-računovodski kazalniki in kazalniki iz drugih poslovnih poročil. Najpomembnejši kvantitativni kazalniki so: stopnja lastniškega financiranja, neto obratni kapital, koeficient kratkoročne zadolženosti, koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti, dnevi vezave zalog, dobičkovnost prihodkov, kazalniki denarnega toka in drugi.

Knez Riedl (2000, str. 59–62) deli kvalitativne informacije bonitete podjetja na pet skupin:

- splošne značilnosti podjetja,
- dejavnost podjetja,
- prvine/zmogljivosti podjetja,
- tržna usmeritev podjetja,
- drugi kvalitativni dejavniki v podjetju.

Med **kvalitativne dejavnike** spadajo: organiziranost poslovnih funkcij, kakovost proizvodov in storitev, okoljevarstveno delovanje, usposobljenost in struktura zaposlenih, poslovni ugled, tržni delež in drugi.

»Namen presojanja bonitete podjetja je zagotoviti kakovostno odločitveno podlago pri sklepanju novih poslovnih razmerij, obnavljanju utrjevanju in krepitvi obstoječih poslovnih razmerij ter spoznavanju in upravljanju¹ lastne bonitete podjetja.« (Knez Riedl, 2000, str. 45)

Različni avtorji v svojih delih pripisujejo različno pomembnost posameznim metodam. Najpomembnejši in najpogosteje uporabljeni načini presojanja bonitete so:

- analiza s finančnimi kazalniki,
- Logistična regresija,
- A-score model,
- Dupontov sistem povezanih kazalnikov,
- Altmanov model,
- (A&P) Weinrichov model,
- Kraličkov model (quick test in MDA metoda),
- Beaver model,
- Chesserjev model,
- model Zmijewskega,
- metoda petih C,
- metoda štirih C in nova metoda štirih C,
- metoda CAMPARI,
- dinamični rating,
- Coleshawova metoda,
- ekspertni sistemi,
- nevronske mreže.

Lastnosti posameznih navedenih metod podrobneje obravnam v poglavju 2.6..

2.2 Pregled zakonodaje, povezane s kreditno sposobnostjo podjetij

V času zniževanja plačilne sposobnosti gospodarskih subjektov je aktivno ravnanje s tveganji postalo eden najpomembnejših elementov za uspešno poslovanje finančnih institucij, ki se ukvarjajo s posojilno dejavnostjo. V okviru bank ta dejavnost dosega najhitrejši razvoj. V procesu financiranja banka prevzema tveganja, jih transformira in vgrajuje v svoje storitve. Nepravilno ovrednotenje tveganj povečuje potencialno znižanje dobička. Ravnanje s tveganji je postala ključna bančna funkcija, ki banki zagotavlja stabilnost poslovanja in dolgoročno konkurenčno prednost.

Kreditiranje podjetij je regulirano z več zakoni, standardi in predpisi, ki soustvarjajo poslovno okolje. V kratkem pregledu zakonodaje nameravam opredeliti vpliv posameznih zakonov in njihov namen na financiranje podjetij. Najpomembnejši predpisi na tem področju so:

¹ Zaradi citiranja avtorice izjave je na tem mestu in ostalih citatih uporabljena beseda »upravljati« namesto »ravnanti«.

- Zakon o bančništvu,
- Baselsko kapitalni sporazimi,
- Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb,
- Slovenski računovodski standardi,
- Mednarodni računovodski standardi,
- Zakon o potrošniških kreditih,
- Pravilnik o priznani obresti meri za obresti med povezanim osebami
- in drugi zakoni in predpisi.

Poslovanje bank, kreditna aktivnost ter njihova stabilnost so pomembne z družbenogospodarskega vidika. Nepravilno ovrednotenje tveganj povzroči izgube, znižanje kreditnih aktivnosti in ogrozi likvidnost bančnega sistema. Znižanje kreditne aktivnosti zmanjšuje gospodarsko dejavnost, kar lahko v končni fazi odraža v padanju bruto domačega proizvoda. Propad ene banke bi lahko zamajal zaupanje v bančni sistem in povzročil propad drugih bank. Zato poslovanje bank ne more biti v celoti prepuščeno delovanju tržnih zakonitosti in je regulirano z bančno zakonodajo in predpisi. V zadnjih letih se je pokazala potreba po zaostrovanju zakonskih kriterijev in povečani regulaciji poslovanja bank. Poslovanje bank regulira domača bančna zakonodaja, podzakonski akti in usmeritve Banke Slovenije, direktive Evropske unije ter Baselski kapitalni sporazumi (Basel I, Basel II, Basel III).

2.2.1 Zakonodaja s področja obvladovanja kreditnega tveganja

Temeljni zakon, ki ureja poslovanje bank, je Zakon o bančništvu (Ur.l. RS, št. 99/10 - UPB, 9/11, v nadaljevanju ZBan). Zakon je stopil v veljavo leta 1999. Zaradi sprememb v bančnem okolju je bil zakon od leta 2008 osemkrat dopolnjen in popravljen. Zakon določa:

- pogoje za ustanovitev, poslovanje, nadzor in prenehanje kreditnih institucij s sedežem v Republiki Sloveniji in
- pogoje, pod katerimi lahko osebe s sedežem zunaj Republike Slovenije opravljajo bančne storitve, vzajemno priznane finančne storitve in storitve izdaje elektronskega denarja na območju Republike Slovenije.

Zakon bankam predpisuje, da morajo za ugotavljanje, merjenje in ravnanje z bančnimi tveganji določiti načrt obvladovanja tveganj po posameznih vrstah tveganj. Kreditno tveganje je osnovno in najpomembnejše tveganje, kateremu so izpostavljene finančne institucije. Za obvladovanje kreditnega tveganja so pomembni zakonski predpisi glede kapitalne ustreznosti bank, predpisi za oblikovanje rezervacij in omejitve največje dopustne izpostavljenosti bank. Banka Slovenije je na podlagi zakona izdala več posameznih aktov, ki podrobno urejajo posamezne vrste tveganj. Sprejetje zakona in podzakonskih aktov pomeni tudi implementacijo bančnih direktiv Evropske unije. Podzakonski akti, ki jih je sprejela Banka Slovenije, so:

- sklep o kapitalni ustreznosti bank in hranilnic,
- sklep o veliki izpostavljenosti bank in hranilnic,

- sklep o razvrstitvi aktivnih bilančnih in izvenbilančnih postavk in hranilnic,
- sklep o oblikovanju posebnih rezervacij bank in hranilnic.

2.2.1.1 Kapitalska ustreznost bank

ZBan določa tudi kapitalsko ustreznost bank, ki je opredeljena kot minimalna zahtevana višina kapitala banke glede na sprejeta tveganja pri poslovanju. Nadalje določa način ugotavljanja kapitala in vrste kapitala. Kapitalska ustreznost je v 136. členu ZBan opredeljena z minimalno višino kapitala, ki mora biti vedno najmanj enak seštevku naslednjih kapitalskih zahtev:

- glede vseh poslov, ki jih opravlja banka, razen postavk trgovalne knjige: kapitalske zahteve za kreditno tveganje in tveganje zmanjšanja vrednosti odkupljenih denarnih terjatev,
- glede postavk trgovalne knjige kapitalske zahteve za ta tržna tveganja: za pozicijsko tveganje, za tveganja poravnave in kreditno tveganje nasprotne stranke, če banka preseže omejitve največjih dopustnih izpostavljenosti iz trgovanja: za preseganja teh omejitev,
- glede vseh poslov, ki jih opravlja banka, kapitalske zahteve za ta tržna tveganja: za valutna tveganja in za tveganja spremembe cen blaga,
- glede vseh poslov, ki jih opravlja banka, kapitalske zahteve za operativno tveganje.

2.2.1.2 Oblikovanje rezervacij v bankah

ZBan v 176. členu določa, da morajo banke oblikovati ustrezne oslabitve in rezervacije glede na posebna tveganja, ki izhajajo iz posameznih poslov oziroma skupin posameznih poslov. Rezervacije so namenjene pokrivanju potencialnih izgub zaradi tveganj, ki izhajajo iz poslovanja banke. Banka je dolžna oblikovati rezervacije na podlagi meril določenih v Sklepu o razvrstitvi aktivnih bilančnih in zunajbilančnih postavk bank in hranilnic, ki ga je izdala Banka Slovenije. V tem sklepu je določeno, da mora banka oceniti dolžnikovo sposobnost izpolnjevanja obveznosti do banke in kakovost prejetih zavarovanj pred odobritvijo financiranja. Banka mora ves čas trajanja posojilnega razmerja spremljati poslovanje posojilojemalca in kakovost zavarovanj. Terjatve se razvrstijo v bonitetne razrede po posameznih dolžnikih. Dolžniki se združujejo v skupine glede na kapitalsko, ekonomsko in upravljavsko povezanost. Pri tem velja, da se skupina povezanih oseb razvrsti v tisto skupino, v kateri se nahaja družba z najslabšo oceno v skupini. Metodologija razvrščanja terjatev v bonitetne razrede temelji na Kapitalskih standardih in priporočilih za upravljanje tveganj banke za mednarodne poravnave v Baslu. Terjatve se na podlagi ocene dolžnikove sposobnosti poplačila obveznosti do banke razvrščajo v skupine od A do E. Pri razvrščanju se upošteva ocena finančnega položaja dolžnika, možnost zagotovitve potrebnega denarnega toka, vrste in obsega zavarovanj ter dolžnikovo izpolnjevanje obveznosti v preteklih obdobjih. Višina predpisanih rezervacij je določena na podlagi ocenjenih potencialnih izgub glede na razvrstitev terjatev v posamezno skupino. V skladu s Sklepom o ocenjevanju izgub iz kreditnega tveganja bank in hranilnic se šteje, da niti terjatve iz skupine A ne bodo v celoti poplačane in jih je tudi potrebno slabiti. Razvrščanje posojilodajalcev v bonitetne razrede predstavlja osnovni korak ravnanja s kreditnimi tveganji. Ker obstaja možnost prehajanja terjatev med razredi, lahko tudi komitent, ki je razvrščen v skupino A, postane nesolventen. Zato se pri razvrščanju upoštevajo tudi vrednost in kakovost prejetih zavarovanj. Posojilodajalec lahko terjatve razvrsti eno

skupino višje, kot bi jih v skladu z oceno in vrednotenjem dolžnikove sposobnosti rednega plačevanja pogodbenih obveznosti. Argumenti za razporeditev terjatve v višji razred morajo biti utemeljeni z dokumentacijo, ki dokazuje, da so prejeta zavarovanja učinkovito sredstvo sekundarnega poplačila terjatev. V Tabeli 1 je predpisana prikazana višina oblikovanja rezervacij po posameznih postavkah.

Tabela 1: Razvrstitev finančnih sredstev in privzetih obveznosti po zunajbilančnih postavkah

Bonitetni razred	Kriteriji za razvrščanje finančnih sredstev oziroma prevzetih obveznosti	Višina oblik. rezervacij
A	- do Banke Slovenije, Republike Slovenije, Evropske centralne banke, Evropskih skupnosti, vlad in centralnih bank drugih držav Cone A, - do dolžnikov, za katere se ne pričakuje težav s plačevanjem obveznosti in ki plačujejo svoje obveznosti ob dospelosti oziroma izjemoma z zamudo do 15 dni, - ki so zavarovane s prvovrstnim zavarovanjem, opredeljenim v 12. točki sklepa*.	1 % terjatve, razen za terjatve do Banke Slovenije in do Republike Slovenije
B	- do dolžnikov, za katere se ocenjuje, da bodo poravnali dospele obveznosti, vendar je njihovo finančno stanje trenutno šibko, ne kaže pa, da bi se v bodoče bistveno poslabšalo, - do dolžnikov, ki plačujejo obveznosti z zamudo do 30 dni, občasno tudi z zamudo od 30 do 90 dni.	10 % vrednosti terjatev
C	- do dolžnikov, za katere se ocenjuje, da denarni tokovi ne bodo zadostovali za redno poravnavanje dospelih obveznosti, - ki plačujejo obveznosti z zamudo do 90 dni, občasno tudi z zamudo od 90 do 180 dni, - ki so izrazito podkapitalizirani, - ki nimajo zadostnih dolgoročnih virov sredstev za financiranje dolgoročnih naložb, - od katerih banka ne prejema tekoče zadovoljivih informacij ali ustrezne dokumentacije v zvezi s poravnavanjem obveznosti.	25 % vrednosti terjatev
D	- do dolžnikov, za katere obstaja velika verjetnost izgube dela finančnega sredstva oziroma plačila po prevzeti obveznosti, - ki plačujejo obveznosti z zamudo nad 90 do 180 dni, občasno z zamudo od 180 do 360 dni, - ki so nesolventni, - ki so v sanaciji oz. postopku prisilne poravnave, - ki so v stečaju.	50 % vrednosti terjatev
E	- terjatve, za katere se ocenjuje, da sploh ne bodo poplačane, - s sporno pravno podlago, - do dolžnikov, ki plačujejo z zamudo nad 365 dni.	100 % vrednosti terjatev

Legenda: * Prvovrstna zavarovanja finančnih sredstev po sklepu so:

- bančna vloga, za katero je pogodbeno določena obveznost, da uporabi za plačilo,
- vrednostni papirji Republike Slovenije, Banke Slovenije ter vlad in centralnih bank držav cone A, kot je opredeljena v veljavnem sklepu o kapitalski ustreznosti bank,
- nepreklicne garancije na prvi poziv bank, ki so pridobile dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih storitev, prvovrstnih bank držav članic in prvovrstnih tujih bank,
- prvovrstni vrednostni papirji bank, s katerimi se trguje na finančnih trgih in nepreklicna jamstva RS.

Vir: Banka Slovenije, Sklep o ocenjevanju izgub kreditnega tveganja bank in hranilnic, 2007, str. 6-8.

2.2.1.3 Omejitev največje dopustne izpostavljenosti banke

Največja dopustna izpostavljenost bank je opredeljena v ZBan in Sklepu o veliki izpostavljenosti bank in hranilnic, ki ga je izdala banka Slovenije (Ur.l. RS, št. 135/06, 85/10). ZBan in Sklep natančno opredeljujeta način izračuna velike izpostavljenosti, določata omejitve največje izpostavljenosti in opredeljujeta izjeme ter predpisujeta načine poročanja Banki Slovenije. V skladu s petim členom omenjenega sklepa je izpostavljenost vsaka postavka sredstev ali zunajbilančna postavka, za katero se v skladu s sklepom o tržnih tveganjih ne izračunava kapitalskih zahtev za tržna tveganja. Pri izračunu izpostavljenosti se upošteva knjigovodska vrednost postavke sredstev, zmanjšana za oblikovane rezervacije.

»Velika izpostavljenost banke do posamezne osebe ali skupine povezanih oseb je izpostavljenost banke do te osebe ali skupine povezanih oseb, ki dosega ali presega 10 % kapitala banke.« (7. člen Sklepa o veliki izpostavljenosti bank in hranilnic) Izpostavljenost banke do posamezne osebe ali skupine povezanih oseb, zmanjšana za izvzetja in učinke kreditnih zavarovanj, ne sme presegati 25 % njenega kapitala. Ne glede na navedeno izpostavljenost banke do institucije ali skupine povezanih oseb ne sme presegati višjega izmed zneskov 25 % kapitala banke ali 100 mio € pod pogojem, da vsota izpostavljenosti do vseh povezanih oseb v skupini, ki niso institucije, ne presega 25 % kapitala banke (9. člen Sklepa o veliki izpostavljenosti bank in hranilnic).

2.2.1 Kapitalski sporazum Basel III

Kapitalski sporazum Basel III je globalni bančni standard, izdan s strani Baselskega odbora za bančni nadzor v decembru 2010. Nastal je zaradi pomanjkljivosti Basel II, ki so se izkazale v finančni krizi od leta 2008. Basel II je bil pomanjkljiv predvsem na področju velikosti in kakovosti kapitala bank, globalni likvidnosti bank, nezmožnosti amortiziranja izgub, nastalih zaradi slabitev iz naslova kreditiranja in naložb v vrednostne papirje ter posledičnega drastičnega znižanja kreditne aktivnosti. Namen kapitalskega sporazuma Basel III je zagotavljanje stabilnega bančnega okolja skozi celoten ekonomski cikel za ustvarjanje pogojev za gospodarsko rast. Novi sporazum Basel III naj bi s krepitvijo bančnega sistema onemogočal nastanek finančne in gospodarske krize. Spremembe so se nanašale na povečanje kapitalskih zahtev in izboljšavo kakovosti regulatornega kapitala. Dolgoročno stabilno finančno okolje naj bi se v skladu z Baslom III zagotovilo z:

- vzpostavitev zaupanja v finančne institucije,
- s pristopom bank k zgodnjemu priznavanju izgub,
- omejitvijo pregrevanja gospodarstva in pretirane kreditne aktivnosti,
- dolgoročno ustrezno velikostjo kapitala bank.

»Izboljšanje kakovosti kapitala je predvideno z izboljšanjem kapitalskih osnov, okrepitvijo pokritja tveganj uvedbo kazalnika finančnega vzvoda, regulatornih blažilcev in globalnega minimalnega likvidnostnega vzvoda.« (Basel Committee on banking Supervision, 2009, str. 5)

Poudarek sporazuma Basel III je na kapitalski in likvidnostni ustreznosti bank. Ukrepi zajemajo:

- novo definicijo kapitala banke,
- finančni vzvod,
- zagotovitev stabilnosti bank skozi vse gospodarske cikle,
- novo obravnavo kreditnega tveganja strank,
- nov način merjenja likvidnostnega tveganja.

Sporazum Basel III natančno določa sredstva, ki jih banka sme vključiti v temeljni kapital Tier 1 in dodatni kapital Tier 2. Po Baslu II so imele različne države različen pristop do vključevanja sredstev v posamezno vrsto kapitala. Sama definicija temeljnega kapitala pa je ostala nespremenjena. Prilagoditev bank zahtevam sporazuma Basel II z ustrezno višino temeljnega kapitala bo bankam omogočala amortizacijo izgub v prihodnjih finančnih krizah in povrnila zaupanje v stabilnost finančnega okolja. Skupen kapital banke predstavlja vsota Tier 1 kapitala in Tier 2 kapitala. Tier 1 kapital je sestavljen iz temeljnega Tier 1 kapitala in dodatnega Tier 1 kapitala. Minimalne zahteve glede kapitala po posamezni vrsti so prikazane Tabeli 2.

Tabela 2: Primerjava sprememb med Basel II z Basel III

Tveganju prilagojena aktiva	Kapitalske zahteve					Skupni kapital		sistemska dopolnila	
	Temeljni kapital TIER I: delnice, zadržani dobički, manjšinski kapital, nekatere prednostne delnice minus odbitne postavke od kapitala			Dodatni kapital TIER I: nekatere prednostne delnice, hibridni instrumenti minus odbitne postavke od kapitala		Minimalni	Zahtevan	Prociklični blažilec	Dodatna absorpcijska sposobnost za sistemsko pomembne finančne institucije
	Minimum	Varovalni kapitalski blažilec	Zahtevan	Minimum	Zahtevan	Minimum	Zahtevan		
Basel II	2,0%			4%		8%			
Basel III	4,5%	2,50%	7%	6%	9%	8%	10,50%	0-2.5%	

Vir: J. Caruana, Basel III: Towards a safer financial system, 2010, str. 7.

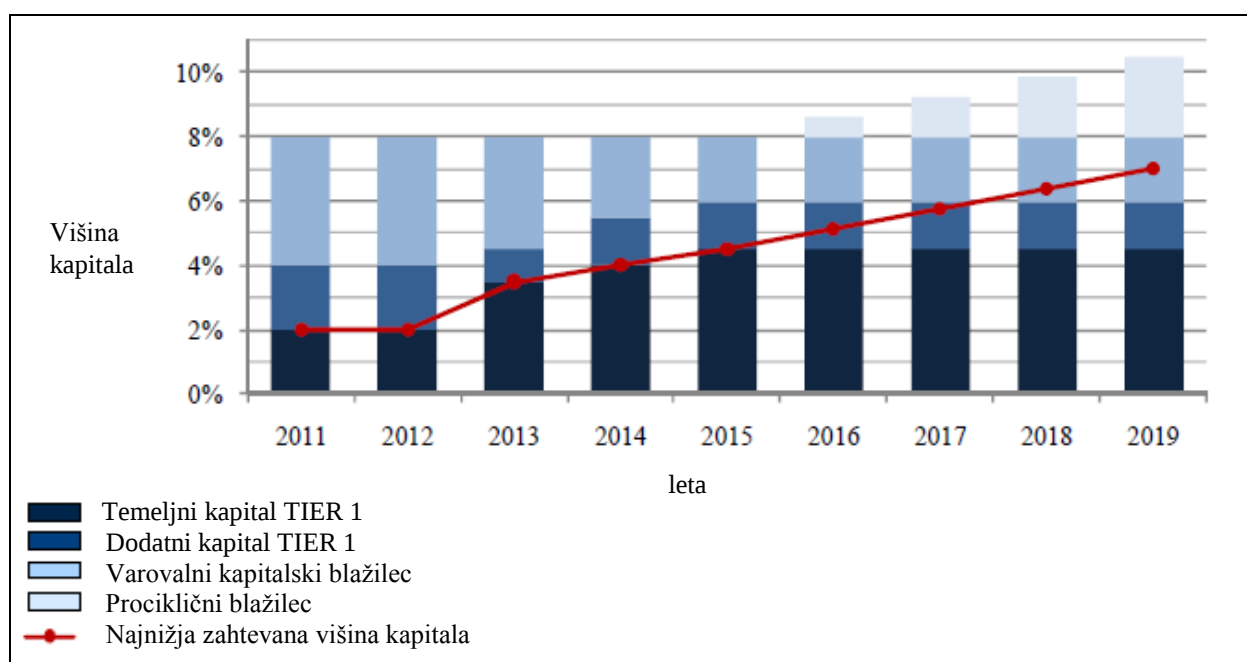
Novost, ki jo uvaja Kapitalski sporazum Basel III, je oblikovanje procikličnih blažilcev (angl. *counter-cyclical capital buffer*). Namen procikličnih blažilcev je amortiziranje učinkov finančne krize na stabilnost bank in zaupanje družbe v bančni sistem. V skladu z novo regulativo mora banka v času konjunkturalnega gospodarstva oblikovati še dodatne rezerve nad zahtevanim kapitalom z namenom koriščenja v času recesije. S tem ukrepom se dodatno regulira morebitna previsoka kreditna aktivnost bank v času gospodarske konjunkturalne. V dokumentu Basel Committee on Banking Supervision (2010, str. 12) je navedeno, da je bankam dovoljen manevrski prostor izrabe blažilca. Vendar je ravnanje regulirano, saj je določeno, da se s približevanjem kapitala minimalnim zahtevam znižuje tudi možnost izplačil bonusov, visokih dividend v času poslabšane kapitalske slike. Katz (2009, str. 1) navaja, da želijo nadzorniki na tak način omejiti številne tovrstne primere iz začetka finančne krize. Eden

takšnih primerov je Goldman Sachs Group, ki se je v letu 2008 soočal z izgubo v višini 27,7 mrd USD in prejel 45 mrd USD državne pomoči. Ob tem je izvršni direktor prejel plačo v znesku 42,95 mio USD in bonus v delnicah.

Dodatno kot dopolnitev varovalnega kapitalskega blažilca sporazum Basel III zahteva tudi prociklični blažilec do višine 2,5 % lastniškega ali drugega kapitala, ki bo v celoti amortiziral izgube in je odvisen od nacionalnih okoliščin (Committee on Banking Supervision, 2010, str. 2). Njegov namen je okrepitev varnosti bančnega sektorja pred obdobji s presežnim porastom kreditov. Prociklični blažilec bi stopil v veljavo v posamezni državi, ko bi se tveganje presežka rasti posojil preneslo na celoten bančni sistem.

V sporazumu Basel III Basel Committee on banking Supervision (2010, str. 1–77) navaja, da se je v bančnem sektorju pojavila prekomerna vrednost finančnega vzvoda (angl. *leverage ratio*). Ob pojavu finančne krize so bile banke prisiljene zmanjšati finančni vzvod, kar je ustvarilo dodaten pritisk na zniževanje cen sredstev, kar je povečalo izgube, znižalo vrednost kapitala in znižalo kreditno aktivnost. Kazalnik finančnega vzvoda je bil uveden z namenom vzpostavitve njegove stabilne stopnje, kar bi preprečilo njegovo zmanjševanje ob pojavu finančne krize. Kazalnik finančnega vzvoda je poenostavljeno merilo, ki ne temelji na tveganjih. Je dodatno merilo za zahteve, ki temeljijo na ravnanju s tveganji. Izvenbilančne izpostavljenosti bodo pretvorjene v bilančne preko enotnega kreditnega konverzijskega faktorja (CCF). Kreditni konverzijski faktor je enoten za vse izvenbilančne postavke v višini 10 % za brezpogojne izključujoče kreditne postavke. Drugi derivati (vključno s kreditnimi derivati) bodo obračunani po določilih predhodnega kapitalskega sporazuma z dodatnim količnikom potencialne prihodnje izpostavljenosti. Potencialna prihodnja izpostavljenost se izračunava na podlagi standardiziranih faktorjev metode trenutne izpostavljenosti. Vrednost derivatov se tako približa znesku, ki je ekvivalenten posojilom in povečuje težo zunanjebilančnih postavk in derivatov v aktivih bank. Delež tveganju prilagojene aktive, ki jo prikazuje finančni vzvod, še ni določen. Do leta 2013 naj bi znašal najmanj 3 %. V tem obdobju bodo opazovali učinke kazalnika in ustreznost definicije ter višine kazalnika v celotnem kreditnem ciklu po različnih poslovnih modelih. Kot prikazuje Slika 2, se bo najnižja stopnja kapitala do leta 2019 povečala na 7 %.

Slika 2: Povečanje kapitalskih zahtev do leta 2019 po sporazumu Basel III



Vir: N. Gazert, & H. Wesker, *A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency*, 2011, str. 9.

2.2.3 Slovenski računovodski standardi (Ur. l. RS. št. 114-4831/2006, v nadaljevanju SRS)

»Slovenski računovodski standardi so pravila o strokovnem ravnanju na področju računovodenja, ki jih oblikuje Slovenski inštitut za revizijo (odslej Inštitut). Njihovo oblikovanje je spodbudil 5. člen Zakona o računovodstvu iz leta 1989, ki je vrhovno strokovno organizacijo pooblastil, naj namesto države, ki je dotlej z zakoni in drugimi predpisi urejala računovodenje, samostojno ter skladno z razvojem stroke v svetu in domačimi dosežki oblikuje svoje strokovne standarde. V Republiki Sloveniji so takšno smer razvijanja strokovnih standardov nadaljevali Zakon o gospodarskih družbah in Zakon o revidiranju ter drugi zakoni, ki se sklicujejo nanju.« (Slovenski inštitut za revizijo, 2012, str. 7).

»SRS določajo strokovna pravila računovodenja ter dopolnjujejo in podrobneje opredeljujejo zakonske določbe in opredelitve. So torej pravila stroke, ki zakonsko določena temeljna pravila in zahteve računovodenja podrobneje razčlenjujejo, pojasnjujejo in določajo način njihove uporabe.« (Slovenski inštitut za revizijo, 2012, str. 7).

SRS določajo, da so vsa podjetja dolžna izdelati bilanco stanja in izkaz poslovnega izida. Srednja in velika podjetja ter tista, ki kotirajo na borzi, pa so dolžna izdelati tudi izkaz finančnega izida in izkaz gibanja kapitala. Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 42/06, 60/06, 65/09 - UPB, v nadaljevanju ZGD) predpisuje minimalna obvezna razkritja v računovodskih poročilih. Računovodska poročila so osnovni in najpogostejše uporabljani dokument za presojanje kreditne sposobnosti podjetij in podjetnikov.

2.2.3.1 Izkaz poslovnega izida

V SRS št. 25 je obravnavan izkaz poslovnega izida. Uporablja se pri izdelavi predračunskih in obračunskih izkazov. Izkaz poslovnega izida se lahko izdelava v t. i. nemški različici ali angloameriški različici. Izkaz poslovnega izida vključuje prihodke, odhodke in poslovni izid v obravnavanem obdobju (navadno je to poslovno leto).

V skladu s SRS so prihodki povečanja gospodarskih koristi v obračunskem obdobju v obliki povečanj sredstev (na primer denarja ali terjatev zaradi prodaje blaga) ali zmanjšanj dolgov (na primer zaradi opustitve njihove poravnave), katerih posledica so povečanja kapitala, razen tistih, ki so povezana z novimi vplačili lastnikov.

Odhodki so opredeljeni: zmanjšanje gospodarskih koristi v obračunskem obdobju v obliki zmanjšanja sredstev (na primer s prodajo zalog) ali povečanje dolgov (na primer zaradi zaračunanih obresti), katerih posledica so zmanjšanja kapitala, razen tistih, ki so povezana z izplačili lastnikom.

Standard 19 opredeljuje naslednje vrste poslovnega izida:

- Poslovni izid (dobiček ali izguba) iz prodaje je razlika med prihodki od prodaje in odhodki od prodaje.
- Poslovni izid (dobiček ali izguba) iz celotnega poslovanja je razlika med poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki; od poslovnega izida iz prodaje se razlikuje za preostale poslovne prihodke in poslovne odhodke, med katerimi so tudi prevrednotovalni poslovni prihodki in prevrednotovalni poslovni odhodki.
- Poslovni izid (dobiček ali izguba) iz rednega delovanja je razlika med seštevkom poslovnih prihodkov in finančnih prihodkov ter seštevkom poslovnih odhodkov in finančnih odhodkov.
- Celotni poslovni izid (celotni dobiček ali celotna izguba) je razlika med seštevkom vseh prihodkov in seštevkom vseh odhodkov.
- Čisti poslovni izid (čisti dobiček ali čista izguba) je razlika med celotnim poslovnim izidom, obračunanim davkom iz dobička kot deležem države v njem in odloženimi davki. To je poslovni izid, s katerim je možno razpolagati po odbitku obračunanega davka ter po pribitku oziroma odbitku za obračunane odložene davke.

Po SRS (2012, str. 141) je čisti dobiček razlika med prihodki in odhodki, zmanjšana za obračunani davek iz dobička ter preračunana za terjatve in obveznosti za odloženi davek. Če so prihodki manjši, je razlika čista izguba, povečana za morebitni obračunani davek iz dobička ter preračunana za terjatve in obveznosti za odloženi davek.

2.2.3.2 Bilanca stanja

Bilanca stanja je temeljno računovodsko poročilo, v katerem podjetje izkazuje informacije o stanju sredstev in obveznostnih do virov sredstev ob zaključku poslovnega leta. Bilanca stanja je lahko izdelana v obliki dvostranske uravnotežene bilance ali pa v obliki zaporednega

stopenjskega izkaza. Od velikosti podjetja je odvisna podrobnost razčlenjevanja posameznih postavk.

Sredstva² so v denarni merski enoti izražene stvari, pravice in denar, katere ima v posesti in z njimi razpolaga. Obveznosti do virov sredstev temeljijo na pravno zasnovanem razmerju do virov sredstev, s katerimi se financira podjetje. Sredstva se v bilanci stanja delijo na tri glavne skupine:

- dolgoročna sredstva,
- kratkoročna sredstva in
- aktivne časovne razmejitve.

Obveznosti do virov sredstev se v bilanci stanja delijo v štiri osnovne skupine:

- kapital,
- rezervacije,
- finančne in poslovne obveznosti ter
- pasivne časovne razmejitve.

2.3 Vpliv panoge, konkurence in položaja podjetja na trgu na kreditno sposobnost podjetja

Namen magistrskega dela vključuje identifikacijo generatorjev denarnega toka, ki vplivajo na kreditno sposobnost podjetja. V celovito presojanje bonitete in posledično kreditne sposobnosti podjetja je potrebno vključiti več kvalitativnih lastnosti podjetja, kot jih upošteva večina modelov za presojanje kreditne sposobnosti. Kvalitativni dejavniki so težko merljivi in jih je težko preveriti. Pri analizi panoge si mora analitik odgovoriti na naslednja vprašanja:

- Kateri so bistveni strateški in ekonomski dejavniki v panogi?
- Kakšna je poslovna strategija (vodilni v stroškovni, storitveni ali v inovacijski učinkovitosti) in kako se ta udejanja?
- Kateri so operativni dejavniki za dobro izrabo zmogljivosti?
- Kako se ti dejavniki razvijajo pri stranki (obravnavanem podjetju)?

»Podjetje je povezano z okoljem, v katerem deluje. Najozžje poslovno okolje je panoga, ki določa nekatere okoliščine poslovanja in vpliva na lastnosti podjetja. V panogi so tako imenovani ključni zunanji dejavniki bonitete podjetja« (Knez Riedl, 2000, str. 30). V grobem se poslovno okolje deli na zunanje in notranje. Zunanje okolje so tiste spremenljivke, na katero podjetje nima neposrednega vpliva. Notranje okolje pa sestavljajo tiste spremenljivke znotraj samega podjetja. Različni avtorji poslovno okolje razčlenjujejo na več načinov.

² Sredstva izkazana v bilanci stanja delimo na kratkoročna in dolgoročna sredstva, ki so namenjena poslovanju podjetja ter kratkoročna in dolgoročna sredstva, ki ne služijo poslovanju podjetja (to so tista sredstva ali naložbe, v katere podjetje vlaga presežna sredstva).

Clark (2013, str. 157–291) poslovno okolje podjetja deli na:

- nabavni sektor,
- javni sektor,
- investicijski ter finančni dejavniki,
- makroekonomsko okolje,
- socialni ter demografski dejavniki,
- politični dejavniki,
- tehnološko okolje.

Pučko (1996, str. 8–12) poslovno okolje podjetja deli na 5 enot:

- naravno okolje,
- gospodarsko okolje,
- tehnično-tehnološko okolje,
- politično-pravno okolje,
- kulturno okolje.

Poznavanje komponent poslovnega okolja je ključno za analizo poslovnega okolja, v katerem podjetje deluje. Okolja omogočajo podjetju priložnosti in ga hkrati omejujejo. Možne so tudi drugačne in nadaljnje členitve gospodarskega okolja na gospodarsko politiko, gospodarske sisteme, razvitost gospodarstva in gospodarsko strukturo. Perspektivnost panoge, v kateri podjetje posluje, v veliki meri vpliva na perspektivnost in določitev bonitete podjetja. Panogo lahko opredelimo kot ponudnike podobnih ali sorodnih proizvodov ali storitev. V panogi se srečujejo ponudniki na nabavnih trgih (dobavitelji), ponudniki končnih izdelkov in kupci. Podjetje je od panoge odvisno in jo hkrati sooblikuje. Pomen podjetja v posamezni panogi in njegova možnost za vpliv na posamezno panogo je navadno odvisna od njegove velikosti v primerjavi s panogo. Podobno kot podjetja imajo tudi panoge svoj življenjski cikel. Nekatere panoge šele nastajajo, nekatere rastejo do stopnje zrelosti, nekatere zamirajo, a se tudi ponovno oživljajo.

Knez Riedl (2000, str. 31) piše, da je sestava panog raznolika in spremenljiva. Zaradi hitrejše dinamike spreminjanja in ustvarjanja novih panog je z vidika presoje bonitete in kreditne sposobnosti podjetja smiselna obravnava strateške skupine podjetij, ki združuje podjetja s podobnimi, dopolnjujočimi in hkrati konkurenčnimi strategijami ali pa kako drugače primerljiva skupina. Položaj posameznega podjetja v skupini je različen in spremenljiv. Zaradi razvejanosti in spreminjanja dejavnosti podjetij je umestitev podjetja v določeno panogo zahtevna. Preden primerjamo bonitetne podatke podjetja z bonitetnimi podatki panoge, je potrebno ugotoviti, če sta kategoriji primerljivi. Prenagljeno in nekritično primerjanje nas lahko zavede v varljivo ugodno ali neupravičeno slabo oceno. Primerjava s poslovnim okoljem je koristna, če so kategorije podatkov primerljive in smiselne. Zaradi raznolikosti panog je rešitev problema v delitvi na skupine, podskupine, strateške skupine ali drugače primerljive skupine znotraj panoge.

Glavni viri panožnih podatkov so statistični podatki računovodske in splošne narave. Podatki so na razpolago v javnih bazah podatkov (npr. Ajpes, Statistični zavod RS, Banka Slovenije) in plačljivi pri zasebnih ponudnikih (npr. Gvin). V tujini so podatki na razpolago v specializiranih agencijah (Dun & Bradstreet, Moody's in drugi).

Obstoječi modeli presoje kreditne sposobnosti podjetja pogosto upoštevajo primerjavo podjetja s povprečnimi panožnimi kazalniki in agregati iz računovodskih poročil za pretekla obdobja. Večina teh podatkov je količinskih (povprečna sredstva, povprečen poslovni izid ipd.). Kvalitativni dejavniki so težko merljivi. Njihovo merjenje je dolgotrajno in metodološko zapleteno. Analitik je izpostavljen tveganju, da bodo koristi izsledkov manjše od vloženih stroškov. Kompromis, ki se izkazuje v praksi, se kaže v nadgradnji kvalitativnih podatkov s kvantitativnimi. Izbor kvantitativnih podatkov opravimo tako, da iz nabora vseh podatkov izluščimo tiste, ki so primerljivi s posameznim podjetjem (npr. starost, velikost, dejavnost ipd.).

2.4 Vloga računovodskih informacij in finančnih kazalcev pri analizi kreditne sposobnosti podjetja

V sklopu odobritve kredita morajo finančne inštitucije opraviti oceno bonitete oz. oceno kreditne sposobnosti posojilojemalca. Obseg analize je odvisen predvsem višine posojila, ročnosti posojila, možnosti za zavarovanje posojila, kakor tudi od drugih lastnosti posojilojemalca. Bonitetna ocena med drugim predstavlja tudi sposobnost posojilojemalca, da posojilo v roku in v celoti poplača. Za kakovostno bonitetno oceno mora analitik razpolagati z ustrežno količino selekcioniranih in kakovostnih podatkov. Posojilodajalec podatke pridobi iz različnih virov:

- na podlagi informacij potencialnega posojilojemalca,
- zunanjih virov (Ajpes in drugi ponudniki informacij) in
- virov znotraj banke.

Računovodski podatki in finančni kazalci predstavljajo kvantitativne dejavnike bonitete podjetja, ki jih običajno izražamo številčno, z absolutnimi in relativnimi števili. »Količinski dejavniki bonitete podjetja so dejavnosti, stanja, izidi in razmerja, ki jih je možno meriti. Odsevajo okoliščine in izide poslovanja v natančnem, merljivem smislu. Povezujemo oziroma primerjamo jih lahko z merljivimi cilji podjetja. Prikazujemo jih zbrane v sistemu kazalnikov.« (Knez Riedl, 2000, str. 55)

Kazalniki predstavljajo podlago za sprejemanje odločitev. Razlikujemo jih glede na izvor (npr. računovodski kazalniki), del ali celotno področje, ki ga zajemajo (podjetje, panoga), njihovo ciljno usmeritev (npr. donosnost). Slovenski računovodski standard št. 29. Razvršča kazalnike glede na izhodišče v računovodskih izkazih in glede na potrebe presojanja. Kazalniki, ki jih standard navaja, so osnova analiziranja računovodskih izkazov. Izrazna vrednost kvantitativnih kazalnikov je omejena. Posamezen kazalnik daje le delni pogled v poslovanje podjetja in zelo malo pove o razlogih za tako vrednost, primerljivosti z drugimi obdobji,

panogo in podobno. Uporabna razlaga kazalnikov in izrazna moč je možna le z upoštevanjem njihove medsebojne odvisnosti. Kazalniki se medsebojno dopolnjujejo in pojasnjujejo posamezne vrednosti. Vrednost kazalnikov je potrebno presojati tudi s pomočjo absolutnih vrednosti, iz katerih so bili izpeljani. S povezovanjem kazalnikov lažje identificiramo vzroke za določeno stanje v podjetju in bolje dojemamo njihove posledice. Hkrati so kazalniki indikatorji, ki nas spodbujajo k razmišljanju, zakaj je prišlo do takšnih vrednosti in stanj v podjetju.

V računovodskem standardu št. 29 so kazalniki smiselno povezani v soodvisnih tematskih sklopih. Standarda 29.37. in 29.38. napotujeta analitika oz. podjetje, da samo oblikuje lasten sistem kazalnikov glede na svoje potrebe.

»**29.37.** Računovodski kazalniki se izračunavajo kot predračunski in kot obračunski kazalniki, zato jih je mogoče primerjati. Podjetje izbere za svoje notranje potrebe smeri primerjanja, za zunanje potrebe pa je takšno primerjanje obvezno le, če ga zahteva standard za zunanje poročanje.

29.38. Različne računovodske kazalnike za isto leto je mogoče povezovati s seštevki ali z zmnožki, pri čemer je računovodski kazalnik višjega reda seštevke ali zmnožek računovodskih kazalnikov nižjega reda.« (Slovenski Inštitut za revizijo, 2012, str. 217)

Različni kazalniki imajo v različnih podjetjih različno izrazno moč. Za nekatere dejavnosti so lahko bistveni, za druge pa nerelevantni. Vpliv kazalnikov na boniteto podjetja je različen in ga ne moremo natančno opredeliti brez primerjave v času, s panogo, z drugimi podjetji in konkurenti.

Informacije potencialnega posojiljemalca običajno pridobi banka na podlagi vprašalnika, ki ga ima pripravljenega v ta namen in na podlagi sestanka (intervjuja) s stranko. Podatki, ki jih posreduje posojiljemalec, so podatki o svojih potrebah in namenu posojila ter podatki o poslovanju, vključno s planiranim poslovanjem v prihodnjem obdobju. Posojiljemalec da na razpolago banki računovodske izkaze za zadnja leta, dokazila o premoženju, podatke o obstoječih posojilih, poslovni načrt in druge relevantne informacije. Posojiljemalec navadno tudi razkrije svoje dobavitelje, kupce, plačilne roke, glavne konkurente in razvoj vodilnih kadrov.

Zunanji viri, ki jih lahko banka pridobi na podlagi javnih baz podatkov, postajajo vse bolj popolni, kakovostni in lahko dosegljivi. Povečuje se tudi plačljiva ponudba bonitetnih analiz različnih ponudnikov in bonitetnih hiš. Osnovni vir podatkov so letni računovodski izkazi in letna poročila podjetij. Računovodski izkazi so verodostojen dokument o poslovanju podjetja, saj so njihova vsebina, način poročanja in oblika zakonsko predpisani.

Viri znotraj banke so informacije na podlagi preteklega poslovanja z banko. Banka, pri kateri ima kreditjemalec odprt transakcijski račun, lahko na podlagi preteklega sodelovanja zelo natančno oceni redno poravnavanje obveznosti, stanje sredstev na računu, rednost prilivov, kot tudi poslovno etiko posojiljemalca. Izven poslovanja preko transakcijskega računa banka

razpolaga tudi s podatkom o danih bančnih garancijah, akreditivih in investicijah v vrednostne papirje.

Pri zajemanju računovodskih informacij mora analitik preveriti tudi njihovo verodostojnost. Posebno pozornost mora nameniti medletnim podatkom in računovodskim podatkom, ki še niso potrjeni s strani pooblaščenih revizorjev. V računovodskih poročilih se lahko pojavijo nenamerne napake ali nepravilnosti, lahko pa so posledica škodljivega delovanja, ki izhaja iz želje po okoriščenju ali dosegu drugih ciljev. T. i. kreativni prijemi v računovodstvu so lahko pozitivne ali pa negativne narave. Pozitivno naravo imajo tiste računovodske rešitve, ki z uporabo inovativnih načinov in izvirnih zamisli oblikujejo računovodska poročila na način, da prikazujejo resnično in pošteno stanje sredstev in poslovnih dogodkov v podjetju. Uporabljajo se predvsem v primerih, ko še ne obstajajo metode za evidentiranje novih kategorij poslovnih dogodkov. Pri oblikovanju novih prijemov je seveda potrebno upoštevati veljavno zakonodajo in standarde. Z izrazom »kreativno računovodstvo« v negativnem pomenu »označujemo vsako računovodsko metodo, ki ne ustreza splošno priznani praksi ali predpisanim zakonskim določilom, načelom in računovodskim standardom. Tako pripravljena informacija navadno bolj predstavlja želeno kot pa resnično stanje. Gre za proces manipuliranja z računovodskimi postavkami ali prirejanje poslovnih dogodkov ob izrabljanju nepopolnosti predpisov« (Harrington, 1993, str. 59). Taka manipuliranja so posledica želje vodstva po prikazu višjega dobička in večje rasti kapitala zaradi nagrad ali prikrivanja lastne nesposobnosti. Lahko pa tudi želje po prikazovanju slabših rezultatov od dejanskih z namenom prevzema družbe po čim nižji ceni. Kreativno računovodstvo v negativnem pomenu besede analitiku otežuje pravilno oceniti premoženjsko, prihodkovno in finančno stabilnost nekega podjetja.

Harrington (1993 str. 23–215) in Higgins (1992, str. 235) navajata najpogostejši primere kreativnega računovodstva:

- Glajenje prihodkov pomeni zniževanje dobičkov podjetja v cikličnih obdobjih, ko podjetje posluje nadpovprečno dobro z namenom prenosa dela prihodkov v obdobja, ko podjetje posluje podpovprečno. Na tak način podjetje prikazuje stabilno poslovanje in denarni tok. Zaradi skrivanja dobička je tako delovanje lahko v nasprotju z davčno zakonodajo.
- Poliranje oken pomeni proces prilagajanja računovodskih poročil na točno določen datum, ki je pomemben z vidika računovodskega poročanja. Razlogi za tako početje so lahko fiskalne narave (zniževanje davkov), lahko je njihov namen najetje posojila, izogibanje kazalnikom, ki določajo nesolventnost in podobno.
- Oblikovanje »tihih rezerv« v bilanci stanja z neustreznim vrednotenjem sredstev in obveznosti.
- Izvenbilančno financiranje podjetju omogoča prikazovanje boljše donosnosti sredstev od dejanske. Tak primer je lahko najetje dolgoročnih sredstev, brez katerih podjetje ne more poslovati, brez povečanja dolgov podjetja.
- Nepravilno oblikovanje postavk v računovodskih poročilih.

Največje tveganje, ki se je pokazalo v Sloveniji in pomembno prispevalo k izgubam bank v zadnjih letih, je bilo neustrezno vrednotenje sredstev podjetij, ki so posledično predstavljala

vir sekundarnega poplačila za bančne kredite in nepravilno zaznavanje tveganj, ki so iz tega izhajala.

2.5 Vloga kvalitativnih informacij pri analizi kreditne sposobnosti podjetja

Načini presojanja bonitete podjetja so različni in možnih je več modelov. »Model lahko pojmuje kot miselno poenostavitev stvarnosti, ki pripomore, da bolje razumemo, razlagamo in napovedujemo dogodke in stanja.« (Knez Riedl, 2000, str. 44). Modeli so dobrodošel pripomoček predvsem pri analizah kompleksnih sistemov. Razlikujemo jih po namenu uporabe, času izvedbe in stroških. Različni modeli dajejo posameznim kategorijam različne poudarke. Vsak model ima svoje prednosti in slabosti.

Za celovito presojo bonitete podjetja je potreben model, ki je prilagojen trenutnim razmeram in pričakovanjem glede uspešnosti podjetja. V kolikor analiziramo kreditno sposobnost podjetja za vračilo kredita v obdobju enega leta, bomo izbrali model, ki predvidi denarne tokove v naslednjem letu in bazirali predvsem na kvantitativne podatke o poslovanju podjetja. Dolgoročna financiranja (nekateri posojilne pogodbe se sklepajo tudi za obdobje več deset let) pa zahtevajo popolnoma drugačen in poglobljen pristop, ki vključuje tudi kvalitativne podatke iz podjetja in poslovnega okolja. Z naraščanjem trajanja obdobja financiranja se povečuje kompleksnost modelov za presojanje kreditne sposobnosti. Ugotovimo lahko, da se s podaljšanjem obdobja financiranja povečuje pomembnost kvalitativnih podatkov. S povečevanjem deleža kvalitativnih podatkov narašča tudi težavnost merjenja le-teh. Zaradi kompleksnosti se podaljšuje čas izvedbe analize in povečujejo stroški, povezani z analiziranjem. Ugotovimo lahko tudi, da obstoječi modeli podjetje obravnavajo parcialno. Razlog za tako obravnavo je predvsem v poudarjanju finančne plati, težavno pridobivanje in preverjanje panožnih podatkov, raznoliko poslovanje podjetja v več različnih panogah in nizko število vzorca podatkov, ki bi jih lahko upoštevali kot statistično relevantne. Problem se izkazuje tudi pri mladih panogah s hitrim razvojem. V teh panogah ni zgodovine poslovanja in so pod vplivom mladih, vodilnih in prodornih podjetij. Pred analizo je potrebno ugotoviti ali upoštevati celotno panogo, del panoge ali pa v celoto združiti več panog skupaj. Z upoštevanjem navedenih dejavnikov pri analizi podjetja bi odpravili slabosti klasičnih, predvsem na kvantitetne podatke orientiranih modelov presojanja bonitete.

»Namen presojanja bonitete podjetja je zagotoviti kakovostno odločitveno podlago pri:

- sklepanju novih poslovnih razmerij,
- obnavljanju, utrjevanju in krepitvi obstoječih poslovnih razmerij,
- spoznavanju in upravljanju lastne bonitete podjetja.« (Knez Riedl, 2000, str. 45)

Zaradi večje hitrosti sprememb in nestabilnih razmer v gospodarstvu postaja ugotavljanje bonitete čedalje bolj kompleksno in bolj pomembno, kot je bilo v preteklih obdobjih. Ker je ugotavljanje bonitete podlaga za poslovne odločitve postaja tudi vse bolj odgovorna dejavnost z dolgoročnimi in občutnimi posledicami. Praksa presoje bonitete na podlagi nekaj

kvantitativnih podatkov se umika celoviti presoji bonitete podjetij. Ugotavljanje bonitete vključuje tudi predvidevanje poslovanja podjetja v prihodnje.

»Rezultati kažejo, da velika slovenska podjetja še vedno dajejo prednost finančnim kazalcem uspešnosti poslovanja in uporaba nefinančnih kazalcev ne narašča. Zato menimo, da bi morala slovenska podjetja v prihodnje nameniti več pozornosti uvajanju celovitih sistemov za še bolj uravnoteženo spremljanje uspešnosti poslovanja. S tem bi bilo njihovo spremljanje uspešnosti bolj sistematično in bi zagotavljalo boljšo podlago za sprejemanje kakovostnih poslovnih odločitev. Prevladujoča vloga finančnih kazalcev uspešnosti poslovanja je sicer primerna za spremljanje učinkov finančne krize, vendar pa bodo morala podjetja, ki bodo želela tudi dolgoročno uspešno poslovati, pri svojih odločitvah upoštevati tudi nefinančne kazalce. Slednji namreč omogočajo spremljanje številnih pomembnih vidikov poslovanja, ki so ključni za doseganje dolgoročnih strateških ciljev poslovanja.« (Tekavčič, Marc, Peljhan, Ponikvar, & Šobota, 2010, str. 23)

Kvalitativni kazalniki so v razvoju. Področja, kjer se kvalitativni kazalniki zelo intenzivno razvijajo, so inovacijske dejavnosti, področje kakovosti, skrb za okolje in podobni. Večina teh kazalnikov se šele oblikuje, hkrati se pojavlja presežek različnih kazalnikov in bo prihodnja praksa ugotovila in izluščila tiste, ki so najbolj uporabni in zanesljivi. Pri analizi kvalitativnih kazalnikov pojem bonitete podjetja dopolnjuje opredelitev razvoja. Za boniteto podjetja je pomembno z naravnim in poslovnim okoljem usklajeno delovanje. Takšna opredelitev obravnava podjetje kot podsistem in poudarja okoljsko dimenzijo poslovanja.

»Glavna teoretična in konceptualna osnova so (Knez Riedl, 2000, str. 46):

- sistemska teorija,
- sodobna teorija firme,
- zamisel življenjskega cikla,
- zamisel trajnostnega razvoja ter
- teorija in ekonomika informacij.«

Sistemska teorija obravnava obnašanje in preživetje sestavljenih in razvijajočih se celot. Proučuje dogajanja, sestavine, prepletenost dogodkov in ustvarja preglednost nad temi razmerji in dogodki. S celovitim in mrežnim pregledom je možno zajeti prepletenost dejavnikov v podjetju in v okolju podjetja. Tako se izognemo enostranskim presojam, ki izvirajo iz delnega poznavanja značilnosti obravnavanega problema.

»Teorija sistemov prispeva k celoviti (holistični) sistemski analizi, za katero so značilni:

- sistemsko razmišljanje, ki vodi k sinergiji,
- opredelitev značilnosti podjetja, njegovih ključnih oseb in razmerij,
- povezava podjetij s pomembnimi dogodki v poslovnem in naravnem okolju ter širšem družbenem okolju,
- snovanje novih analitičnih orodij in meril (kazalnikov).« (Knez Riedl, 2000 str. 46)

Sodobna teorija firme izhaja iz tradicionalne teorije firme, jo dopolnjuje in odpravlja njena poenostavljena gledanja. Poudarja pomen različnih poslovnih transakcij in s transakcijami povezanih stroškov.

Zamisel življenjskega cikla išče povezave in podobnost z razvojem živih organizmov. Podjetje primerja z biološkim ciklusom življenja (nastanek, rast, spreminjanje in minevanje živih organizmov in sistemov). Podjetja razlikujemo v odvisnosti od stopnje življenjskega cikla, v katerem se podjetje v trenutku analize nahaja.

Zamisel trajnostnega razvoja se je razvila kot odgovor na uničevanje naravnega okolja in potreb po ekološkem delovanju družbe. »Najsplošnejša opredelitev trajnostnega razvoja, ki jo je podala svetovna komisija za okolje in razvoj, ga pojmuje kot razvoj, ki upošteva sedanje potrebe, ne da bi omejeval možnosti prihodnjih rodov pri kritju njihovih potreb.« (Knez Riedl, 2000, str 48)

»Trajnostni razvoj je razvoj, ki omogoča zadovoljevanje potreb sedanjosti brez ogrožanja možnosti zadovoljevanja potreb prihodnjih generacij. Vsebuje dva ključna koncepta:

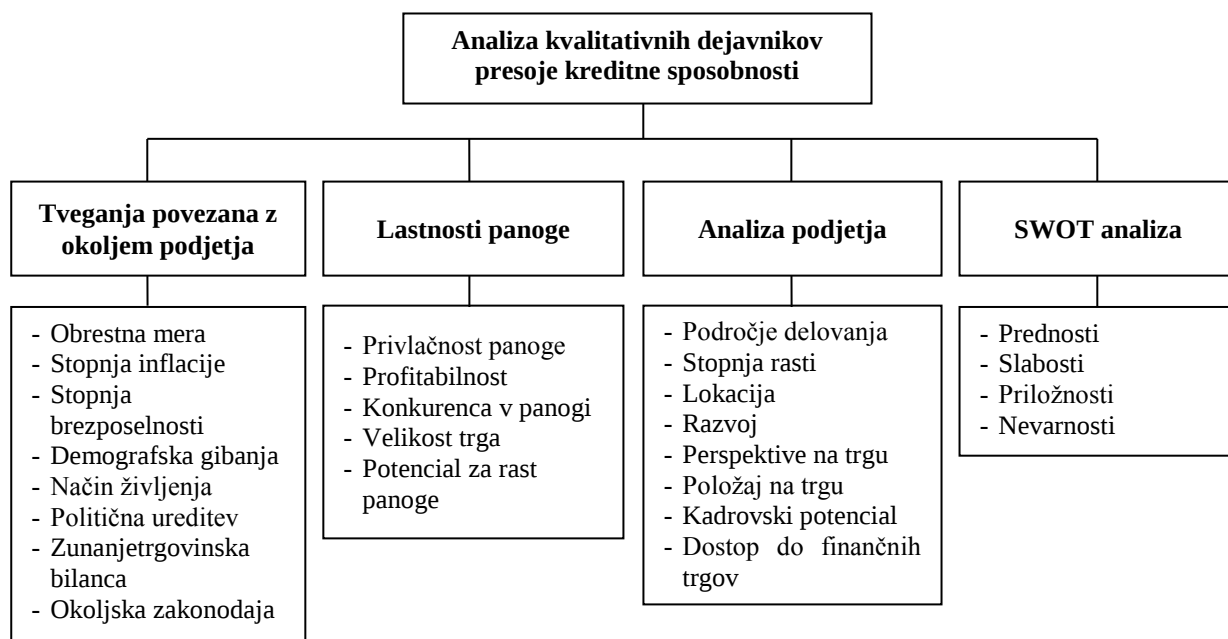
- koncept potreb, predvsem potreb revnih, katerim je potrebno dati najvišjo prioriteto in
- idejo o omejitvah, pogojenih s tehnologijo in družbeno organizacijo za zagotavljanje okolja, ki bo zadovoljilo potrebe sedanjih in bodočih generacij (International Institute of Sustainable Development, 2014, str. 3).

Ekonomika informacij je relativno mlada veda, ki proučuje vključevanje informacijskih problemov v ekonomsko teorijo. Boniteta podjetja je odvisna tudi od razpolaganja z informacijami in njihovo uporabo. Informacija je dobrina in ima zaradi redkosti svojo vrednost (ceno). Informacija nastopa v dveh vlogah: kot vstopna in kot izstopna kategorija. Cena je povezana s stroškom in posledično se pojavi vprašanje, pri katerih poslih je potrebno pridobivanje informacij, v kakšni količini, kakovosti in časovnih intervalih. Informacijo je potrebno tudi ustrezno interpretirati in pripraviti za odločanje.

»Najpogostejša opredelitev "informacijske ekonomije" je tista, ki razlikuje med industrijskim sektorjem na področju materialnih dobrin in energije ter na področju informacij. Informacijski sektor vključuje preoblikovanje informacij iz ene oblike v drugo. Gospodarstvo postane informacijsko gospodarstvo, ko vrednost realizacije v informacijskem sektorju preseže vrednost realizacije v sektorjih, povezanih s proizvodnjo materialnih dobrin, in energetiki.« (Ambrosi, 2013, str. 28)

Med kvalitativne dejavnike štejemo poslovno kulturo v podjetju, ugled, strokovnost vodstva, ustreznost organizacije, klimo v podjetju, okoljsko ozaveščenost in druge dejavnike. Dejavnike delimo tudi na notranje dejavnike (npr. poslovodstvo, strategije, klima, organiziranost, učinkovitost) in na zunanje dejavnike (povpraševanje, intenzivnost konkurence, spremembe tehnologije, zakonodajno okolje, dostopnost do kapitala in podobno). Na Sliki 3 je shematski prikaz analize kvalitativnih dejavnikov.

Slika 3: Analiza kvalitativnih dejavnikov



Vir: T. Drmaž, *Kako se odločati o odobritvi posojila?*, 1997, str. 14.

2.6 Pregled metod določanja kreditne sposobnosti podjetja

Za pravilno izbiro metode določanja kreditne sposobnosti podjetja mora analitik poznati različne metode, njihove posebnosti, namen, globino analize, obseg potrebnih podatkov in druge lastnosti, ki pomembno vplivajo na stroške in čas potreben za izvedbo analize. Na podlagi poznavanja lastnosti posamezne metode izbere tisto, ki je najprimernejša za njegove potrebe in namen. Ob tem je potrebno upoštevati omejitve glede razpoložljivosti podatkov in časovnega okvirja analize.

2.6.1. Analiza s finančnimi kazalniki

SRS v standardu št. 29 opredeljujejo 62 računovodskih kazalnikov, katere lahko uporabimo pri določanju kreditne sposobnosti podjetja. Zaradi njihove številčnosti pri posamični analizi ne moremo upoštevati vseh. Pri njihovem izboru in določanju informacijske vrednosti moramo upoštevati njihovo gibanje v času (trend), namen analize in rezultate presojati v primerjavi z drugimi podjetji v panogi. Kot navaja Marmor (1993, str. 396), od vseh možnih kazalnikov se jih v praksi uporablja okrog 40. Analiza na podlagi računovodskih kazalnikov nam ne poda neposrednih odgovorov na vprašanja o boniteti obravnavanega podjetja in njegovi kreditni sposobnosti, predstavlja pa temeljne kvantitativne informacije, ki jih v procesu poglobljene analize dopolnimo z drugimi kvalitativnimi informacijami.

»S finančno analizo, ki temelji na računovodskih izkazih poslovanja podjetja in na določenih tržnih vrednostih, skušamo pridobiti predvsem informacije o učinkovitosti in uspešnosti poslovanja podjetja v preteklosti.« (Mramor, 1993, str. 2)

Finančni kazalnik lahko opredelimo kot razmerje med posameznimi postavkami iz računovodskih izkazov s smiselno vsebino, kar daje kazalnikom uporabno vrednost. Po SRS (standardi od št. 29.29. do št. 29.36) je za presojanje podjetja predvidenih osem skupin kazalnikov:

- Temeljni kazalniki stanja financiranja (vlaganja),
- Temeljni kazalniki stanja investiranja (naložbenja),
- Temeljni kazalniki vodoravnega finančnega ustroja,
- Temeljni kazalniki obračanja,
- Temeljni kazalniki gospodarnosti,
- Temeljni kazalniki dobičkonosnosti (v primeru izgube negativne dobičkonosnosti),
- Temeljni kazalniki dohodkovnosti,
- Glede na izhodišče v izkazu denarnih tokov se pojavljajo še računovodski kazalniki denarne tokovnosti.

Kazalniki, izračunani na podlagi računovodskih kategorij, ne vsebujejo vseh informacij o podjetju. Pri njihovi interpretaciji je potrebno upoštevati omejitve:

- Informacije prikazujejo vrednostno. Poslovanje podjetja pa vsebuje tudi informacije in poslovne dogodke, ki jih ne moremo vrednostno izraziti.
- Temeljijo na računovodskih pravilih, ki vsebujejo tudi ocene in presoje vodstva podjetja o bodočem poslovanju. Povečuje se vloga revizorjev pri potrjevanju pravih ocen in presoji bodočih poslovnih dogodkov.
- Podajo nam natančno sliko o poslovanju podjetja v preteklosti. Na podlagi preteklega poslovanja lahko določimo natančen trend poslovanja v prihodnje, katerega veljavnosti pa ne moremo z gotovostjo potrditi.
- Računovodski podatki ne predstavljajo ažurne informacije, izračunani in objavljeni so z zamikom. V skladu s SRS in ZGD je rok za oddajo zaključnih računov do 31. marca za preteklo leto. Rok za oddajo revidiranih izkazov je do 31. avgusta. Ko so računovodski podatki dokončni in razpoložljivi, so njihove informacije že zastarele.

Za praktično uporabo analitiki izmed vseh kazalnikov izberejo tiste kazalnike, ki ustrezajo namenu analize: višina kreditnega tveganja, ustrezni donosnosti projekta, ustreznosti zneska financiranja ipd. Banke pri presoji kreditne sposobnosti najpogosteje uporabijo:

- kazalnike za izračun likvidnosti podjetja (kratkoročni, pospešeni in hitri koeficient),
- kazalnike o obvladovanju virov in sredstev ter njihovo vsebinsko in časovno usklajenost (obračanje zalog, terjatev, likvidnostna vrzel) in
- kazalnike donosnosti sredstev (donosnost sredstev, kapitala, dobičkovnost prihodkov).

Izračun finančnih kazalnikov je matematično določen in s tega vidika enostaven in pregleden. Slaba stran finančnih kazalnikov pa je, da dajejo parcialno sliko o poslovanju podjetja – vsak kazalnik za svoje področje in v točno določenem trenutku. Za boljšo interpretacijo kazalnikov je potrebno upoštevati njihovo medsebojno povezanost in odvisnost. Prav tako je ključnega

pomena specifičnost poslovanja posamezne panoge, ki ima vsaka različno optimalno vrednost kazalnikov. Ključni element je tudi kakovost pridobljenih podatkov in njihova ažurnost. Običajno so na razpolago bilančni podatki za preteklo poslovno leto, kar pa vedno ne zadošča in je za namen analize potrebno pridobiti tudi podatke o medletnem poslovanju.

2.6.2 Logistična regresija – analiza z modelom Logit

Model Logit uporabljamo za napoved verjetnosti nevračila vrednosti nove investicije. Je enostaven in omogoča hitro presojo, temelji na logistični regresiji. Predpostavlja, da je verjetnost neplačila porazdeljena po funkciji, ki predpostavlja logistično porazdelitev. Uporabljamo šest različno ponderiranih kazalnikov, ki izhajajo iz računovodskih izkazov podjetja in so povezani z likvidnostjo (Košiček, 1998, str. 51):

X_1 = (gotovina + likvidni vrednostni papirji) / celotna sredstva

X_2 = prihodki od prodaje / celotna sredstva

X_3 = dobiček iz poslovanja / celotna sredstva

X_4 = celotne obveznosti / celotna sredstva

X_5 = stalna sredstva / čisto premoženje

X_6 = čista obratna sredstva / prihodki od prodaje

Izračun je naslednji: $Z = -2,0434 - 5,24 \cdot X_1 + 0,005 \cdot X_2 - 6,6507 \cdot X_3 + 4,4009 \cdot X_4 - 0,0791 \cdot X_5 - 0,1020 \cdot X_6$, če znaša vrednost $Z > 0,50$, naložbo opredelimo kot tvegano.

Prednosti modela sta enostavnost in hitrost. Podatki, ki jih model zahteva, so lahko dostopni in javni. Slabosti pa v veliki meri izhajajo ravno iz teh prednosti; model je površen, ne upošteva posebnosti panoge in soodvisnosti kazalnikov. Kazalnik tudi ne upošteva kvalitativnih informacij. Primeren je za analizo podjetij z nizko izpostavljenostjo ali za preliminarno analizo za sprejetje odločitve, če sploh pristopiti k bolj poglobljeni analizi podjetja. Zaradi enostavnosti in hitrosti je primeren tudi za komercialno službo za detektiranje podjetij, zanimivih s trženjskega vidika.

»Prednost uporabe logistične regresije je v tem, da ne predpostavlja multivariantne normalne porazdelitve neodvisnih spremenljivk in linearnega razmerja med odvisno in neodvisno spremenljivko. Prav tako ne predpostavlja homoskedastičnosti. Zahteva pa dovolj velik vzorec. Glavna slabost uporabe logistične regresije je občutljivost na multikolinearnost. Posledica njene prisotnosti je večja standardna napaka ocene parametrov modela in večja standardna napaka napovedi.« (AJPES, 2013, str. 11)

2.6.3 A-score model

A-score model je primeren za napovedovanje uspešnosti poslovanja majhnih podjetij, ki se šele začenjajo razvijati. Zaradi krajše zgodovine poslovanja podjetja metoda daje večji poudarek kvalitativnim informacijam. Kot navaja Košiček (1998, str. 68), informacije pridobimo in ocenimo na podlagi vprašalnika, ki je prikazan v Tabeli 3:

Tabela 3: Informacije za vrednotenje bonitete na podlagi A score modela

	opis	max.	ocena
defekti v managementu	Izvršni direktor je avtokrat	8	
	Hkrati je tudi generalni direktor	4	
	Pasivna uprava	2	
	Strokovno neuravnotežena uprava (preveč inženirjev oz. preveč finančnikov)	2	
	slab finančni direktor	2	
	Management je brez "globine"	1	
defekti v računovodstvu	Ni finančnega nadzora	3	
	Ni rednega načrta denarnih tokov	3	
	Slabo stroškovno računovodstvo	3	
	Slab odziv na spremembe, zastareli proizvodi, proizvodnja	15	
napake	Visoka zadolženost. Podjetje lahko zaide v težave iz različnih razlogov.	15	
	Podjetje raste hitreje, kot se lahko financira. Prenizka vrednost kapitala za vrsto in obseg poslovanja.	15	
	Propad večjega projekta. Obveznosti, ki jih podjetje ne more izpolniti v primeru nerealizacije.	15	
simptomi	Finančni signali so blizu kritične vrednosti.	4	
	Kreativno računovodstvo. Izvršni direktor prikriva znake neuspeha pred kreditodajalci in bankami.	4	
	Nefinančni signali (nered v pisarnah, bolezenske odsotnosti, visoka fluktuacija, slaba klima ipd.)	4	
seštevek točk			

Vir: A. Košiček, *Kreditna analiza podjetaj v finančnih institucijah*, 1998, str. 68.

Posameznim dejavnikom v vprašalniku določimo ustrezno število točk ter točke seštejemo. Število točk je omejeno z zgornjo mejo po posameznih dejavnikih. Glede na rezultat podjetja razvrstimo na podjetja v krizi in na dobro poslujoča podjetja. Kriteriji za razvrstitev so naslednji:

- 0 točk pomeni idealno podjetje,
- vrednosti med 18 in 25 pomenijo nevarnost bankrota,
- več kot 25 točk imajo podjetja, ki so zašla v težave.

Metoda je prilagojena podjetjem, za katera ne razpolagamo s kvantitativnimi informacijami, kar je pomembno pri interpretaciji rezultata. Sama po sebi se ponuja kombinacija te metode s predhodno obravnavno metodo. Odvisno od namena in razpoložljivih informacij se metodi smiselno in vsebinsko dopolnjujeta.

2.6.4. Dupontov sistem kazalnikov

»Sistem medsebojno povezanih kazalnikov, ki se je uveljavil pod imenom Dupontova analiza, je dobil ime po ameriškem podjetju Dupont, kjer so ga razvili in pričeli uporabljati konec dvajsetih let prejšnjega stoletja. Njegovo bistvo je, da dobičkonosnost kapitala (angl. *return on equity* – ROE) kot temeljni kazalnik uspešnosti poslovanja, ki zanima lastnike podjetij, razčleni na zmnožek treh kazalcev: dobičkovnost prihodkov (angl. *profit margin*), obračanje sredstev (angl. *asset turnover*) in razmerje med sredstvi in kapitalom (angl. *leverage*).« (Tekavčič, 2004, str. 2)

Dupontov sistem je sistem medsebojno povezanih kazalnikov, ki temelji predvsem na podatkih računovodskih poročil podjetja. Dobičkonosnost kapitala razčlenjuje zmnožek dobičkonosnosti prihodkov, obračanja sredstev ter količnika med sredstvi in kapitalom. Formule za izračun, povzete po spletni strani Pantheon (Pantheon u-site, b.l.) so naslednje:

$$\begin{aligned} & \text{Dobičkonosnost kapitala (ROE)} \\ &= \text{dobičkovnost prihodkov} * \text{obračanje sredstev} * \frac{\text{sredstva (povprečna)}}{\text{kapital (povprečen)}}^3 \quad (1) \end{aligned}$$

- Dobičkonosnost kapitala je količnik med neto dobičkom in povprečnim kapitalom.
- Dobičkovnost prihodkov je količnik med neto dobičkom in prihodki.
- Obračanje sredstev je količnik med prihodki in povprečnimi sredstvi.

Formulo lahko razčlenimo: dobičkonosnost kapitala je količnik med neto dobičkom in povprečnim kapitalom:

$$ROE = \frac{\text{neto dobiček}}{\text{kapital}} \quad (2)$$

in pomnožimo s celotnimi sredstvi:

$$ROE = \frac{\text{neto dobiček}}{\text{celotna sredstva}} * \frac{\text{celotna sredstva}}{\text{kapital}} \quad (3)$$

ter prihodki od prodaje:

$$ROE = \frac{\text{neto dobiček}}{\text{prihodki od prodaje}} * \frac{\text{celotna sredstva}}{\text{kapital}} * \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{celotna sredstva}} \quad (4)$$

kar je enako:

$$\begin{aligned} & \text{Dobičkonosnost kapitala (ROE)} \\ &= \text{dobičkovnost prihodkov} * \frac{\text{sredstva}}{\text{kapital}} * \text{obračanje sredstev} \quad (5) \end{aligned}$$

Spremenljivke, ki jih uporablja Dupontov sistem kazalnikov, so vključene v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida, ki sta obvezni in javni računovodski poročili. Pridobivanje vhodnih podatkov je enostavno, poceni in hitro. Kazalniki obravnavajo samo trde dejavnike poslovanja in zelo malo povejo o mehkih dejavnikih. Za ustrezno presojo jih je potrebno ustrezno interpretirati. Nizek kapital lahko bistveno povečuje njegovo donosnost, a hkrati negativno vpliva na stabilnost podjetja, ki za poslovanje uporablja predvsem tuje vire. Dupontov sistem s pomočjo nekaj kazalnikov celovito prikaže poslovanje podjetja.

³ V strokovni literaturi lahko zasledimo različna poimenovanja kapitala družbe (angl.: *equity*), kot so lastniški kapital, lastni kapital ipd.. V magistrski nalogi uporabljam izraz kapital v skladu s pojmovanjem kapitala po SRS, ki kapital opredeljujejo kot obveznost družbe do lastnikov, ki zapade v plačilo, če družba preneha delovati.

2.6.5. Altmanov model

Altmanov model uporablja podoben način določanja bonitete podjetja kot model Logit, razvoj obrazca je potekal z analizo in primerjavo 33 podjetij, ki so bankrotirala in drugih 33 donosnih, a hkrati podobnih podjetij. S pomočjo Altmanovega obrazca lahko hitro presodimo boniteto finančnega stanja podjetja. Razvili so ga leta 1968 v ZDA in dopolnili leta 1983, avtor je E. I. Altman, sestavlja ga pet finančnih kazalnikov in seštevek ponderjev teh kazalnikov. Seštevek ponderiranih kazalnikov se imenuje Z-kazalnik ali Z-faktor. Pri analizi po tej metodi uporabljamo 5 različno ponderiranih kazalnikov (Železnik Kohek, 2002, str. 46–48):

X_1 = obratna sredstva/celotna sredstva

X_2 = zadržani dobiček/celotna sredstva

X_3 = dobiček iz poslovanja/celotna sredstva

X_4 = tržna vrednost delnic oz. vrednost kapitala/knjigovodska vrednost celotnih obveznosti

X_5 = prihodki od prodaje/celotna sredstva

Na podlagi navedenih kazalnikov izračunamo vrednost Z-kazalnika s tremi različnimi modeli:

$$Z = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 1,0 * X_5 \quad (6)$$

Vrednost nad 2,99 imajo finančno močna podjetja. Če je vrednost nižja od 1,81, je podjetje v težavah. Pri vrednosti 2,675 je meja med nevarnostjo bankrota in verjetnostjo za uspešno poslovanje.

$$Z = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5 \quad (7)$$

Če je vrednost $Z < 1,23$, je podjetje v krizi, če je vrednost $Z > 2,9$, je podjetje uspešno.

$$Z = 6,56 * X_1 + 3,26 * X_2 + 6,72 * X_3 + 1,05 * X_4 \quad (8)$$

Če je vrednost $Z < 1,1$ je podjetje v krizi, če je vrednost $Z > 2,6$, je podjetje uspešno. Posebnost tega izračuna je, da se za izračun X_1 uporabijo čista obratna sredstva.

Altmanov kazalnik nam omogoča hkratno ugotovitev finančne stabilnosti, kreditne sposobnosti podjetja ter zmožnost izboljšav oz. sprememb navedenega. Altmanov kazalnik je do neke mere za podjetja diskriminatoren, saj je lahko npr. tržna vrednost podjetja vrednotena na več načinov. Primeren je za hitro oceno, vendar je za poglobljeno oceno potrebno preveriti še druge tehtne dejavnike. Podobno kot pri modelu Logit sta prednosti modela enostavnost in hitrost ter relativna enostavnost pridobivanja potrebnih podatkov. Kazalnik tudi ne upošteva kvalitativne informacije. Uporabimo ga lahko za analizo podjetij z nizko izpostavljenostjo ali za preliminarno analizo.

2.6.6. (A&P) Weinrichov model

Weinrichov model uporablja vrednosti iz računovodskih izkazov. Podobno kot Altmanov model izhaja iz empiričnih raziskav in primerjav različnih podjetij. Sestavljen je iz osmih finančnih kazalnikov in točkovanja rezultatov. Končno oceno dobimo s točkovanjem vrednosti kazalnikov (Repovž, 1993, str. 19–21):

$$K_1 = (\text{kapital} / \text{dolgovi}) * 100$$

$$K_2 = (\text{likvidna sredstva}^4 / \text{obveznosti do virov sredstev}) * 100$$

$$K_3 = ((\text{hitro unovčljiva sredstva}^5 - \text{kratkoročne obveznosti}) / \text{odhodki iz poslovanja}) * 100$$

$$K_4 = ((\text{dobiček} + \text{odhodki iz financiranja}) / \text{obveznosti do virov sredstev}) * 100$$

$$K_5 = (\text{prihodki od poslovanja} / \text{obveznosti do virov sredstev}) * 100$$

$$K_6 = (\text{dolgovi} / \text{neto finančni tok}^6) * 100$$

$$K_7 = ((\text{dolgovi} + \text{hitro unovčljiva sredstva}) / \text{podjetniški neto prejemki}^7) * 100$$

$$K_8 = ((\text{obveznosti do dobaviteljev} + \text{lastne menice}) / \text{nabava materiala})$$

Kot je prikazano v Tabeli 4, na podlagi vrednosti posameznega kazalnika K določimo število točk, ki pripadajo izračunani vrednosti kazalnika. Skupni seštevek točkovanja nam s pripadajočimi ocenami poda hitro kreditno oceno podjetja.

Tabela 4: Ocenitev kazalnikov po Weinrichu

točke kazalniki	ocenitev kazalnikov				
	1	2	3	4	5
K ₁	> 43,3	> 12,1	> 8,5	> -4,7	< -4,7
K ₂	> 7,5	> 2,0	> 0,9	> 0,2	< 0,2
K ₃	> -8,8	> 29,3	> -46,2	> -89,9	< -89,9
K ₄	> 21,3	> 7,2	> 4,3	> 0,9	< 0,9
K ₅	> 257,4	> 200,7	> 90,7	> 62,1	< 62,1
K ₆	< 284,9	> 1210,3	< 1451,7	< 9989,9	> 9990,0
K ₇	< 165,3	> 1168,3	< 1231,2	< 9989,9	> 9990,0
K ₈	< 9,7	> 27,8	< 47,9	< 79,9	> 79,9

Vir: L. Repovž, *Finančna sanacija podjetij*, 1993, str. 20.

Na podlagi števila točk določimo razrede tveganja:

1. razred tveganja: 8–18 točk, zelo dobro podjetje,
2. razred tveganja: 14–24 točk, dobro podjetje,
3. razred tveganja: 24–32 točk, ogroženo podjetje,
4. razred tveganja: nad 32 točk, zelo ogroženo podjetje.

⁴ Likvidna sredstva = obratna sredstva – zaloge

⁵ Hitro unovčljiva sredstva so denar in vrednostni papirji.

⁶ Neto finančni tok = čisti dobiček + amortizacija + rezervacije + razlika v razmejitev + nerazporejeni dobiček iz preteklih let

⁷ Podjetniški neto prejemki = neto finančni tok +/- zaloge +/- avansi

2.6.7 Kraličkov model – Quicktest

Kraličkov model (angl. *Kralicek Quicktest*) je analitični finančni test, ki je prilagojen in namenjen uporabi predvsem v Srednji Evropi. Njegov namen je ugotavljanje finančne uspešnosti podjetja in donosnosti sredstev. S pomočjo štirih podrejenih kazalnikov izmerimo tveganost zadolževanja, likvidnost, rentabilnost in uspeh poslovanja. Rezultat izrazimo z oceno 1 do 5, pri čemer 1 pomeni najboljšo oceno, 5 pa najslabšo. Test ne upošteva posebnosti dejavnosti podjetja, ampak presoja le računovodske dejavnike. (Datalab Pantheon, b.l.)

Za izračun vrednosti po Kraličkovem modelu se uporabljajo naslednje računovodske kategorije:

- celotne obveznosti,
- skupaj kapital in obveznosti,
- kapital,
- poslovni prihodki,
- obresti na kapital,
- amortizacija,
- dobiček po obdavčitvi.

Interpretacija rezultatov po obravnavanem modelu je prikazana v naslednji tabeli.

Tabela 5: Pomen rezultatov po Kraličkovem modelu

Ocena Kazalnik	Odlično (1)	Prav dobro (2)	Dobro (3)	Slabo (4)	Nevarnost plačilne nesposobnosti (5)
Delež lastnega kapitala v vseh obveznostih	> 30	>= 20	>= 10	< 10	negativen rezultat
Čas odplačljivosti dolga v letih	< 3	<= 5	<= 12	<= 30	> 30
Odstotek dobičkonosnosti kapitala	> 15	> 12	>= 8	< 8	negativen rezultat
Delež denarnega toka v poslovnih prihodkih	> 10	>= 8	>= 5	< 5	negativen rezultat

Vir: Datalab Pantheon, b.l.

Prva dva kazalnika nam podata oceno finančne stabilnosti, srednja vrednost drugih dveh kazalnikov pa nam poda oceno celotnega uspeha in dobičkonosnosti.

2.6.8 Kraličkov model – MDA metoda

Primeren je za presojo bonitete podjetij v stabilnih gospodarstvih. Model daje največji pomen dobičkonosnosti in likvidnosti sredstev ter plačilni sposobnosti podjetja. S povezavo kazalnikov oblikujemo končno bonitetno oceno podjetja. Izračun omogoča simulacijo

spreminjanja bonitete podjetja glede na spreminjanje števca ali imenovalca posameznega kazalnika.

Za določitev bonitete je potrebno izračunati naslednje vrednosti (Repovž, 1997, str. 359):

X_1 = čisti denarni tok/obveznosti (dolgovi)

X_2 = celotna sredstva/obveznosti (dolgovi)

X_3 = celotni dobiček/celotna sredstva

X_4 = celotni dobiček/celotni prihodki

X_5 = zaloge/poslovni prihodki

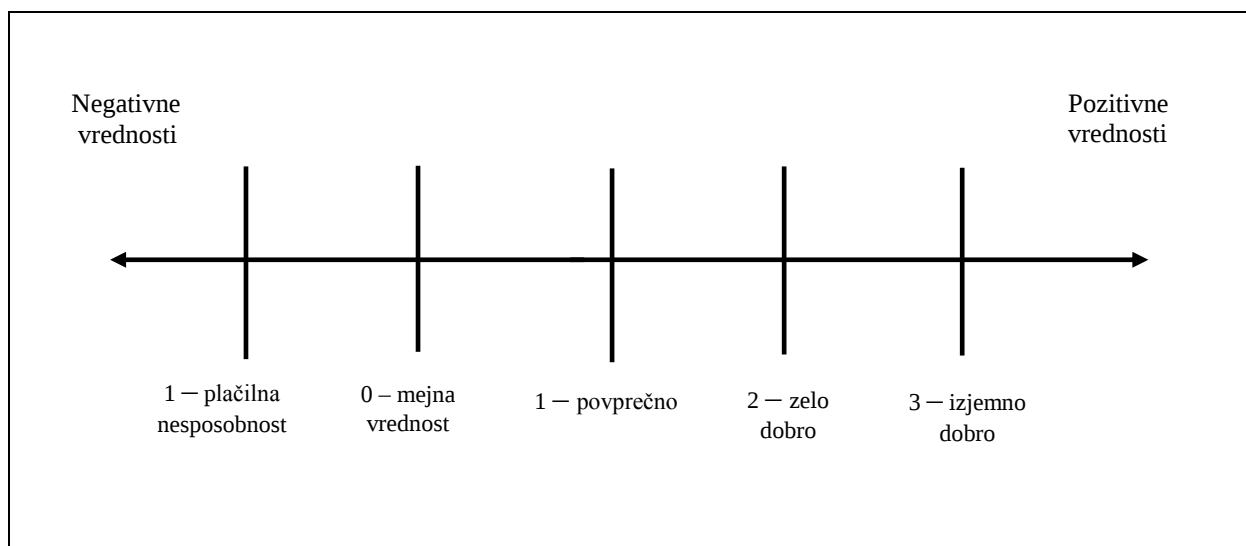
X_6 = poslovni prihodki/celotna sredstva

Nadalje, po tej metodi izračunamo t. i. diskriminantno funkcijo (DF):

$$DF = 1,5 * X_1 + 0,08 * X_2 + 10 * X_3 + 5 * X_4 + X_5 + 0,1 * X_6 \quad (9)$$

Pozitivne vrednosti diskriminantne funkcije pomenijo višjo boniteto, negativne vrednosti pa nižjo boniteto. Višja je vrednost DF, bolj je podjetje uspešno, in nižja je vrednost DF, bolj je podjetje ogroženo in plačilno nesposobno. Za boljšo določitev bonitete podjetja je potrebno analizirati podatke za najmanj tri pretekla leta in poleg absolutnih vrednosti opazovati tudi trend gibanja kazalnikov.

Slika 4: Lestvica ocene podjetja po Kraličkovi MDA metodi



Vir: L. Repovž, *Finančna sanacija podjetij*, 1997, str. 359.

2.6.9 Beaver model

Kot večina kvantitativnih metod tudi Beaver model temelji na računovodskih poročilih podjetij. Je zelo poenostavljen in hkrati eden prvih praktičnih statističnih modelov (tudi zato

ga navajam). Z izračunom in analizo treh kazalnikov napoveduje možnost bankrota podjetja. Kazalniki so naslednji (Beaver & Mauren, 2005, str. 29):

K_1 = denarni tok/vsa sredstva

K_2 = čisti prihodki/obveznosti (dolgovi)

K_3 = denarni tok/obveznosti (dolgovi)

Ko je razvidno iz Tabele 6, je za vsak posamezni kazalnik določena mejna vrednost. Podjetja z vrednostjo kazalnika, višjo od mejne vrednosti so potencialno uspešna, podjetja z vrednostjo kazalnika, nižjo od mejne vrednosti, pa so potencialno neuspešna.

Tabela 6: Natančnost klasifikacije modela Beaver⁸

št. let pred insolventnostjo	kazalnik	denarni tok / skupna sredstva	čisti prihodki / dolgovi	denarni tok / dolgovi	velikost vzorca
1		0,1	0,13	0,15	158
		(0.10)	(0.10)	(0.08)	
2		0.20	0,21	0.20	153
		(0.17)	(0.18)	(0.16)	
3		0.24	0,23	0.22	150
		(0.20)	(0.23)	(0.20)	
4		0,28	0.24	0.26	128
		(0.26)	(0.24)	(0.26)	
5		0.28	0.22	0.32	117
		(0.25)	(0.22)	(0.26)	

Vir: W. Beaver, & F. Mauren, *Have Financial Statements Become Less Informative?* 2005, str. 33.

Podjetja so klasificirana v pet razredov, ki so izraženi v številu let pred insolventnostjo. Številke v oklepajih prikazujejo delež napačno klasificiranih podjetij v originalnem vzorcu. Ugotovimo lahko, da delež napačno klasificiranih podjetij narašča skupaj s številom let pred insolvenčnostjo.

2.6.10 Chesserjev model

Chesserjev model je namenjen ugotavljanju verjetnosti, ali podjetje ustvarja dovolj velik denarni tok, da bo poplačalo najeto posojilo. Podobno kot pri drugih modeli tudi Chesserjev model temelji na seštevku različno ponderiranih kazalnikov, izračunanih iz računovodskih poročil. (Pantheon U-SITE, b.l.) V Tabeli 7 je sistematično prikazan izračun kazalnikov in njihov pomen.

⁸ Verjetnost bankrota podjetja je izražena s številom let pred insolventnostjo.

Tabela 7.: Kazalniki v Chesserjevem modelu:

Chesser X1: gotovina/celotna sredstva	$\frac{\text{Gotovina} * 5,24}{\text{Celotna sredstva}}$	Kakšen je delež gotovine proti vsem sredstvom?
Chesser X2: neto prodaja/gotovina	$\frac{\text{Neto prodaja} * 0,0053}{\text{Gotovina}}$	Kakšen je delež neto prodaje proti gotovini?
Chesser X3: dobiček pred obdavčitvijo/celotna sredstva	$\frac{\text{Dobiček pred davki} * 6,6507}{\text{Celotna sredstva}}$	Kakšno je razmerje med dobičkom pred obdavčitvijo in vsemi sredstvi?
Chesser X4: celoten dolg/celotna sredstva	$\frac{\text{Celoten dolg} * 4,409}{\text{Celotna sredstva}}$	Kakšno je razmerje dolga proti celotnim sredstvom?
Chesser X5: dolgoročna sredstva/neto vrednost	$\frac{\text{Dolgo. sredstva} * 0,0791}{\text{Celotna sredstva}}$	Kakšno je razmerje med dolgoročnimi sredstvi ter celotnimi sredstvi?
Chesser X6: obratna sredstva/neto prodaja	$\frac{\text{Kratko. sredstva} * 0,102}{\text{Neto prodaja}}$	Kakšno je razmerje med kratkoročnimi sredstvi ter neto prodajo?

Vir: Datalab Pantheon, Pantheon u-site, b.l.

S seštevkom vsek kazalnikov, pomnoženih z ustreznim ponderjem, dobimo vrednost Y:

$$Y = -2,043 + \text{Chesser X1} + \text{Chesser X2} + \text{Chesser X3} + \text{Chesser X4} + \text{Chesser X5} + \text{Chesser X6} \quad (10)$$

In izračunamo verjetnost nezmožnosti poplčila kredita po naslednji formuli:

$$P = \left(\frac{1}{1 + e^{-y}} \right) \quad (11)$$

Če je vrednost P manjša ali enaka 0,5, podjetje ustvarja dovolj velik denarni tok, da bo sposobno odplačati posojilo. V primeru, da je vrednost P višja od 0,5, podjetje ni likvidno in posojila ne bo moglo odplačati.

2.6.11 Model Zmijewskega

Ta sintetični kazalnik, ki je bil razvit leta 1984, se uporablja za ugotavljanje verjetnosti bankrota podjetja. Model Zmijewskega zajema kazalnike, ki merijo uspešnost poslovanja, zadolženost ter likvidnost podjetja. Navedena kombinacija kazalnikov ne izhaja le iz teoretične osnove, ampak je nastala na podlagi raziskovanj ter študij. Zmijewski model tako temelji na podatkih iz 800 podjetij, ki niso bankrotirala, ter na podatkih 40 podjetij, ki so svoje poslovanje končala s stečajem. (Pantheon u-site, b.l.)

Podobno kot predhodni modeli vrednost Y izračunamo s seštevkom ponderiranih kazalnikov. Ključni del enačbe so ponderji, določeni na podlagi analiz:

$$Y = -4,3 - 4,5 \cdot X1 + 5,7 \cdot X2 - 0,004 \cdot X3 \quad (12)$$

Posamezni kazalniki so naslednji:

- $X1$ = neto dobiček/celotna sredstva,
- $X2$ = celotni dolg/celotna sredstva,
- $X3$ = kratkoročna sredstva/kratkoročne obveznosti.

-

Rezultat P izračunamo po enaki formuli kot pri prejšnjem modelu:

$$P = \left(\frac{1}{1 + e^{-y}} \right) \quad (13)$$

Če je končni rezultat višji od 0,5, podjetju grozi insolvenčnost. Če kazalnik P nižji od 0,5, je podjetje likvidno in njegov obstoj ni ogrožen.

2.6.12 Metoda petih C

Metoda je ena najpogostejših metod za določanje bonitete podjetja. Ime metode izhaja iz petih lastnosti podjetja, na katerih temelji določanje bonitete. Knez Riedl (2000, str. 37) jih opisuje tako:

- *Capacity*; sposobnost je najpomembnejša lastnost. Kaže dolžnikovo plačilno sposobnost na podlagi preteklega poslovanja, ogleda podjetja, tehničnih zmogljivosti in poslovnih metod. Poudarek je na sposobnosti ohranjanja likvidnosti sredstev in ohranjanja trajnega dobička. Posojilodajalci upoštevajo denarni tok preteklih treh let in projekcijo dobička v naslednjih letih. Upoštevajo tudi možnost poplčila obveznosti iz sekundarnih virov.
- *Capital*; kapital je splošni finančni položaj podjetja, razviden iz kazalnikov. Zajema premoženje podjetja in predvsem njegove vire. V primeru, da so lastniki podjetja zagotovili lasten kapital v dovolj visokem deležu, so veliko bolj motivirani, da bo investicija, za katero se podjetje zadolžuje, uspešna.
- *Collaterals*; so dodatna jamstva in sredstva zavarovanja posojila. Govori o tržni vrednosti sredstev, s katerimi razpolaga podjetje in možnostjo unovčitve te vrednosti v primeru likvidacijske prodaje, če podjetje ne bi bilo zmožno odplačevati dolgov. Posojilodajalcu zagotavlja alternativni vir poplčila terjatev. Posojilodajalec mora natančno ovrednotiti vrednost zavarovanj.
- *Conditions*; zajemajo poslovno okolje, zunanje vplive, vpliv splošnih ekonomskih teženj, konjunkturalnih gibanj, tehnoloških okoliščin, položaj panoge in položaj gospodarstva.
- *Character*; verjetnost, da bo dolžnik poravnal dolg. Vsebuje posojilodajalčevo osebno mnenje, da bo posojilojemalec poravnal dolg. Pri tej lastnosti se sprašujemo o poštenosti, integriteti, zanesljivosti in poslovodskih sposobnostih posojilojemalca.

Po mnenju kritikov metoda daje prevelik poudarek računovodskim dejavnikom z vsemi njihovimi slabostmi zaradi različnih metodologij in zanemarja kvalitativne dejavnike. Zato so metodologijo dopolnili še z dvema dodatnima dejavnikoma:

- *Customer relationship*; izkušnje iz preteklega poslovanja s komitentom in
- *Competition*; konkurenčno okolje podjetja.

2.6.13 Metoda Campari

Je eden najstarejših, a še vedno aktualnih modelov. Metoda Campari je podobna metodi petih C in odpravlja slabost neupoštevanja kvalitativnih podatkov. Večjo pozornost namenja mehkim dejavnikom poslovanja podjetja. Metoda se osredotoča predvsem na kreditne posle. Obravnava naslednje sestavine (Knez Riedl, 2000, str. 38):

- *Character*; ljudje, proizvodi, zgodovina. (Ali verjamemo vodstvu, da je odkrito, pošteno in zaupanja vredno?)
- *Ability*; zmožnost plačila. (Kakšne sposobnosti, znanja in izkušnje imajo zaposleni?)
- *Margin* (tudi *management*⁹); nagrada, razlika. (Kako so v podjetju organizirane ključne dejavnosti, katere cilje zasledujejo?)
- *Purpose*; razlog za kreditni zahtevek. (Ali obstaja jasen namen porabe pridobljenih sredstev in jasna dinamika vračila kredita?)
- *Amount*; (Ali zahtevani znesek ustrezen in zadošča potrebam?)
- *Repayment*; izvedljivost načrta, finančna ocena vira in časovna dinamika vračila posojila, upoštevajoč ključna tveganja.
- *Insurance*; razpoložljiva in zahtevana zavarovanja, jamstva.

Nekateri sodobni viri sestavinam CAMPARI dodajajo še tri sestavine ICE in metodo poimenujejo CAMPARI & ICE:

- *Income*; donosnost nove investicije (zadolžitve) v primerjavi s stroški in tveganji.
- *Connection*; Kateri drugi viri prihodkov bi bili ogroženi v primeru zavrnitve posojila?
- *Ethics*; Ali obstajajo etični ali okoljevarstveni zadržki, ki bi jih bilo potrebno upoštevati?

2.6.14 Dinamični rating

Dinamični rating ocenjuje tveganje, da podjetje ne bo sposobno vrniti posojila. Bonitetno orodje je pripravila in ga trži bonitetna agencija Dun & Bradstreet. S pomočjo orodja izračunamo boniteto podjetja na podlagi finančnih in drugih podatkov o poslovanju. S spremembo ključnih podatkov, ki vplivajo na bonitetno oceno, se avtomatično spremeni bonitetna ocena podjetja. Dejavniki, ki vplivajo na bonitetno oceno, so finančno-računovodski podatki, podatki o zamudah pri plačilih, tožbeni zahtevki, postopki zaradi Zakonu o finančnem poslovanju, objave v medijih in podobno. Dinamični rating v algoritmu za izračun bonitetne ocene upošteva tudi posebnosti gospodarskega okolja, dejavnosti in narodnega gospodarstva, v katerem posluje podjetje.

⁹ Nekateri viri pod črko M navajajo »management«, npr.: <http://www.intangability.com/wp-content/uploads/2009/01/campari-relationships-with-banks3.pdf>.

Agencija Dun & Bradstreet dnevno ažurira rating na podlagi sprememb vhodnih informacij. Osredotoča se na 13 preizkusov (Knez Riedl, 2000, str. 43, 44):

- **Raven kvalifikacije** (angl. *Rating Qualifier test*) pokaže, ali je podjetje agenciji predložilo ustrezne informacije.
- **Ocenjena finančna moč** (angl. *Estimated financial strength*) temelji na velikosti podjetja oz. njegovi čisti vrednosti sredstev.
- **Popolnost informacij o preteklosti podjetja in posloводства** (angl. *Completeness of Information in Business and Management History*), Dun & Bradstreet poskuša v analizo zajeti zadnjih 25 let poslovanja podjetja.
- **Leta poslovanja** (angl. *Years in operation*).
- **Informacije iz uradnih evidenc in javnih virov** (angl. *Public Records*).
- **Analiza čiste izgube** (angl. *Net Loss Analysis*).
- **Prejšnje ocenitve** (angl. *Previous ratings*).
- **Preizkus na ravni zaposlenosti** (angl. *Employee Level test*).
- **Starost računovodskih izkazov** (angl. *Age of Financial Statements*).
- **Vrsta predloženih finančnih informacij** (angl. *Type of Financial Information Provided*).
- **Analiza finančnih kazalnikov** (angl. *Financial Ratios Analysis*). Analiza finančnih kazalnikov vsebuje: kratkoročni koeficient, sprotne obveznosti v primerjavi s čisto vrednostjo sredstev, celotne obveznosti v primerjavi s čisto vrednostjo sredstev, hitri preizkus, sprotne obveznosti v primerjavi z zalogami, stalna sredstva v primerjavi s čisto vrednostjo sredstev, čas obračanja, prodaja v primerjavi s čistimi obratnimi sredstvi, prodaja v primerjavi z zalogami, sredstva v primerjavi s prodajo in zapadle terjatve v primerjavi s prodajo. Pri analizi se opirajo na panožne normativne vrednosti.
- **Analiza plačevanja** (angl. *Payment Analysis*)
- **Preizkus ratinga matičnega podjetja** (angl. *Parent Rating Test*)

Bonitetno oceno sestavlja kapitalska moč podjetja in ocena faktorja tveganja. Na podlagi ocene so podjetja razvrščena v štiri razrede. Peti razred pa predstavljajo podjetja, katerim ni bilo možno izdelati ocene zaradi pomanjkljivih podatkov.

V prvem razredu s faktorjem tveganja ena so finančno stabilna podjetja, ki obveznosti plačujejo redno, opravljajo dejavnost na način, da ne ogrožajo okolja in izdelki niso ekološko sporni. Tveganje banke pri poslovanju s podjetjem v tem razredu je nizko.

V drugi razred so razporejena dobra, finančno stabilna podjetja, ki svoje obveznosti plačujejo z nekajdnevno zamudo. Finančni kazalniki so še solidni, a nekoliko slabši od podjetij v predhodni skupini. Poslovanje bank s takimi podjetji predstavlja sprejemljivo tveganje. Spremljavi poslovanja teh podjetij je potrebno nameniti večjo pozornost kot podjetjem v predhodnem razredu.

Poslovanju podjetij, ki so uvrščena v tretji razred, je potrebno nameniti še večjo pozornost. Svoje obveznosti poravnajo z več kot petnajstdnevno zamudo, imajo slabše finančne pokazatelje, pogosto izkažejo manjšo izgubo in negativen obratni kapital.

V četrti razred so razporejena podjetja, za katera velja 70 % verjetnost, da bodo imela v naslednjem letu blokiran transakcijski račun, da bodo nehala poravnati svoje obveznosti in bo zoper njih uvedena prisilna poravnava ali stečaj. Poslovanje s takimi podjetji predstavlja nesprejemljivo tveganje in je možno le ob najvišjih zavarovanjih.

2.6.15 Coleshawova metoda

Pri pregledu različnih metod presoje bonitete podjetja lahko ugotovimo, da modeli pogosto presojujejo večinoma iste spremenljivke. Razlika med modeli je predvsem v teži, ki jo namenijo posamezni spremenljivki in namenu presoje. Tudi Coleshawova metoda je podobna metodi CAMPARI in je primernejša za večja podjetja. Zajema 18 spremenljivk in jih združuje v tri sklope (Knez Riedl, 2000, str. 51, 52). Ti sklopi so naslednji:

Lastnosti podjetja

- zunanji vtis (ljudje obrati, oprema),
- opis proizvoda (kakovost, oblika, predstavitev),
- tekmovalnost,
- značilnosti potrošnikov izdelkov,
- sposobnost posloводства (preudarnost, poznavanje trga, izkušnje, slog vodenja).

Prednostne lastnosti podjetja

- stopnja donosnosti,
- zahtevani proizvodi ali storitve (čas proizvodnje, dobave, servisov, stroški vzdrževanja),
- tržna privlačnost,
- tržna tekmovalnost,
- zavarovanje, jamstvo,
- substituti.

Kreditne in finančne značilnosti

- poslovne izkušnje,
- kreditna priporočila,
- rast kapitala in dobička,
- finančna moč, trdnost, solidnost poslovanja,
- donos sredstev,
- kapitalizacija.

2.6.16 Ekspertni sistemi in umetne nevronske mreže

Končni rezultat ocenjevanja bonitete podjetij je ocena v obliki opisa ali v obliki alfanumerične ocene, ki nam poda uporabno informacijo o stanju v podjetju in tveganju pri poslovanju z njim. Bolj celovito in uporabno oceno, kot želimo, večjo količino podatkov je potrebno analizirati. Glede na namen uporabe so tudi rezultati različno izraženi. Zahteve po kompleksnejših ocenah so se odrazile v oblikovanju kompleksnejših metod presojanja bonitete podjetij. Kompleksnim metodam je skupno, da podjetja analizirajo z več vidikov in ne le na podlagi računovodskih izkazov in njihovih izpeljank. Večkriterijsko odločanje na podlagi velike količine vhodnih kvalitativnih in kvantitativnih podatkov zahteva sistematično in strukturirano analizo. Stroka je ob podpori elektronske obdelave podatkov razvila metode, ki se osredotočajo na t. i. ekspertne sisteme in umetne nevronske mreže. Zraven navedenega je njihova prednost, da zaznajo tudi zgodnja opozorila (angl. *early warnings*) in trende gibanja kazalnikov. Pri obdelavi podatkov uporabljajo t. i. šibke signale, to je nejasne in slabo opredeljene informacije, ki na podlagi subjektivnih ocen koristijo poročevalcu.

»Ekspertni sistemi so inteligentna aplikacija, ki simulira in uporablja znanje strokovnjakov ter procedure sklepanja za reševanje problemov. Kot taki lahko dosežejo ali presežejo raven dela strokovnjakov na določenem področju. Vse definicije ekspertnega sistema v literaturi so enotne, da vsebuje ozko specializirano znanje iz določenega strokovnega področja in da je zmožen znotraj tega strokovnega področja oblikovati inteligentne odločitve. Ekspertni sistem torej posnema delovanje izvedenca ali eksperta za strokovno področje in njegovo sposobnost analiziranja, reševanja in utemeljevanja rešitev znotraj problemske domene. Ekspertni sistemi tako niso splošni reševalci problemov širokega področja, temveč so namenjeni nestrokovnjakom pri reševanju zaključenih, dobro definiranih problemov tako, da jim omogočajo tudi razlago logičnega ozadja nasveta k odločitvi. V podjetju so navadno integrirani k ostalim aplikacijam.« (Turban, Sharda & Dursun, 2010, str. 19)

Razvoj informacijske tehnologije je omogočil tudi izdelavo in uporabo **umetnih nevronskih mrež**. Uporaba nevronske mreže je posledica kompleksnih, prepletenih in ne vedno jasnih odnosov znotraj in med sistemi ter nejasnih in nepopolnih informacij. Umetne nevronske mreže posnemajo delovanje možganov. Temeljijo na posameznih enotah sistemov, ki so prepletene v nevronske mreže. Na podlagi predhodnih primerov in njihovih uspešnih rešitev sistem izbere tisto rešitev, ki se je izkazala kot učinkovita.

2.6.17 Drugi načini presojanja bonitete podjetja

V praksi so se razvile različne metode bonitetnega vrednotenja podjetij, odvisno od namena vrednotenja, stroškovnega okvirja, razpoložljivih podatkov in razpoložljivega časovnega okvirja. V kolikor ocenjujemo boniteto podjetja za namen kratkoročnega financiranja, imajo večji pomen kazalniki kratkoročne likvidnosti, za dolgoročna financiranja pa so pomembni drugi dejavniki (kot npr. trajnostni razvoj, stabilnost in strategija podjetja). Višje zneskovne izpostave zahtevajo podrobnejše in obsežnejše analize kot nižje.

Večina obravnavanih modelov sloni na računovodskem konceptu, ki presoja boniteto podjetja za preteklo obdobje in predpostavlja nadaljevanje podobnega poslovanja tudi v prihodnje. Učinkovita presoja kreditnega tveganja pa zahteva uporabo metod, ki v svojih rezultatih zajemajo tudi informacije o prihodnjem poslovanju podjetij. Razvoj informacijske tehnologije je omogočil razvoj modelov na področju finančnega inženiringa, pri katerih na podlagi verjetnosti določimo sprejemljivost kreditnega tveganja. Taki modeli nam omogočajo, da kvalitativne informacije o kreditnem tveganju izrazimo v merljivih in praktično uporabnih ocenah. Preko različnih pristopov je stroka razvila več uporabnih modelov. Med njimi so najpogosteje uporabljani naslednji (Zavodnik, 2000, str. 36–37):

- Model Credit Matrics,
- Model KMW,
- Model Creditrisk+ in
- Credit Portfolio – View.

Vsi modeli upoštevajo verjetnost neplačila finančnih obveznosti in povečanja kreditnega tveganja bank na podlagi spremembe bonitetnega razreda komitenta v danem časovnem obdobju, ki je običajno obdobje poslovnega leta.

Model Credit Matrics, ki ga je leta 1997 razvila ameriška banka JP Morgan, je eden prvih tovrstnih modelov za širšo uporabo. Uporaben je za presojo kreditne sposobnosti pred sklenitvijo posla in spremljanje bonitete poslovanja družbe v času trajanja financiranja za potrebe internega razvrščanja komitentov v bankah. Temelji na predpostavki prehajanja komitentov med bonitetnimi razredi in ugotavljanju potencialnih izgub, upošteva te spremembe. Izpostavo vrednoti kot naložbo in je zato primeren predvsem za presojo bonitete družb, ki kotirajo na borzi. Metoda za ugotavljanje potencialnih izgub je sestavljena iz treh korakov (Slapničar, 1999, str. 66):

- identifikacija izpostavljenosti do posameznega komitenta,
- izračun verjetnih sprememb vrednosti zavarovanj in izpostavljenosti v primeru spremembe bonitetne ocene,
- upoštevanje korelacij pri prehodih med razredi na način, da lahko določimo tvegano vrednost portfelja.

Model KMW: tudi ta model izpostavi vrednost kot naložbo in predpostavlja, da je cena podjetja na borzi tudi nakupna cena za sredstva podjetja. Oceno kreditnega tveganja določi na podlagi cene podjetja na borzi. Način upošteva tri korake (Slapničar, 1999, str. 66):

- Na podlagi vrednosti podjetja na borzi oceni vrednost sredstev podjetja in sedanjo vrednost bodočih denarnih tokov podjetja.
- Upošteva variabilnost vrednosti sredstev ter indeksa kreditnega tveganja (koliko standardnih odklonov v vrednosti sredstev povzroči neplačilo).
- Na podlagi indeksa kreditnega tveganja se izračuna verjetnost neplačila (podlaga za izračun je delež podjetij z določenim indeksom, ki niso poravnala svojih obveznosti).

Model predpostavlja, da plačilna nesposobnost nastane, ko vrednost družbe in posledično njenih sredstev pade pod kritično raven. Model je uporaben za vrednotenje podjetij, ki kotirajo na borzi. Pri interpretaciji rezultatov je potrebno upoštevati posebnosti borznega trgovanja, ki predpostavlja obveščenost udeležencev in njihovo racionalno obnašanje.

Model Credit Risk + je razvila švicarska bančna skupina Credit Suisse konec devetdesetih let. Model precej poenostavlja pojem kreditnega tveganja, saj predpostavlja, da obstajata le dve možnosti (plačilna sposobnost in plačilna nesposobnost) kot tveganje, da komitent ni sposoben poravnati svojih finančnih obveznosti. Do izgub pride le v primeru plačilne nesposobnosti. Verjetnost nastanka plačilne nesposobnosti poteka v skladu s Poissonovo verjetnostno distribucijo (Zavodnik, 2001, str. 34–35).

Model Credit Portfolio Wiev temelji na podobnih predpostavkah kot model Credit Matrics. Kot večina tovrstnih modelov upošteva, da do izgube pride ob spremembi bonitete komitenta. V oceni bonitete komitenta pa upošteva tudi zunanje makroekonomske dejavnike, kot so: stopnja gospodarske rasti, stopnja brezposelnosti, obrestna politika, gospodarske cikle ipd. Na podlagi makroekonomskih gibanj z modelom ocenimo verjetnost neplačila za homogeno skupino komitentov oz. posameznega komitenta (Zavodnik, 2001, str. 34–35).

Splošni trend pri razvoju metod pa nakazuje, da analitike zraven računovodskih podatkov vse bolj zanimajo tudi drugi dejavniki, trendi gibanja kazalnikov in preventivno ukrepanje v primeru slabšanja kazalnikov. V analizo bonitete se vse bolj vključuje makroekonomsko okolje in okolju prijazna proizvodnja ali dejavnost. Take vrste podjetij in izdelkov potrošniki nagradijo s priznanjem večjega povpraševanja.

2.7 Primerjava metod ugotavljanja kreditne sposobnosti

Posamezne metode so bile razvite glede na namen analize, na poslovno okolje in glede na lastnosti podjetja, ki ga analiza obravnava. Tabela v nadaljevanju kaže posamezne lastnosti obravnavanih metod, iz katerih lahko razberemo primernost metode za podjetje, ki ga nameravamo analizirati. V Tabeli 7 so prikazane posamezne metode, ki jih glede njihove lastnosti metode lahko razdelimo na štiri različne skupine.

»In kakšen je danes dober bonitetni model? Dobri bonitetni modeli danes dokazano zmorejo napovedati verjetnost stečaja z 80-odstotno ali večjo verjetnostjo. Statistično značilno so sposobni ločiti, ali sta partner ali naložba investicijska ali špekulativna. Pri tem je treba upoštevati dejstvo, da je poslovni svet kompleksen in da noben model do sedaj ni mogel napovedati prihodnjega dogajanja s 100-odstotno gotovostjo. Ključna razlika za uporabnika in njegova konkurenčna prednost zaradi sodobnih bonitetnih modelov in ocen pa je njihova preverjena zmožnost razločevanja, saj je bistvena razlika, ali partner ne bo poplačal obveznosti z 0,1 ali 50-odstotno verjetnostjo.« (Štivan, 2013, str. 35)

Tabela 8: Prikaz lastnosti posamezne metode

		dostopnost do podatkov	enostavnost izračuna	hitrost analize	univerza- lnost	usmerjenost v prihodnost	celostnost	kvantitativni dejavniki	kvalitativni dejavniki
1	Analiza s finančnimi kazalniki	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✗
2	Model Logit	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✗
3	Altamanov model	✓	✓	✓	○	✗	○	✓	✗
4	Quicktest	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✗
5	Beaver Model	✓	✓	✓	✗	✗	○	✓	✗
6	Model Zmijewskega	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✗
7	Chesserjev model	✓	✓	✓	✗	✗	○	✓	✗
8	Metoda petih C	✓	✓	✓	○	✗	○	✓	✗
9	MDA metoda	✓	✓	✓	✗	○	✗	✓	○
10	Metoda Campari	✗	✗	✓	○	○	○	✓	○
11	Du Pont sistem	✓	✓	✓	○	○	✓	✓	✗
12	Weinrichov model	✓	✓	✓	○	○	○	✓	○
13	A-score model	✗	○	✗	✗	✓	✗	✗	✓
14	Dinamični rating	✗	✗	✗	✓	✓	✓	○	✓
15	Coleshawova metoda	✗	✗	✗	✓	✓	✓	○	✓
16	Ekspertni sistemi	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓
17	Informacijski modeli	✓	✓	✓	✗	✓	○	○	○

Legenda:

- I skupina
- II skupina
- III skupina
- IV skupina

- ✓ izpolnjuje kriterij
- delno izpolnjuje kriterij
- ✗ ne izpolnjuje kriterija

V **prvo skupino** se uvršča prvih sedmih metod iz gornje tabele. Analiza podjetja na podlagi teh metod temelji predvsem na kvantitetnih dejavnikih. Te metode so tradicionalne, njihova analiza temelji na izračunu klasičnih kazalnikov in njihovi interpretaciji, pri tem ne upošteva nikakršnih kvalitativnih informacij. Podatki, ki jih potrebujemo za analizo, so strukturirani in vključeni v obveznih računovodskih poročilih ter enostavno dostopni preko javnih spletnih portalov (npr. spletne strani Ajpes ali podobno). Izračuni so enostavni in hitri. Metode ne moremo šteti med univerzalne, saj ne upoštevajo nikakršnih posebnosti podjetij, ki jih analiziramo. Način izračuna je enak ne glede na velikost, razvojni cikel podjetja, načrte podjetja, perspektivnost panoge, v kateri podjetje posluje, in druge karakteristike, ki vplivajo na kreditno sposobnost. Z njimi ne moremo določiti bonitete podjetij, ki so v začetni fazi življenjskega cikla in uspešnosti projektov ali projektnih podjetij. Analiza po teh metodah ni usmerjena v prihodnje poslovanje, ampak obravnava le uspešnost poslovanja v preteklih obdobjih. Za pravilno interpretacijo rezultatov mora analitik upoštevati tudi kvalitativne podatke. Metode so primerna podlaga za sprejem odločitev o financiranju manjših zneskov, za

tekoče spremljanje poslovanja stranke in so uporabne kot hitri pokazatelji upravičenosti nadaljnje, bolj poglobljene analize podjetja. Splošna pomanjkljivost teh metod je, da slabše ocenijo podjetja, ki so v razvojni fazi življenjskega cikla, medtem ko podjetja, ki so v fazi upadanja, ocenijo predobro.

V **drugo skupino** kazalnikov spada pet kazalnikov: Dupont sistem, Metoda Campari, Metoda petih C in Weinrichov model in MDA metoda. Te metode še vedno temeljijo na izračunu klasičnih kazalnikov na podlagi kvantitativnih podatkov iz računovodskih poročil. Dodatno pa v analizo vključujejo kvalitativne podatke, ki podajo boljšo informacijo tudi o prihodnjem poslovanju podjetja, nekatere upoštevajo posebnosti panoge. Pridobivanje podatkov za analizo zahteva sodelovanje podjetja, ki je predmet analize. Finančne inštitucije imajo v ta namen pripravljene vprašalnike, ki jih podjetja izpolnijo s potrebnimi podatki. Za bolj podrobne informacije pa lahko analitik pridobi tudi z intervjujem kompetentnih oseb v podjetju. Metode se razlikujejo od klasičnih tudi po tem, da je potrebna večja usposobljenost analitika, saj je pomemben del analize sestavljen in subjektivnega mnenja analitika. Univerzalnost teh metod je večja, saj z upoštevanjem kvalitativnih podatkov omogočajo ustrezen rezultat za podjetja v različnih fazah življenjskega cikla, v različnih panogah in za različne velikosti. Zaradi zahtevnejšega načina zbiranja podatkov so metode primerne za srednja in velika podjetja in višje financirane zneske.

Posebnost med obravnavanimi metodami predstavlja A-score model, ki je bil razvit za nova podjetja in podjetja v začetni fazi razvoja, ki ne razpolagajo z računovodskimi poročili oz. njihova poročila ne vsebujejo ustreznih vsebinskih informacij. Metoda analizira le kvalitativne informacije ali t. i. mehke dejavnike. Metoda je primerna tudi za kombinacijo z metodami iz prve skupine.

V **tretji skupini** sta Dinamični rating in Coleshawova metoda. Za to skupino je značilno zahtevno zbiranje vhodnih podatkov in njihova verodostojnost. Vhodne podatke zbiramo na podlagi anket, intervjujev in opazovanj. Pri tem je pomembna usposobljenost ocenjevalcev in pripravljenost na sodelovanje med zaposlenimi v podjetju, ki je predmet analize. Rezultati so usmerjeni v napoved prihodnjega poslovanja. Metode so primerne za različne panoge in večja podjetja. Uporabljamo jih v kombinaciji s tradicionalnimi metodami. Zaradi kompleksnosti zbiranja vhodnih podatkov je njihova uporaba racionalna v primeru zahtevnejših projektov in financiranja večjih zneskov in za oceno perspektivnosti dolgoročnega sodelovanja s podjetjem.

V **četrto skupino** spadajo informacijski modeli, kot so Model KMW, Model Credit Portfolio in Wiev Model Credit Risk + so modeli vrednotenja bonitete podjetij s pomočjo vrednosti delnic podjetja na borzi. Rezultati teh metod so podvrženi borznim trendom, predpostavljajo delovanje prostega trga in popolno obveščenost vlagateljev. Vrednost sredstev podjetja naj bi bila enaka vrednosti podjetja. Ob interpretaciji rezultatov se moramo zavedati nevarnosti, ki jih taka predpostavka vključuje. Metode so primerne le za visoko likvidne in razvite kapitalske trge. Na manjših trgih so slučajnostni vplivi (prevzemne premije, notranje informacije ipd.) in anomalije, ki jih le-ti povzročajo, prevelike, da bi pridobili kakovostne rezultate. S temi metodami tudi ne moremo analizirati podjetij, ki imajo stabilno lastniško strukturo in ne

kotirajo na borzi. Značilnost metod je, da v času gospodarske konjunktore ocenijo boniteto podjetja višje ali celo previsoko, v času nizke gospodarske rasti pa nizko ali prenizko. Za modele lahko rečemo, da so usmerjeni v prihodnost in da upoštevajo kvalitativne in kvantitativne podatke, v kolikor verjamemo v polno obveščenost investorjev, katerim pripisujejo velik del "odgovornosti" za rezultate.

Informacijska tehnologija omogoča izdelavo kompleksnih ekspertnih sistemov in nevronske mreže, ki z matematičnimi modeli določijo boniteto podjetja. Ekspertni sistemi so razviti do stopnje, da dajejo dobre in zanesljive rezultate, ki pa so odvisni od kakovosti in količine vstopnih podatkov, kar je tudi njihova največja slabost. Analitik mora presoditi smiselnost rezultata in oceno pravilno interpretirati.

3 Celovita presoja kreditne sposobnosti podjetja

Cilj magistrskega dela je tudi izvedba celovite analize kreditne sposobnosti podjetja po uvodoma omenjeni metodi »Program celostne analize podjetja«. Metodo je dodatno razvil in dopolnil mednarodni finančnik Norbert Korn. Kot večina metod presojanja kreditne sposobnosti in bilančnih analiz tudi metoda celostne analize podjetij temelji na kvantitativnih dejavnikih in ovrednotenju kazalnikov. Ker je metoda usmerjena v sodelovanje s stranko, kvantitativne dejavnike dopolnjuje s sicer merljivimi, a bolj subjektivnimi dejavniki poslovanja podjetja. Kvalitativno analizo mora analitik opraviti v sodelovanju poslovodstva podjetja, ki je predmet analize. Poglobljanje odnosa med banko in podjetjem se kaže v proaktivnih aktivnostih banke pri reševanju finančnih izzivov podjetja. Po besedah avtorja te metode Norberta Korna, njegova metoda ne pomeni nič revolucionarno novega. V svoji metodi je nekoliko spremenil način lotevanja analize kreditne sposobnosti. Uporabljeni kazalniki izvirajo iz različnih obstoječih metod in niso njegova iznajdba. Po besedah Norberta Korna je oznaka teorija previsoko zastavljena. »Dodatke, ki so doslej vedno obstajali, sem drugače sestavil skupaj in tako ustvaril čisto nov okus« (Marcus Dwisch, 2010, str. 12).

Obravnavana metoda se razlikuje od večine klasičnih metod, ker ne daje največjega poudarka varnosti odobranja kreditov, ampak se usmerja v vrednost donosa odobrenih kreditov. V zaostrenih gospodarskih razmerah zadolževanje podjetij dodatno omejuje večja previdnost bank. Še več, kratkoročne kredite, katerim so banke v preteklosti več let zaporedoma podaljševale ročnost, je potrebno vrniti. Do izraza je prišel za Slovenijo značilen nizek delež lastniškega financiranja podjetij. Podjetja ne razpolagajo več z dodatnimi zavarovanji, ki bi jih lahko ponudila bankam kot sekundarni vir poplačila kredita. Klasične metode presoje kreditne sposobnosti dajejo velik poudarek lastniškemu virom financiranja zaradi svojega, v preteklosti usmerjenega načina analize. Take vrste presoje kreditne sposobnosti iščejo varnost kreditiranja v zavarovanju, kar pomeni, da predvidevajo, da bo kredit poplačan iz naslova zavarovanja. V resnici pa zavarovanje predstavlja sekundarni vir poplačila, iz katerega se banke poplačajo šele v primeru plačilne nesposobnosti kreditjemalca. Poplačila kreditov iz sekundarnih virov so povezana z visokimi stroški, ki na koncu navadno bremenijo posojilodajalce. Zavarovanja so vsekakor pomembna sestavina kreditnega odnosa, vendar ne edina in najpomembnejša.

Osredotočenje pri analizi se preusmerja iz v preteklost usmerjene strukturne analize računovodskih izkazov v analizo bodočih denarnih tokov. Iz tega razloga daje največji pomen kreiranju takih denarnih tokov, ki bodo omogočali nemoteno poplačilo kreditov.

Cilj metode je izvedba celostne analize podjetja s poudarkom na bodočem denarnem toku, ki ga mora podjetje nameniti poplačilu kreditov bankam. Metoda se s preteklim poslovanjem ukvarja le v najnujnejšem delu, ki je potreben za določitev temeljev in za pomoč pri določanju trendov. V nadaljevanju je metoda osredotočena predvsem na kreiranje dolgoročno vzdržnega denarnega toka. Strateška usmerjenost kreditiranja podjetja je usmerjena v kakovost in ne v ceno in stroške. Celostna analiza nam omogoča prepoznati ključna bodoča tveganja kreditiranja in denarnega toka. S celostno analizo določimo zgornji limit kreditiranja podjetja. V sklopu celostne analize mora analitik proaktivno identificirati potenciale podjetja in posameznega posla ter oblikovati nove ideje za bodočo finančno spremljavo stranke. V nadaljevanju naštevam in opisujem karakteristike metode, ki so naslednje:

- **Usmerjenost v prihodnje poslovanje**

Na podlagi informacij o preteklem in trenutnem poslovanju se metoda ukvarja predvsem s predvidevanjem uspešnosti poslovanja podjetja v prihodnje. Uspešnost poslovanja podjetja v preteklih letih nam ne poda zadovoljive informacije, da bo podjetje tudi v bodoče uspešno poslovalo. Nadpovprečno poslovanje podjetja v preteklem obdobju postavlja več vprašanj:

- ali računovodski izkazi izkazujejo dejansko stanje,
- ali je uspešnost poslovanja temeljila na enkratnih ali cikličnih dejavnikih,
- ali podjetje z visoko rastjo obvladuje novonastajajoča tveganja,
- ali bo podjetje trend nadpovprečne uspešnosti nadaljevalo tudi v prihodnje ipd.,
- vprašanje ali podjetje generira vzdržen in zadovoljiv denarni tok pa je z vidika kreditne sposobnosti in dolgoročnega poslovanja podjetja najpomembnejše vprašanje.

Višina lastnega kapitala je pomemben pokazatelj, vendar ima z vidika presoje kreditne sposobnosti omejen pomen, ker pač kapital izvira iz preteklosti, pomembna je njegova oblika in z njo povezana likvidnost. Visok lastni kapital se težko nameni za poplačilo posojil. Za poplačilo posojil podjetje lahko računa le na svoj bodoči denarni tok.

- **Celostnost**

Vsebina večine seminarjev in izobraževanj s področja analize poslovanja podjetja je usmerjena v izračun in definicijo kazalnikov uspešnosti poslovanja podjetja v preteklem obdobju. Redko se določa povezava med kazalniki, njihova medsebojna korelacija in možnost za njihovo izboljšanje in optimizacijo poslovanja. Teh metod ne moremo označiti kot celostne. Obravnavana metoda poskuša identificirati povezave med kazalniki in na podlagi povezav določiti sprožilce v poslovanju podjetja, ki vplivajo na uspešnost bodočega poslovanja. V to kategorijo sodi npr.: kako sprememba v bilanci stanja vpliva na računovodski prikaz dobička, davčne izkaze, denarni tok ipd. Analizira tudi vpliv strateških odločitev na računovodske izkaze in likvidnost.

- **Prepoznavanje poslovnih potencialov in kompetenc v podjetju**

S poznavanjem poslovanja podjetja in njegove celostne analize je možno ugotoviti tudi neizkoriščene potenciale podjetja, z razvojem katerih je možno povečati poslovno uspešnost. Metoda bančnemu svetovalcu – analitiku pripoznava večje kompetence predvsem na področju aktivnega sodelovanja s stranko in svetovanja vodstvu družbe. Svetovanje se nanaša predvsem na finančno plat poslovanja podjetja in se dotika dejavnosti podjetja v njeni točki vpliva na finančne kategorije poslovanja. Avtor metode pravi, da so bančni svetovalci običajno le »finančniki transakcij«, kar pomeni, da le financirajo osnovna ali obratna sredstva. Sodelovanje med banko in podjetjem pa slej ali prej potrebuje drugačno vlogo finančnika, katerega prednost je, da na podjetje gleda od zunaj, ni obremenjen z internimi relacijami v podjetju in ima vpogled v poslovanje drugih družb ter tako lahko pravilneje ovrednoti tveganja v analiziranem podjetju. Take lastnosti se pokažejo, ko je npr. v družinskem podjetju potrebno sprejeti odločitev o prenosu vodenja družbe na naslednike. Pri takih spremembah podjetje potrebuje nekoga, ki pozna strukturo tovrstnih procesov. Informacije seveda potujejo tudi v nasprotni smeri in banka bo imela veliko večje zaupanje v novo vodstvo podjetja, če bodo spremembe postopne, ustrezno vodene in opravljene v sodelovanju z največjimi posojilodajalci. Na tem področju se kažejo novi potenciali in povečanje kompetenc finančnika npr. ugotovitev vrednosti podjetja ipd.

- **Sprejemljivost in kompetence svetovalca – analitika**

Za tako poglobljen odnos med podjetjem in bančnim svetovalcem mora biti svetovalec in njegova funkcija sprejeta s strani zastopnikov in/ali lastnikov podjetja. Da doseže sprejemljivost, mora vlogo svetovalca opravljati oseba z veliko stopnjo empatije, ki s svojim delovanjem in načinom pridobivanja informacij prispeva k razumevanju z odgovornimi osebami v podjetju. Za razumevanje poslovanja podjetja je potrebno imeti tudi operativna znanja s področja poslovanja družbe. Smiselno je, da banka svetovalce segmentira po velikosti podjetja in po panogi, v kateri podjetje posluje. Poznavanje faktorjev, ki so merilo uspeha v posamezni panogi, poenoti izrazoslovje med sogovorniki in zbliža razmišljanja. Tak način sodelovanja in kompetentnost omogoči svetovalcu, da pridobi informacije pravočasno in še v fazi, ko lahko sodeluje in svetuje odločevalcem. Tovrstne informacije bi sicer pridobil ob zaključku poslovnega leta v obliki v računovodskih izkazih, ki pa so zgolj posledica že sprejetih odločitev.

- **Prenos ugotovitev in informacij na stranko**

V sedanjem poslovnem svetu banke redko in izjemoma predstavijo ugotovitve iz svojih analiz strankam. Metoda predvideva, da se po zaključku analize in vrednotenju rezultatov le-ti pretvorijo v strateško predstavitev odgovornim v podjetju, ki je bilo predmet analize. Na tak način premostimo vrzel v pretoku informacij in izide analize, ki predstavljajo diagnozo, pretvorimo v delovanje za optimizacijo poslovanja. Pri predstavitvi je ključen način prenosa informacij, da stranka tega ne bo sprejela kot podučevanje in teoretiziranje, temveč bodo podatki predstavljali uporabne, dragocene, zanimive in novo vrednost ustvarjajoče informacije. V kolikor je bila stranka vključena že v postopek analize, je obojestransko zaupanje globlje, prenos ugotovitev enostavnejši in učinek večji. Prenos informacije je obojestranski, saj tudi posojilodajalci na tak način spoznajo poslovanje

podjetij in odkrivajo nove dobre prakse. V kolikor bo stranka sprejela sugestije posojilodajalca in sprejela ustrezne ukrepe, bo posojilodajalec bistveno znižal tveganje nevračila danih posojil. Taka optimizacija poslovanja ne predstavlja dobrobiti samo za posojilodajalca, ampak ima še večjo vrednost za stranko in njeno uspešno poslovanje.

Omejitve metode. Po besedah avtorja metode so formulacije, uporabljene v metodi, primerne za mala, srednja in velika podjetja. Velikost podjetja torej ni parameter, ki bi omejeval uporabo metode. Nadalje metodi ne moremo pripisati omejitev glede panoge, v kateri proučevano podjetje posluje. Analize, izračuni in kalkulacije se lahko uporabijo za velike družbe širšega družbenega pomena, kot so npr. pristanišča, velika industrijska podjetja ali samostojne podjetnike – obrtnike. Pri analiziranju družb, ki se ukvarjajo z nepremičninskim poslovanjem (oddajanjem nepremičnin v najem), je potrebno upoštevati specifičnost panoge zaradi daljšega trajanja osnovnih sredstev – nepremičnin. Pri slednjih doba odplačila posojila ne more temeljiti na obdobjih do sedem let, ker je amortizacijska doba nepremičnin bistveno daljša.

Metoda je primerna tudi za analizo podjetij, ki se nahajajo v različnih fazah razvojnega cikla delovanja. Metoda poda ustrezne rezultate pri analizi podjetij, ki so v fazi rasti, zrelosti ali v kriznih okoliščinah. Še posebej pri slednjih se izkažejo dodatne koristi metode, saj analitiku omogoča zaznavanje težav v poslovanju in prepoznanje vzrokov zanje. Za nova podjetja, ki izkazujejo rast poslovanja, je na podlagi določitve kapacitete zadolževanja možno izdelati projekcijo za zaznavanje in pravilno ovrednotenje tveganj. Tudi glede na fazo razvoja podjetja ni omejitev glede uporabe metode.

Zaradi poudarka na denarnem toku in likvidnosti podjetja metoda ni primerna za analizo uspešnosti projektov oz. za določanje uspešnosti projekta. Denarni tok v času pridobitve posojila je enak nič. Metoda je namenjena dolgoročnemu sodelovanju in spremljavi stranke. Večji del metode je pri projektnih podjetjih odveč, saj taka podjetja po zaključenem projektu prenehajo z delovanjem. Eventualno bi lahko za analizo takih podjetij uporabili le del metode. Prav tako metoda ni primerna za analizo družb, ki se ukvarjajo s financiranjem (npr. leasing hiše, posojilnice) oz. finančnimi naložbami (skladi ipd).

3.1 Kapaciteta zadolževanja (angl. *Debt Capacity*)

Pomemben kazalnik metode celovite analize podjetja je »kapaciteta zadolževanja«. Do kapacitete zadolževanja pridemo z analizo denarnega toka in z identificiranjem spremenljivk, ki vplivajo na njegovo povečanje ali zmanjšanje. Kapaciteta zadolževanja nam pokaže zgornjo mejo potencialne zadolžitve podjetja, v okviru katere je podjetje sposobno odplačati posojila v predvidenem časovnem obdobju. Osnova za določitev kapacitete zadolževanja je denarni tok. Izračun kapacitete zadolževanja temelji na predpostavki sedemletnega odplačilnega obdobja za proizvodna in trgovska podjetja, za podjetja, ki se ukvarjajo z nepremičninskimi dejavnostmi pa je pri določitvi obdobja potrebno upoštevati obdobje trajanja nepremičnine. Po SRS je najvišja davčno priznana stopnja amortizacije za nepremičnine 3 %, kar pomeni, da se nepremičnina amortizira v obdobju 33 let. Avtor metode je predvidel nekoliko daljše

amortizacijsko obdobje – 40 do 50 let, kar bolj ustreza dejanski življenjski dobi nepremičnine. Izjema so nepremičnine s krajšo življenjsko dobo zaradi načina gradnje ali zaradi tehnološkega zastaranja. Sedanja vrednost bodočih denarnih tokov za sedem let predstavlja 50 % vrednosti večne rente pod predpostavko enakomernega denarnega toka in enakomerne diskontne stopnje (obrestne mere) med 7 % in 13 %. Vrednost investicije je določena z njeno donosnostjo in sedanja vrednost rente predstavlja tudi vrednost podjetja. Splošno priporočilo pravi, da naj ima podjetje polovico kapitala in z njim jamči posojilodajalcem pri pridobitvi druge polovice potrebnih sredstev. Prvo (z vidika bodočih denarnih tokov bolj tvegano) polovico financirajo lastniki podjetja. Drugo polovico sredstev, ki je z vidika denarnih tokov bolj varna, pa financira posojilodajalec. Potrditev za tako delitev dobimo na kapitalstskih trgih, kjer se transakcije nakupa deležev v podjetjih izvajajo v odvisnosti EBIDA¹⁰. Tovrstne transakcije se navadno izvedejo znotraj šestkratnika EBIDA, ki tako predstavlja skupno vrednost podjetja. Rating tabele bonitetnih agencij upoštevajo kot mejo med špekulativnim in nešpekulativnim financiranjem vrednost trikratnega EBIDA. Trikratni EBIDA predstavlja približno mejo kapacitete zadolževanja. Iz navedenega lahko zaključimo, da je sedemletno obdobje določeno na podlagi sedanje vrednosti bodočih denarnih tokov, ki v tem primeru predstavlja polovico vrednosti podjetja, kar je tudi utemeljeno s priporočenim razmerjem 50:50 lastnega in tujega kapitala.

Kot navaja Marcus Dwisch (2010, str 15), je kapaciteta zadolževanja variabilna kategorija, ki se v času spreminja v skladu s spremembami poslovanja podjetja. Najpomembnejši vpliv na kapaciteto zadolževanja ima ocenitev bodočih denarnih tokov, ki so odvisni od več faktorjev:

- volatilitnost dobičkonosnosti,
- stopnja rasti podjetja in njeno spreminjanje,
- strategija investiranja ali dezinvestiranja podjetja,
- sezonske spremembe,
- ciklične spremembe v poslovnem okolju.

Upoštevajoč navedene faktorje kot osnovo za izračun kapacitete zadolževanja uporabimo kazalnik EBIDA. V kolikor predpostavimo, da ima podjetje ničelno stopnjo rasti, potem lahko uporabimo kazalnik EBIDA-E, ki ga opisujem v nadaljevanju. Na podlagi navedenega kazalnika predpostavimo ničelno rast denarnega toka; podjetje v tem primeru vlaga le še v nadomestne investicije za ohranjanje obstoječega obsega poslovanja, kar je seveda lažje in bolj gotovo kot pa generirati rast denarnega toka. Današnja vrednost podjetja vključuje tudi denarni tok, ki ga bo podjetje šele generiralo. Razlika do dejanske vrednosti podjetja predstavlja strateško premijo. Z namenom izločitve strateške premije in vrednotenja podjetja lahko planiramo bodoči denarni tok na današnji ravni. Na tak način izključimo negotove bodoče

¹⁰ EBITDA je kazalnik, ki predstavlja poslovni izid pred obrestmi, davki in prevrednotovanjem in amortizacijo ter je kratica angleških besed *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. EBIDA je kazalnik, ki predstavlja poslovni izid pred obrestmi in prevrednotovanjem in amortizacijo ter je kratica angleških besed *Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization*.

faktorje in njihov vpliv na izračun kapacitete zadolževanja. Tak pristop nam daje konzervativen pogled na prihodnje poslovanje. V nasprotnem primeru bi generiranje dodatne rasti podjetja in povečevanja denarnih tokov lahko vodilo do preoptimističnih napovedi. Na podlagi višje kapacitete zadolževanja bi se podjetje prezadolžilo in bi kasneje zaradi nezmožnosti odplačevanja dolgov lahko postalo nesolventno.

Določitev kazalnika EBIDA-E. Za izračun denarnega toka in kapacitete zadolževanja v metodi uporabljamo kazalnik EBIDA, zmanjšan za nadomestne investicije in dividende. Kazalnik EBIDA in nekateri drugi kazalniki ne podajo popolnih informacij zaradi pomanjkljivosti. Pri interpretaciji kazalnikov je potrebno upoštevati tudi njihove pomanjkljivosti, najpomembnejše prikazuje Tabela 9.

Tabela 9: Nekateri kazalniki denarnega toka in njihove pomanjkljivosti

Kazalniki denarnega toka	
EBIT/obresti za kredite	Meri ekonomsko sposobnost dolžnika za plačilo obresti za trenutno in preteklo obdobje ter poda informacije o možnosti dokončnega poplačila posojila.
$\frac{\text{EBITDA ali EBIDA}}{\text{obresti in kratkoročne obveznosti iz posojil}}$	Meri ekonomsko sposobnost dolžnika za plačilo obresti za trenutno in preteklo obdobje in poda informacije o možnosti dokončnega poplačila posojila. Ne poda informacije o obdobju, v katerem je možno poplačati posojilo.
$\frac{\text{EBITDA ali EBIDA} - \text{investicije v OOS}}{\text{obresti} + \text{kratkoročne obveznosti iz posojil}}$	
Kazalniki likvidnosti ali zadolženosti	
gibljiva sredstva/kratkoročni tuji viri	Povedo nekaj o poplačilu posojil nekega podjetja. Ne izmerijo dobe trajanja poplačila.
kapital/sredstva	
z obrestmi obremenjene obveznosti/kapital	

Vir: M. Dwisch, Die-Korn Theorie als Möglichkeit zur Kreditanalyse, 2010, str. 16.

Kazalnik EBIDA pokaže denarni tok po proizvodnih in operativnih stroških in davkih. Šele nato sledi plačilo obresti. Kazalnik EBIDA izključuje predpostavko, da so davki indirektno vir poplačila, kot to predpostavlja kazalnik EBITDA. Pri izračunu EBITDA predpostavljamo, da je plačilo obresti možno odbiti od davčne osnove, kar vodi k znižanju davkov in posledično povečanju likvidnosti za poplačilo obveznosti. Kazalnik EBIDA daje nekoliko bolj konzervativno sliko, ki ne upošteva znižanja davčne osnove zaradi plačila obresti. V primeru delniških družb, ki kotirajo na borzi, je predvideno izplačilo dividend, ki se izplačujejo letno in so podobne narave kot obresti.

Predpostavljamo, da ima podjetje ničelno rast in nima novih investicij. Investicije so omejene na nadomeščanje obrabe opreme in ohranjanje opreme v proizvodnji in ohranjanje trenutnega nivoja prihodkov. V tem primeru je kazalnik naslednji:

$$\text{Kazalnik denarnega toka} = EBIT(1-t) + DA - \text{nadomestne investicije (E)} - \text{dividende} \quad (14)$$

Za nadaljevanje poslovanja podjetja so potrebne nadomestne investicije, ki jih lahko opredelimo kot investicije v opredmetena osnovna sredstva, ki so potrebna za ohranjanje sedanjega obsega proizvodnje. Pri tem upoštevamo, da investicije ne presegajo amortizacije in odpisov ter predpostavljamo, da podjetje ne uporablja pospešenih amortizacijskih stopenj. Na podlagi navedenega lahko zaključimo, da je za plačilo obresti in poplačilo kreditov na razpolago denarni tok izkazan s kazalnikom EBITDA – E. V nekaterih specifičnih primerih, ki so odvisni od okoliščin, je potrebno kazalnik zmanjšati za obveznosti, katere lahko vnaprej predvidimo (npr. omenjena plačila dividend delničarjem družb; podobne lastnosti imajo npr. prednostne delnice): EBITDA – E – dividende.

Ugotavljanje kapacitete zadolževanja na podlagi denarnih tokov omogoča vsakoletno prilagajanje. Kapaciteta zadolževanja se spreminja zaradi sprememb donosnosti in zaradi povečanja denarnega toka zaradi dodatnih investicij ali projekcij na podlagi le-teh. Dodatni denarni tok, ki se pokaže po odbitku nadomestnih investicij, se nanaša na zadolženost, ki je posledica dodatnih, razširjenih investicij. Pri ugotavljanju kapacitete zadolževanja podjetja je potrebno upoštevati prejeta posojila in ponavljajoče se kratkoročne obveznosti. Namenska kratkoročna posojila, katerih vračilo je predvideno v enkratnem znesku, pa se v izračunu ne upoštevajo. V to kategorijo sodi financiranje zalog, terjatev in nakup naložbenega premoženja. Za to vrsto sredstev se predvideva, da se bodo ob prodaji spet spremenila v denar, s katerim bo posojilo tudi odplačano. V izračunu ne upoštevamo tudi podrejenih obveznosti in drugih podobnih obveznosti (potencialne obveznosti, poročila, garancije ipd.), za vračanje katerih ni predvidena obremenitev denarnega toka podjetja. V primeru, da pride do spremembe oblike premoženja, ki se financira sezonsko v obliko premoženja, ki je trajnejšega značaja, je potrebno tako spremembo upoštevati pri izračunu.

Formula izračuna kapacitete zadolževanja (povzeto po internem gradivu). Izračun kapacitete zadolževanja temelji na obrestno-obrestnem računu in diskontni stopnji v določenem časovnem obdobju. Kot navedeno, metoda upošteva obdobje 7 let. Kapaciteta zadolževanja se izračuna s pomočjo naslednje formule:

$$K_0 = \frac{K_n}{(1+i)^n} = \frac{K_n}{q_n} = \frac{K_n}{(1+\frac{p}{100})^n} \quad (15)$$

Pri tem je:

K_0 – sedanja vrednost kapitala

K_n – kapital, dosežen po preteku obdobja n-let

n – število let

Kapaciteto zadolževanja za predhodno obdobje izračunamo s seštevkom zneskov po posameznih letih:

$$PV = \frac{C}{1 + i_1} + \frac{C}{(1 + i_2)^2} + \dots + \frac{C}{(1 + i_n)^n} \quad (16)$$

Pri tem je:

PV – sedanja vrednost bodočih denarnih tokov

C – posamezen denarni tok

i – obrestna mera oz. diskontna stopnja

n – število let

Na podlagi te formule lahko izračunamo kapaciteto zadolževanja, ki jo prikazuje Tabela 10.

Tabela 10: Primer izračuna kapacitete zadolževanja

Obrestna mera (diskontna stopnja) v %	10,00	9,00	8,00	7,00	6,00	5,00
Obdobje financiranja v letih	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Letni znesek poplačila EBIDA-E v €	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Kapaciteta zadolževanja v €	486,84	503,30	520,64	538,93	558,24	578,64

Iz zgornje tabele lahko razberemo, da znaša pri vrednosti kazalnika EBIDA-E 100 (kar je hkrati tudi višina letnega obroka), obrestni meri 7 % in obdobju 7 let kapaciteta zadolževanja 538,93 €. Odvisno od obrestne mere se vrednost kapacitete zadolževanja giblje navzgor ali navzdol.

3.2 Vpliv računovodskih poročil na kazalnike kreditne sposobnosti podjetja

V teoriji je v povezavi z idealno strukturo obveznosti do virov sredstev pogosto navedeno, da lastnik podjetja razpolaga s kapitalom v višini polovice sredstev. Z zneskom lastnega kapitala hkrati jamči za izposojena sredstva v enakem znesku, razmerje med kapitalom kapital in tujimi viri tako znaša 1:1. Navedeno razmerje seveda v praksi ni trdno določeno in je odvisno od veliko faktorjev. Glede na današnjo stopnjo zadolženosti podjetij v Sloveniji je tako razmerje bolj izjema kot pravilo. Navadno se razmerja gibljejo okrog 80:20 v korist tujih virov. Visoka zadolženost slovenskih podjetij pa ni edina in največja težava. Najmanj enako pomembna je ročnost teh posojil, ki je običajno krajša od amortizacijske dobe sredstva, ki je bilo financirano z dotičnim posojilom. Problem ročnosti velja za vse panoge gospodarstva, vključno s finančnim (tudi bančnim) sektorjem. V obravnavani metodi analize kapacitete zadolževanja razmerje prikažemo kot koeficient zadolženosti V:

$$V = \frac{\text{kapital}}{\text{tuji viri}} * 100 \quad (17)$$

V kolikor podjetje najema tuje vire (se zadolžuje) znotraj lastne kapacitete zadolževanja in navedenega razmerja med kapitalom in tujimi viri, ima dostop do kakovostnih tujih virov tako glede ročnosti kot tudi cene izposojenih sredstev.

Cilj poslovanja poslovnih subjektov je ustvarjanje dobička oz. dobičkonosnost sredstev, ki se nazadnje odrazi v donosnosti kapitala. Podjetje, ki v poslovanju angažira tuja sredstva in je donosnost teh sredstev višja od obresti, za ta tuja sredstva izkazuje večjo donosnost kapitala. Ta učinek imenujemo učinek finančnega vzvoda (angl. *leverage*). Pri finančnem vzvodu gre za količnik med dolgom in kapitalom, ki nam pove, kako se podjetje financira: s posojili ali s kapitalom. Obresti za posojila ali izdane obveznice predstavljajo podjetju stalne stroške. Ti stroški podjetju nastajajo ne glede na obseg proizvodnje ali prodaje. Stopnja finančnega vzvoda nam pokaže relativno spremembo skupnega dobička glede na spremembo dobička iz poslovanja. S formulo za izračun donosnosti kapitala lahko prikažemo učinek finančnega vzvoda na naslednji način (Dwisch, 2010, str. 26):

$$r_l = r + \frac{r * K - r_t * K}{TV} \quad (18)$$

Pri tem je:

r_l – donosnost lastnega kapitala

r – celotna donosnost

r_t – donosnost tujega kapitala

K – kapital

TV – tuji viri

Donosnost lastnega kapitala je sestavljena iz donosnosti vseh sredstev in iz razlike, ki se nanaša na kapital. V Tabeli 11 je razviden prikaz učinka finančnega vzvoda.

Tabela 11: Prikaz učinka finančnega vzvoda

scenarij kategorija	Scenarij A	Scenarij B	Scenarij C	Scenarij D
Skupna sredstva	100.000	100.000	100.000	100.000
Posojila	-	25.000	50.000	75.000
Kapital	100.000	75.000	50.000	25.000
Stopnja zadolženosti	0	0,33	1,00	3,00
Dobiček iz poslovanja 10 %	10.000	10.000	10.000	10.000
7 % obresti za posojilo	-	1.750	3.500	5.250
Dobiček/izguba	10.000	8.250	6.500	4.750
Dobičkonosnost kapitala	10 %	11 %	13 %	19 %
Dobiček iz poslovanja 5 %	5.000	5.000	5.000	5.000
7 % obresti za posojilo	-	1.750	3.500	5.250
Dobiček/izguba	5.000	3.250	1.500	- 250
Dobičkonosnost kapitala	5 %	4,3 %	3 %	- 1 %

V primeru, da stopnja dobička iz poslovanja presega stopnjo obresti, izposojeni denar kot finančni vzvod pozitivno vpliva na donosnost kapitala. Čim večji je finančni vzvod, tem večja je donosnost kapitala. V primeru nižje, a še vedno pozitivne stopnje dobička iz poslovanja, pa je učinek obraten. Večji finančni vzvod znižuje celotni dobiček in lahko podjetje potisne v območje negativnega poslovnega izida.

3.3 Vpliv kreditne sposobnosti na vrednost podjetja

Za pravilno določitev tveganj pri financiranju nakupa podjetij ali deležev v podjetjih je potrebno poznati tudi **tržno vrednosti podjetja**. Podjetje je seveda vredno toliko, kolikor je kupec pripravljen zanj plačati. Tu se pojavita dve vprašanji:

- Kako določiti vrednost podjetja brez iskanja kupcev in njihovih ponudb za nakup, če podjetje dejansko sploh ni naprodaj?
- Zakaj preverjati in določevati vrednost podjetja, če se cena prosto oblikuje na trgu na podlagi povpraševanja?

Izračun vrednosti podjetja je osnova za začetek pogajanj s kupci in predstavlja orientacijsko vrednost, ki vsebuje pomembno informacijo tudi za kupce. Na podlagi izračuna vrednosti podjetja lahko tudi posojilodajalec ugotovi, kako in v kakšnem znesku lahko financira nakup in pravilno ovrednoti tveganja, povezana s financiranjem. V primeru, da se kupec in prodajalec dogovorita za ceno, ki bistveno presega ocenjeno vrednost, bo posojilodajalec financiral le znesek do ocenjene vrednosti, razliko bo moral kupec zagotoviti sam.

Uvod magistrskega dela govori o poglobljenem sodelovanju med banko in posojilojemalci, ki se kaže v spremljavi poslovanja, svetovanju in seznanjanju z ugotovitvami analiz. Ocenitev izvedbe nekega posla, ki ga namerava banka financirati, je nadgradnja kreditnega odnosa, od katere imata korist oba vpletena partnerja. Večina bank v svojih poslovnih strategijah stremi k povečanju kakovosti svojih storitev in želi tako z diferenciacijo doseči priznanje višje cene svojih storitev. Zaključki, ki jih bančni svetovalec sprejme na podlagi ocenitve vrednosti podjetja in predstavi posojilojemalcu, so pomemben dejavnik pri uresničevanju v kakovost usmerjene strategije bank. Tabela 12 prikazuje spremembo vrednosti podjetja v odvisnosti od obrestne mere (diskontne stopnje).

*Tabela 12: Primer izračuna vrednosti podjetja**

Obrestna mera (diskontna stopnja) v %	12,00	11,00	10,00	9,00	8,00	7,00	6,00
Letni znesek poplačila EBIDA-E v €	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Sedanja vrednost	833,32	909,06	999,93	1110,91	1249,43	1426,92	1661,75

Legenda: * Za primer večne rente velja obdobje izplačila 100 let.

Iz tabele lahko razberemo, da sedanja vrednost rente v višini 100 € znaša 1000 €. Ob tem velja pripomniti, da izračun velja ob predpostavki, da se obrestne mere gibljejo okrog 10 %. Pri

nižjih obrestnih merah vrednost podjetja hitro narašča, pri višjih pa pada. Na podlagi izračuna večne rente tako določimo sedanjo vrednost podjetja.

Kot je prikazano v Tabeli 12, velja, da neto sedanja vrednost bodočih denarnih tokov za obdobje sedmih let znaša približno 50 % neto sedanje vrednosti večne rente. Tako izračunana sedanja vrednost predstavlja vrednost podjetja. Obravnavana metoda upošteva ekonomsko pravilo oziroma predpostavlja, da v podjetju nastopajo kapital in tuji viri v razmerju 50:50. V tem primeru lastnik družbe s kapitalom jamči kreditodajalcu za poplačilo najetega kredita. Iz navedenega lahko zaključimo, da pri odobritvah kreditov za daljše obdobje kreditodajalci prevzemajo tveganja, katera bi morali nositi lastniki podjetij. Rating tabele bonitetnih agencij (npr. agencije Standard & Poors) opredeljujejo trikratnik EBITDA kot mejo med bonitetno oceno BBB in BB. Ocena BBB pomeni oceno, pri kateri so tveganja še sprejemljiva (angl. *investment grade*), ocena BB pa pomeni špekulativno stopnjo (angl. *non investment grade*). Na podlagi navedenega lahko zaključimo, da je trikratnik EBITDA približna kapaciteta zadolževanja podjetij. Velja približno razmerje: $\frac{1}{2}$ vrednosti podjetja = $3 \cdot \text{EBITDA}$ = kapaciteta zadolževanja. V Tabeli 13 je prikazana odvisnost med vrednostjo podjetja in kapaciteto zadolževanja od diskontne stopnje.

Tabela 13: Razmerje med vrednostjo podjetja in kapaciteto zadolževanja v odvisnosti od diskontne stopnje.

Diskontna stopnja v %	12,00	11,00	10,00	9,00	8,00	7,00
Letna renta	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00
NSV – 100 let (vrednost podjetja)	833.323,00	909.064,00	999.927,00	1.110.910,00	1.249.431,00	1.426.925,00
NSV 7 let	456.375,00	471.219,00	486.814,00	503.295,00	520.637,00	538.928,00
Razmerje	1,83	1,93	2,05	2,21	2,40	2,65

Iz zgornje tabele lahko razberemo, da pri diskontnih stopnjah, nižjih od 10 %, vrednost podjetja hitro narašča. Pri diskontni stopnji 10% pa je razmerje 2,05 oz. približno 50:50.

3.4 Analiza denarnih tokov podjetja

Obvezna računovodska poročila imajo omejeno informacijsko vrednost, obstaja tudi možnost zlorabljanja ohlapnosti računovodskih predpisov, kar analitiku otežuje pravilno oceniti premoženjsko, prihodkovno in finančno stabilnost nekega podjetja. Tudi iz teh razlogov se poleg bilance stanja in izkaza poslovnega izida kot pomemben vir informacij uveljavlja izkaz denarnih tokov, ki razkriva tokove oz. gibanje plačil podjetja. Pri analizi denarnih tokov je potrebno odgovoriti na tri vprašanja:

- Iz katerega vira se financirajo sredstva?
- Kakšen je namen porabe/uporabe sredstev?
- Na kakšen način se bodo financirale morebitne razlike?

Z analizo denarnega toka lahko ugotovimo, ali je podjetje sposobno z operativnim denarnim tokom poravnati obresti. Pri izračunu operativnega denarnega toka je potrebno upoštevati oz. odšteti denarni tok, ki ima podlago v spremembah bilance stanja. V kolikor podjetje ni sposobno poravnati obresti iz operativnega toka sredstev in se mora za plačilo le-teh zadolžiti, je to opozorilni znak, ki zahteva natančnejšo obrazložitev.

Metoda opredeljuje šest kategorij iz poslovanja podjetja t. i. "NE-NE-jev", ki jih posojilodajalci ne bi smeli financirati:

1. davkov,
2. obresti,
3. poplačil dolgov,
4. dividend
5. izgube,
6. nadomestnih investicij (amortizacije).

3.4.1 Generatorji denarnih tokov

Obravnavana metoda določanja kapacitete zadolževanja daje velik poudarek denarnim tokovom v podjetju in sodelovanju s stranko z namenom generiranja ustreznega denarnega toka za poplačilo posojil. V ta namen tudi išče in podjetju predstavi dejavnike, ki pozitivno vplivajo na denarni tok. To so t. i. generatorji denarnih tokov. Analiza generatorjev denarnih tokov pa je učinkovita le v primeru, da poznamo učinek sprememb generatorjev na posamezne računovodske postavke v poročilih podjetja. Analiza generatorjev denarnih tokov posojilodajalcem omogoča:

- pravilno ovrednotenje tveganj pri poslovanju s strankami,
- natančnejšo določitev potreb po posojilih posojilojemalcev,
- določitev potenciala podjetja za akumulacijo sredstev,
- določitev virov za poplačilo posojil,
- racionalizacijo oz. zmanjšanje potrebe za najemanje dodatnih posojil.

Zaradi pomembnosti posameznih generatorjev denarnih tokov le-te v nadaljevanju magistrskega dela posebej obravnavam.

3.4.1.1 Generatorji denarnih tokov v povezavi z obratnim kapitalom (angl. *Working Capital*)

Obratni kapital lahko s svojo strukturo in obsegom pomembno vpliva na kapaciteto zadolževanja podjetja. Razlikovanje med kapitalom in obratnim kapitalom (angl. *Working Capital*) lahko zasledimo že pri Adamu Smithu v njegovem delu *Bogastvo narodov*. Povezanost z današnjim pojmom obratnega kapitala oz. gibljivih sredstev lahko prepoznamo v tem, da je Smith zaloge pripisoval obratnemu kapitalu, kar je tudi današnja praksa. Prav tako je ugotovil, da obratni kapital ne generira direktnih prihodkov, je pa neposrednega pomena za izdelavo dobrin, ki v končni prodaji podjetju ustvarjajo prihodke. Računovodsko je obratni

kapital, opredeljen kot vsota kratkoročno gibljivih sredstev, zalog, trgovskega blaga, kratkoročnih terjatev in denarnih sredstev v blagajni in na računu.

$$\text{obratni kapital} = \text{zaloge} + \text{trgovsko blago} + \text{kratkoročne terjatve} + \text{den. sredstva} \quad (18)$$

Slovenski inštitut za revizijo opredeljuje obratni kapital: »Obratni kapital je presežek kapitala nad dolgoročnimi naložbami podjetja« (Slovenski inštitut za revizijo, 2008, str. 6). Pri nekaterih avtorjih lahko najdemo definicijo obratnega kapitala kot razliko med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi viri, drugi avtorji pa to razliko poimenujejo (angl. *Net Working Capita*), kar nedvoumno razjasni vsebino in način izračuna obeh kategorij. Slednjo opredelitev bom tudi upošteval v nadaljevanju.

$$\text{neto obratni kapital} = \text{zaloge} + \text{trgovsko blago} + \text{kratkoročne terjatve} + \text{den. sredstva} - \text{kratkoročne obveznosti} \quad (19)$$

Optimizacija obratnega kapitala je v povezavi z ročnostjo virov financiranja podjetja ključnega pomena za zagotavljanje dolgoročne plačilne sposobnosti. Optimizacijo obratnega kapitala lahko izvajamo na več področjih poslovanja:

- odločitve o obsegu obratnih sredstev,
- plačilni roki in višina obveznosti do dobaviteljev,
- koeficient obračanja zalog,
- plačilni roki in višina terjatev do kupcev.

Med obratni kapital se šteje tisto premoženje, katerega ročnost je krajša od enega leta oz. za katero je predvideno, da bo v roku enega leta spremenilo svojo obliko. Kategorije, ki sestavljajo obratni kapital, prikazuje Tabela 14.

Tabela 14: Računovodske kategorije, ki sodijo med obratni kapital.

Aktiva – sredstva	Pasiva – obveznosti do virov
- zaloge materiala, - zaloge trgovskega blaga, - kratkoročne poslovne terjatve, - avansi, - denarna sredstva	- kratkoročna finančne obveznosti, - kratkoročne poslovne obveznosti, - rezervacije (kratkoročne), - druge kratkoročne obveznosti

Vir: Mednarodni standardi računovodskega poročanja, 2008, str 141.

Obravnavana metoda kot generatorje denarnih tokov v povezavi z obratnim kapitalom upošteva predvsem: zaloge, poslovne terjatve in poslovne obveznosti. Ravnanje z obratnim kapitalom lahko poimenujemo *Kratkoročni finančni management* (angl. *Short-Term Financial Management*) izhaja iz angloameriškega pojmovanja (Hill & Sartoris, 1994, str. 48).

Z učinkovitim ravnanjem z obratnim kapitalom lahko podjetja sprostijo likvidna sredstva ter posledično zmanjšajo svojo zadolženost in hkrati s krajšimi odzivnimi časi zmanjšajo tveganje konjunkturalnih nihanj. Učinek lahko dosežejo s intenziviranjem izterjave do kupcev, zmanjšanjem zalog in dogovoru o podaljšanju plačilnih rokov z dobavitelji. Zmanjšanje zalog zahteva usklajevanje z dobavitelji na način, da dobavljajo material neposredno v proizvodni proces (»JIT«)¹¹. V sklopu nabavnega marketinga je zraven podaljšanja plačilnih rokov možen dogovor za popuste v primeru takojšnjega plačila (ital. *cassasconto*). V kolikor takšen popust znaša 5 % za takojšnje plačilo namesto v 60 dneh, to preračunano na letno raven posojila pomeni 30 % letno obrestno mero (!). Neizkoriščenih možnosti za aktiviranje tovrstnih generatorjev denarnega toka je največ v srednjih in manjših podjetjih. Realizacija možnosti je odvisna tudi od pogajalske moči podjetja.

V okviru obratnega kapitala metoda opredeljuje tudi t. i. prilagojen obratni kapital oz. (angl. *Adjust Working Capital*, v nadaljevanju AWC). Prilagojen obratni kapital je del kratkoročnih sredstev in kratkoročnih obveznosti, na podlagi katerega lahko določimo (Korn, 2010, str. 1):

- kolikšen delež potrebnega financiranja lahko zagotovimo iz kratkoročnih posojil in kolikšen delež lahko zagotovimo iz naslova poslovnih obveznosti,
- vsakoletni obseg potrebnih naložb v kratkoročna sredstva,
- učinkovitost obratnega kapitala, merjena kot prilagojen obratni kapital/prihodki od prodaje,
- višimo prihodkov, ki jih ustvarimo na osnovi obstoječega prilagojenega obratnega kapitala in izkoriščenosti kapacitet.

Formula za izračun prilagojenega obratnega kapitala je naslednja:

$$\text{prilagojena kratkoročna sredstva} = \text{kratkoročna sredstva} - \text{denarna sredstva} \quad (20)$$

$$\begin{aligned} \text{prilagojene kratkoročne obveznosti} = \\ \text{kratkoročne obveznosti} - \text{kratkoročne finančne obveznosti} - \\ \text{kratkoročni del dlogoročnih finančnih obveznosti} \end{aligned} \quad (21)$$

$$\text{AWC} = \text{prilagojena kratkoročna sredstva} - \text{prilagojene kratkoročne obveznosti} \quad (22)$$

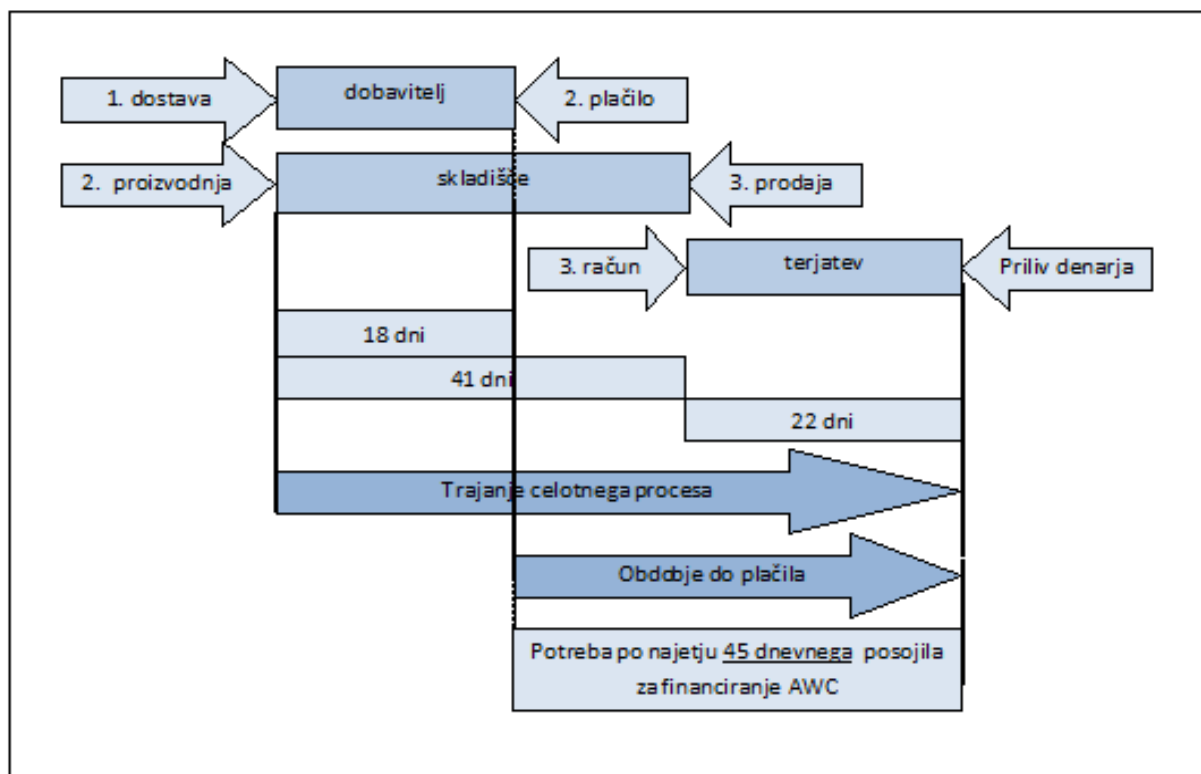
¹¹ *JIT* je kratica za angleški izraz »Just In Time« in pomeni dobavo prvin poslovnega procesa v proces ravno v tistem trenutku, ko je predvidena njihova uporaba oz. poraba z namenom znižanja stroškov skladiščenja in podobnega oz. prenalitve teh stroškov na dobavitelje.

Primer:

Gibljava sredstva:	700.000 €
<u>Denarna sredstva:</u>	<u>- 200.000 €</u>
Prilagojena kratkoročna sredstva:	500.000 €
Kratkoročne obveznosti:	600.000 €
od tega kratkoročne finančne obveznosti:	- 200.000 €
<u>od tega kratkoročni del dolgoroč. fin. obv.:</u>	<u>- 200.000 €</u>
Prilagojene kratkoročne obveznosti:	200.000 €
Prilagojena kratkoročna sredstva:	500.000 €
<u>Prilagojene kratkoročne obveznosti:</u>	<u>-200.000 €</u>
Prilagojen obratni kapital (AWC):	300.000 €

Iz predhodnega primera lahko ugotovimo, da mora v naslednjem letu podjetje zagotoviti 300.000 € novih kratkoročnih finančnih obveznosti (kratkoročnih bančnih posojil). V primeru, ko bi prilagojene kratkoročne obveznosti presegale prilagojena kratkoročna sredstva, bi bila vrednost prilagojenega obratnega kapitala (AWC) negativna. To pomeni, da je AWC financiran iz drugih virov (npr. kratkoročne posl. obveznosti), ki podjetju ne povzročajo obrestnih odhodkov. Podjetje nima potrebe po najemanju dodatnih kratkoročnih posojil. Možnosti financiranja na podlagi daljših plačilnih rokov dobaviteljev so največje pri trgovskih podjetjih, diskontih in internetni kataloški prodaji izdelkov. Na Sliki 5 je shematski prikaz potreb po financiranju AWC.

Slika 5: Predstavitev potrebe po financiranju AWC



Vir: N. Korn, & S. Pohlmann, *Werte und Wachstum schaffen durch Working Capital Management*, 2008, str 48.

Kratkoročno financiranje je namenjeno financiranju kratkoročnih potreb podjetja po sredstvih. To pomeni, da s kratkoročnimi posojili financiramo sezonska nihanja v prodaji, nabavi ter druge ciklične ali enkratne dogodke. V podjetjih se pogosto dogaja, da je potreba po financiranju AWC konstantna in podjetje dejansko nikoli ne vrne kratkoročnega posojila. V primeru, da bi finančna institucija zahtevala vračilo takega posojila, bi podjetje zašlo v likvidnostne težave in postalo nelikvidno. V takem primeru se posojilo lahko poplača le z odkupom te terjatve ali s spremembo ročnosti odplačila posojila. Tako posojilo ima vse lastnosti dolgoročnega posojila in ga je potrebno uvrstiti med dolgoročne finančne obveznosti. Neusklajenost ročnosti sredstev in virov sredstev je v veliki meri pripomogla k nesolventnosti slovenskih podjetij v zadnjih letih. Nesolventnost je pogosto vodila v stečaj, čeprav so podjetja izkazovala bilančno enako sliko kot v predhodnih letih. Velik del razlogov za neusklajenost ročnosti posojil z ročnostjo financiranih sredstev je tudi na strani bank, ki so nenadoma zaradi internih razlogov zahtevale vračilo v preteklosti velikokrat podaljšanah kratkoročnih posojil ali t. i. revolving kreditov¹². Pri analizi računovodskih izkazov moramo nameniti pozornost gibanju potreb podjetja po kratkoročnih posojilih znotraj opazovanega obdobja. Analitik mora pridobiti sliko cikličnih gibanj v poslovanju in ovrednotiti tveganja na podlagi neusklajene ročnosti. Na tak način bo znal pravilno svetovati stranki in ji tudi ponuditi financiranje, prilagojeno potrebam stranke. Prilagojen obratni kapital – AWC je sestavljen iz več različnih generatorjev denarnih tokov. V nadaljevanju bom posamezne generatorje razčlenil in opisal njihov vpliv na denarni tok v podjetju.

3.4.1.1.1 Zaloge

Zaradi pomembnosti zalog iz poslovnih razlogov in njihovega visokega vpliva na likvidnost podjetja je v strokovni literaturi ravnanje z zalogami obsežno obravnavana tema. V magistrski nalogi bom obravnaval kategorijo zalog s finančnega vidika. Po vsebini zaloge delimo na zaloge materiala in surovin, zaloge nedokončane proizvodnje, zaloge izdelkov in zaloge trgovskega blaga. V zalogah je pogosto vezan pomemben del sredstev podjetja. Zaloge so neposredno povezane s stroški financiranja in s stroški skladiščenja, kar pomembno vpliva na poslovni izid. Zaloge predstavljajo eno najbolj trdovratnih postavk v bilancah in dajejo podjetjem veliko možnosti za kreativnost v negativnem pomenu besede. Učinkovit pristop k ravnanju z zalogami omogoča sproščanje dodatne likvidnosti v podjetju in zniževanje potreb po posojilih.

Primer:

Vrednost zalog:	2.000.000 €
Trajanje skladiščenja:	45 dni
Letna obrestna mera:	7 %

¹² Revolving kredit je vrsta kratkoročnega kredita, pri katerem se lahko večkrat črpa in vrača sredstva do višine, ki je določena s kreditno pogodbo. Obresti se na mesečni ravni obračunavajo le za črpani del kredita (za nečrpani del stranka plačuje le dogovorjeno rezervacijsko nadomestilo), medtem ko se glavnica vrne ob zapadlosti kredita.

Če znaša povprečno stanje zalog 2 mio € in se zaloge obrnejo v obdobju 45 dni, znašajo obresti za financiranje zaloge 285.700 € na letni ravni. Za obdobje 45 dni znašajo obresti 35.200 €. V kolikor bi obdobje skladiščenja znižali na 30 dni, bi se stroški obresti za financiranje zaloge na letni ravni znižali za 11.741 €. Število dni, ko je blago v skladišču, izkazujemo s kazalcem DIO (angl. *Days Inventory Outstanding*).

$$DIO = \frac{\text{vrednost zaloge}}{\text{vrednost prodaje}} * 365 = \frac{\text{vrednost zaloge}}{\text{povprečna dnevna prodaja}} \quad (23)$$

Kazalec DIO nam pove število dni, ki je potrebno, da se vložena sredstva, vezana v zalogi, ponovno spremenijo v denar preko plačil kupcev.

Zaloge so po svojih lastnostih kratkoročno sredstvo in jih podjetje običajno financira s kratkoročnimi viri. V kolikor podjetje za financiranje zalog koristi dolgoročne vire, mu to daje dodatno stabilnost v poslovanju in znižuje tveganje nelikvidnosti v primeru naraščanja vrednosti zalog. Tu se pojavlja vprašanje cene teh virov, saj so praviloma dolgoročni viri dražji od kratkoročnih virov financiranja. Pogosto in pomembno obliko dolžniškega financiranja zalog predstavljajo obveznosti do dobaviteljev blaga, materiala in storitev. Odvisno od pogajalskih izhodišč med poslovnimi partnerji podjetje pri plačilu dosega različno dolge plačilne roke. Nabavo vhodnih prvin plača v skladu z dogovorjenim plačilnim rokom in posluje preko prejetih blagovnih kreditov. Podjetje izkorišča tuje kratkoročne vir, ki mu omogočajo nabavo poslovnih prvin in financiranje lastnih terjatev pri kupcih izdelkov storitev. Tako obliko financiranja najdemo pri manjših podjetjih, ki druge vire težje pridobijo, in pri velikih podjetjih, ki lahko izkoriščajo močnejša pogajalska izhodišča. Najugodnejšo obliko financiranja zalog bi podjetje doseglo, v kolikor bi se z dobavitelji dogovorilo za plačilne roke, ki bi bili terminsko usklajeni s trajanjem obrata zalog in plačila izdelkov.

Velikost deleža obveznosti do dobaviteljev v primerjavi s prihodki podjetja neposredno vpliva na strošek financiranja virov sredstev. Pri tem ni nujno najbolj ugodno, da podjetje dosega dolge plačilne roke. Nekateri dobavitelji so pripravljeni za predčasno plačilo priznati dodaten popust (ital. *cassasconto*). V uveljavljeni poslovni praksi znašajo popusti za predčasno plačilo od 1 % do 4 % na mesečni ravni. Preračunano na letno raven to pomeni od 12 do 48 % letno obrestno mero, kar je nekajkrat več, kot znaša obrestna mera pri bankah. Kupcu se v takih primeri izplača najeti posojilo in dobavljene prvine predčasno plačati. Za prodajalca so razmere obratne.

Drugi način financiranja zalog je najetje posojila pri banki. Za financiranje zaloge podjetja običajno koristijo kratkoročna posojila z rokom dospelosti znotraj enega leta, ki so lažje dostopna in cenejša. Banke v ta namen ponujajo vrsto prilagojenih oblik:

- **Revolving kredit ali kontokorentni kredit**, ki je namenjen financiranju kratkoročnih sredstev, kot sezonski ali premostitveni kredit. Podjetje lahko znotraj pogodbeno določenega limita poljubno črpa in vrača denarna sredstva. Obresti se plačujejo le na

dejansko korišćeni del kredita. Taka posojila so primerna zlasti za podjetja, katerih poslovanje je podvrženo izrazitim sezonskim vplivom.

- **Lombardni krediti** so krediti, pri katerih kreditojemalec zastavi in izroči banki lastno premoženje kot garancijo plačila dolga. V kolikor svoje obveznosti do banke ne izpolni, banka unovči zavarovanje s prodajo tega premoženja kot sekundarni vir poplačila. Tako premoženje je lahko umetniško delo, vrednostni papirji, blago, menice ali žlahtne kovine.
- **Avalni kredit** je jamstvo banke dolžnika, da bo izpolnila obveznost dolžnika do tretje osebe.
- **Rembursni kredit** banka odobri na podlagi blagovnih dokumentov, kosamenta, fakture, zavarovalne police in podobnim.
- **Eskontni kredit** je kratkoročni kredit na podlagi eskontirane nezapadle menice. Menični znesek je znesek kredita, povečan za bodoče obresti in stroške. Kredit je dolžan poplačati menični obveznik, ki ni nujno kreditojemalec.

3.4.1.1.2 Ravnanje s poslovnimi terjatvami

Poslovne terjatve, nastale na podlagi sodelovanja s kupci storitev in blaga, so eden najpomembnejših spodbujevalcev denarnega toka. Poslovne terjatve so v največjem delu odvisne od obsega poslovanja, ki ga podjetje ustvarja. Ravnanje s poslovnimi terjatvami pa v največjem delu sloni na optimizaciji obdobja, v katerem podjetje prejme plačilo za opravljeno storitev ali dobavljeno blago. Rok, v katerem so terjatve plačane, je tudi eden najpomembnejših kazalcev v tej kategoriji. Če ima podjetje možnost, da skrajša obdobje plačila in tako poveča frekvenco kontinuiranih dobav, se bo to odrazilo v nižjem obratnem kapitalu in zmanjšani potrebi po najemanju kratkoročnih posojil. Pri interpretaciji kazalnika je potrebno ugotavljati letno povprečje, saj lahko sezonska nihanja v obsegu poslovanja pomembno vplivajo na njegovo sporočilnost.

Primer:

Terjatve iz dobave blaga in opravljanja storitev:	6.000.000 €
Letni promet:	50.000.000 €
Povprečni dejanski rok plačil:	44 dni

V kolikor bi podjetje uspelo znižati rok plačil kupcev s 44 dni na 30 dni, bi potrebovalo 230.000 € manj obratnega kapitala, ki je vezan v terjatvah. Posledično bi se letni stroški financiranja obratnega kapitala zmanjšali za 16.000 € (ob predpostavljeni 7 % letni obrestni meri). Podjetje si na tak način zagotovi likvidna sredstva, hkrati pa zniža stroške financiranja. Kazalec oz. število dni od dobave blaga do plačila poimenujemo DSO (angl. *Days Sales Outstanding*). Izračun kazalca je naslednji:

$$DSO = \frac{\text{terjatve}}{\text{vrednost prodaje}} * 365 = \frac{\text{terjatve}}{\text{povprečna dnevna prodaja}} \quad (24)$$

Podlaga za nastanek terjatve je pogodba v vseh njenih pojavnih oblikah. Najpogostejši način nastanka terjatve je izstavitve računa za dobavljeno blago ali opravljeno storitev. Zakonodaja določa izstavitve računa v istem davčnem obdobju (koledarskem mesecu), kot je bilo dobavljeno blago ali opravljena storitev. Rok plačila terjatev določata oba partnerja v skladu s svojo poslovno politiko in pogajalsko močjo. Daljši plačilni roki pomenijo daljšo vezavo sredstev v terjatvah in povečano poslovno tveganje. Najenostavnejši in najbolj pogost način poravnave terjatev je plačilo preko transakcijskega računa v dogovorjenem roku. Poslovna praksa je izoblikovala različne načine poravnave terjatev, ki so prilagojeni potrebam podjetij oz. jih podjetje lahko izbere glede na svoje potrebe. Zakonodaja se je prilagodila poslovni praksi in načine izpolnitve obveznosti tudi uokvirila v zakonih, predvsem v Obligacijskem zakoniku.

Factoring storitev opravljajo specializirana podjetja, navadno v okviru večjih finančnih grupacij. Koristniki faktoringa – podjetja pa se tako zavarujejo pred morebitnim neplačilom. Ponudnik faktoringa – faktor prevzame tveganje neplačila in se obveže, da bo terjatev upniku poravnal v dogovorjenem roku, če dolжник svoje obveznosti ne bi poravnal. Zraven zavarovanja neplačila storitev omogoča tudi financiranje upnikov, saj faktor lahko znesek takoj nakaže upniku. Zaslužek faktorja oz. strošek upnika predstavljajo provizija, strošek izvedbe in obresti. Storitve se največkrat poslužujejo mala in srednja podjetja z visokimi stopnjami rasti, katera dajejo prednost takojšnjemu plačilu pred ceno storitve. Praviloma je factoring enostavnejši, hitrejši in dražji od bančnih posojil. Factoring lahko uporabljajo bolj zadolžena podjetja, ki so svoj kreditni potencial pri bankah že izčrpala, saj se ponudnik storitev ne izpostavlja do njih, ampak do njihovih dolžnikov. Factoring omogoča lažje načrtovanje denarnih tokov in preverjanje bonitete kupcev preko profesionalnih inštitucij.

Pogodba o odstopu terjatev – cesija: »Cesija ali odstop terjatve je pogodba, s katero upnik prenese svojo obligacijsko pravico (terjatev) na novega upnika. Pogodbeni stranki sta stari (odstopnik oz. cedent) in novi upnik (prevzemnik ali cesionar), pri čemer sodelovanje dolžnika ni potrebno« (Juhart, 1996, str. 5). Višina terjatve in drugi pogoji se s prenosom ne spremenijo. Spremeni se le upnik, kateremu je potrebno poravnati terjatev. Podjetja – upniki sklepajo cesije z namenom prenosa težko izterljivih terjatev na podjetja, specializirana za izterjavo, z namenom pridobitve likvidnih sredstev ali pa z namenom podelitve zavarovanja.

Pogodba o nakazilu ali asignaciji je tripartitni dogovor med dolžnikom, upnikom in dolžnikom dolžnika kot tretjo osebo. S pogodbo o nakazilu dolжник (asignant) nalaga svojemu dolžniku (asignat), da le-ta namesto njega izpolni obveznost prejemniku nakazila (asignatar). Hkrati prejemnika nakazila pooblašča za prejem nakazila, prejemnik pa s tem soglaša. Asigancija (nakazilo) se razlikuje od cesije (odstopa terjatev) v tem, da se terjatev ne prenaša, ampak se le izvede plačilo.

Pobot ali kompenzacija je lahko enostranska izjava, dvostranski ali večpartitni dogovor (verižna ali multilateralna kompenzacija) za medsebojno poravnavo obveznosti in terjatev brez denarnega toka. Kompenzacija se lahko izvede pod pogojem, da so terjatve denarne, zapadle in zneski terjatev enaki. Udeleženci se z izvedbo kompenzacije izognejo stroškom bančnih

nakazil. Pri verižnih kompenzacijah sodelujejo med seboj tudi podjetja, ki nimajo neposrednih medsebojnih obveznosti. Z vključitvijo drugih oseb se dopolnijo manjkajoča dolžniško-upniška razmerja. V primeru manjšega števila udeležencev se za tovrstno kompenzacijo dogovorijo udeleženci neposredno, pri večjem številu udeležencev pa navadno sodelujejo specializirani ponudniki, ki tako kompenzacijo pripravijo in izpeljejo za ustrezno provizijo. Verižna kompenzacija z vključevanjem večjega števila ponudnikov je učinkovit pripomoček za pobotanje terjatev do problematičnih dolžnikov, ki so težko izterljive.

3.4.1.1.3 Poslovne obveznosti

Ravnanje z obveznostmi ima na denarni tok podobne učinke kot ravnanje s terjatvami. Glavni kazalnik je obdobje, v katerem podjetje plača svoje obveznosti. Enako kot pri poslovnih terjatvah je potrebno upoštevati medletno povprečje in ga primerjati s skupno vrednostjo nabav. V nasprotnem primeru kazalnik izgubi svojo sporočilnost zaradi sezonskih nihanj in različnih obsegov poslovanja. Uspeh podaljšanja plačilnih rokov je odvisen od pogajalske moči podjetja. V kolikor podjetje to doseže, prevale pomemben delež financiranja na dobavitelje, ki s tem prevzamejo funkcijo kratkoročnega kreditodajalca.

Primer:

Obveznosti iz dobave blaga in opravljenih storitev:	6.000.000 €
Letna vsota dobav	50.000.000 €
Podaljšanje plačilnih rokov:	s 30 na 45 dni

Podjetje s takim ukrepom pridobi dodatna likvidna sredstva in zmanjša potrebo po kratkoročnem zadolževanju v znesku 246.575 €, brez stroškov obresti. Prihranek iz naslova obresti znaša 17.260 € na letni ravni. Poleg izboljšanja likvidnosti in znižanja potrebe po financiranju obratnega kapitala pri bankah se podjetju znižajo tudi stroški obresti, saj podjetje dobaviteljem, ki ga kreditirajo, ne plačuje obresti. Kazalec oz. število dni od dneva prejema blaga in do izvedbe plačila imenujemo DPO (angl. *Days Payables Outstanding*).

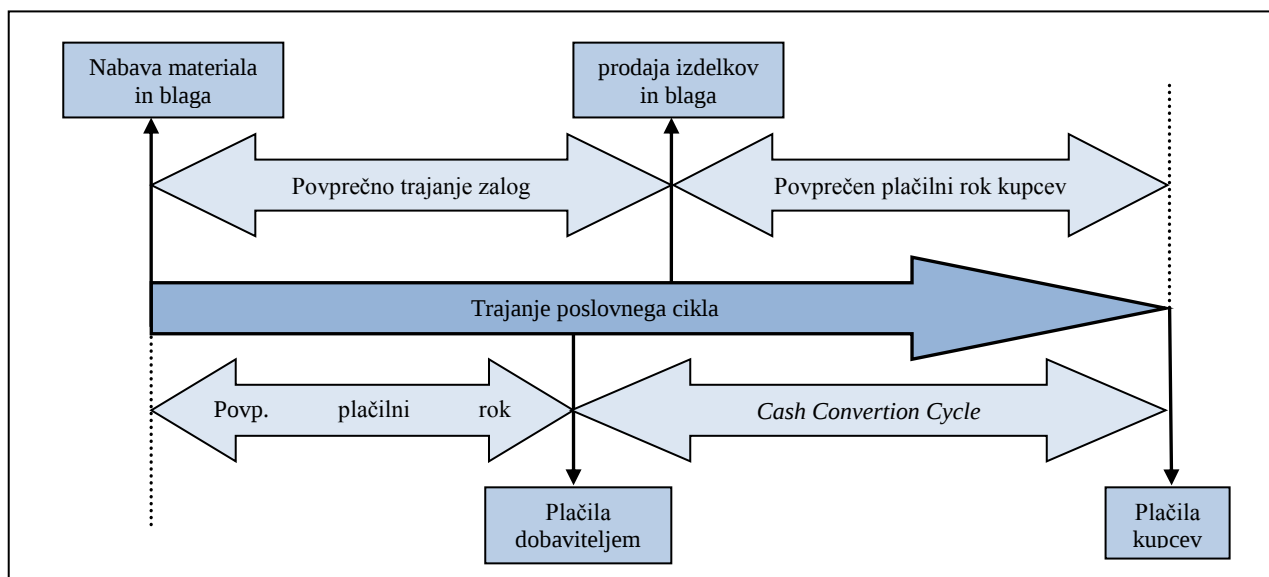
$$DPO = \frac{\text{obveznosti iz poslovanja}}{\text{vrednost prodaje}} * 365 = \frac{\text{obveznosti iz poslovanja}}{\text{povprečna dnevna prodaja}} \quad (25)$$

Dolžniki lahko uporabljajo podobne instrumente kot upniki pri ravnanju s terjatvami s to razliko, da so na drugi strani pogodbenega odnosa. Upnik in dolžnik morata imeti motiv za sklenitev dogovorov za poravnavo medsebojnih obveznosti. Motivi strank za alternativno poravnavo medsebojnih razmerij so lahko različni. Ob tem velja pripomniti, da so v primeru uvedbe insolvenčnih postopkov zoper dolžnika alternativne možnosti poravnave medsebojnih razmerij izpodbojne, v kolikor se ugotovi, da je bil kateri od upnikov privilegiran v primerjavi z drugimi upniki.

3.4.1.1.4 Kazalnik CCC (angl. *Cash Conversion Cycle*)

Kazalnik CCC povezuje med seboj vse tri obravnavane kazalnike DIO, DSI in DPO in izraža povprečno trajanje obdobja, v katerem se povrnejo (plačajo) potrošena sredstva. Kazalnik CCC je prikazan Sliki 6.

Slika 6: Ponazoritev kazalnika *Cash Conversion Cycle*



Vir: S.A. Ross, *Corporate Finance*, 2008, str. 108.

Formula za izračun je naslednja:

$$CCC = DIO + DSO - DPO \quad (26)$$

Pri tem pomeni:

CCC – Povprečno število dni od plačila surovin dobaviteljem do prejema plačila kupcev za prodane izdelke (angl. *Cash Conversion Cycle*).

DIO – Povprečno število dni, ko je blago v skladišču (angl. *Days Inventory Outstanding*).

DSO – Povprečno število dni od dobave proizvodov kupcem do prejema plačila (angl. *Days Sales Outstanding*).

DPO – Povprečno število dni od dobave surovin do izvedbe plačila (angl. *Days Payable Outstanding*).

Kazalnika DSO in DIO opredeljujeta poslovni proces. Njune spremembe vodijo k povečanju kazalnika CCC. Kazalnik DPO pa zmanjšuje vrednost CCC. CCC meri povprečno obdobje med terminom odliva denarnih sredstev za nabavo materiala in blaga ter terminom priliva denarnih sredstev iz naslova prodaje blaga ali storitev. Krajša vrednost kazalca CCC vodi k večji likvidnosti, posledično nižjim potrebam podjetja po obratnem kapitalu in nižji zadolženosti. Zaradi nižjih stroškov obresti se poveča tudi dobičkonosnost podjetja. Ravnanje z zalogami mora stremeti k čim krajšemu CCC, saj s tem povečuje likvidnost podjetja. Ob tem

velja omeniti, da je v primeru daljših plačilnih rokov dobaviteljem in takojšnjega plačila kupcev vrednost CCC lahko tudi negativna. V tem primeru podjetje v celoti generira potreben obratni kapital iz naslova plačilnih rokov in za poslovanje sploh ne potrebuje tujih virov. Taki primeri so najbolj pogosti v trgovski panogi maloprodaje.

3.4.1.1.5 Drugi parametri, ki vplivajo na generiranje denarnih tokov

Rast prometa podjetja prikazujemo z indeksi ali stopnjami rasti. V razmerah negativne gospodarske rasti lahko podjetje zabeleži višje dobičke zaradi znižanja stroškov kot posledice dezinvestiranja ali zmanjšanja obsega poslovanja. Take aktivnosti so sicer nujne, a je njihov učinek zgolj kratkoročen. Rast prometa pa je dejavnik, ki ima trajne učinke na poslovni rezultat podjetja. S tega vidika lahko rečemo, da je rast prometa generator denarnih tokov s stalnimi učinki.

Marža bruto donosa je kazalnik, ki nam pokaže izkoriščenost kapacitet in njihovo dobičkonosnost. Prikažemo jo kot razmerje med bruto prihodkom in stroškom storitve. Pove nam, kolikšen del prihodkov lahko uporabimo za kritje preostalih stroškov po odbitku materialnih stroškov.

Delež operativnih stroškov v prihodkih; z znižanjem stroškov, ki niso neposredno povezani s spremembami prihodkov, lahko predvsem kratkoročno, delno pa tudi dolgoročno racionaliziramo poslovanje in sprostimo dodatno likvidnost v podjetju.

Učinkovitost uporabe obratnega kapitala in osnovnih sredstev; s primerjavo obravnavanih spremenljivk AWC (prilagojen obratni kapital) in neto opredmetenih osnovnih sredstev s prometom lahko določimo učinkovitost uporabe obratnega kapitala in osnovnih sredstev. Za podajo celovite ocene ali podjetje učinkovito ravna s sredstvi pa je potrebno poslovanje in rezultate primerjati tudi z drugimi podjetji v panogi. Posebnosti posameznih panog lahko pomembno vplivajo na kazalce, ki pa sami ne podajo jasne informacije o učinkovitosti poslovanja. Vpliv prilagojenega obratnega kapitala na učinkovitost je izračunan v Tabeli 15.

Tabela 15: Primer izračuna vpliva AWC na učinkovitost

leto postavka	2011	2012	2013
Prihodki v €	1.000.000,00	1.250.000,00	1.500.000,00
AWC v €	250.000,00	400.000,00	450.000,00
AWC/prihodki	0,25	0,32	0,30

Vir: Gvin, b.l.

Iz gornje tabele izhaja, da se je učinkovitost obratnega kapitala leta 2012 v primerjavi s predhodnim letom poslabšala. Tako poslabšanje predstavlja opozorilni znak, na podlagi katerega je potrebno spremembe podrobneje proučiti. Sprememba lahko predstavlja

poslabšanje poslovanja podjetja, lahko pa predstavlja poslovno odločitev, na podlagi katere se bo dolgoročna učinkovitost obratnega kapitala bistveno povečala in je zmanjšanje zgolj kratkoročnega značaja. Take informacije moramo pridobiti od stranke. Sprememba je lahko npr. posledica nakupa večje količine zaloge zaradi sezonskih nihanj cene ali količinskega popusta. V tem primeru pa je pogoj za bodoče povečanje učinkovitosti tudi povečan oz. ustrezen obseg naročil. Povečanje učinkovitosti obratnega kapitala v letu 2013 je prenizko in še vedno ne dosega vrednosti iz leta 2011. Informacija o visoki rasti prihodkov je, brez upoštevanja sprememb v obratnem kapitalu, zavajajoča. Da bi podjetje doseglo učinkovitost iz leta 2011, bi morala biti v letu 2013 višina obratnega kapitala 375.000 € ($1.500.000 \text{ €} \cdot 0,25 = 375.000 \text{ €}$). Nižja učinkovitost obratnega kapitala pomeni tudi relativno višje stroške financiranja za 5.250 € ob predpostavljeni 7 % obrestni meri ($((450.000 \text{ €} - 375.000 \text{ €}) \cdot 7\% = 5.250 \text{ €})$). V Tabeli 16 je prikazan primer podjetja, ki ima glede na prihodke presežek osnovnih sredstev, kar se odraža v njihovi nižji učinkovitosti.

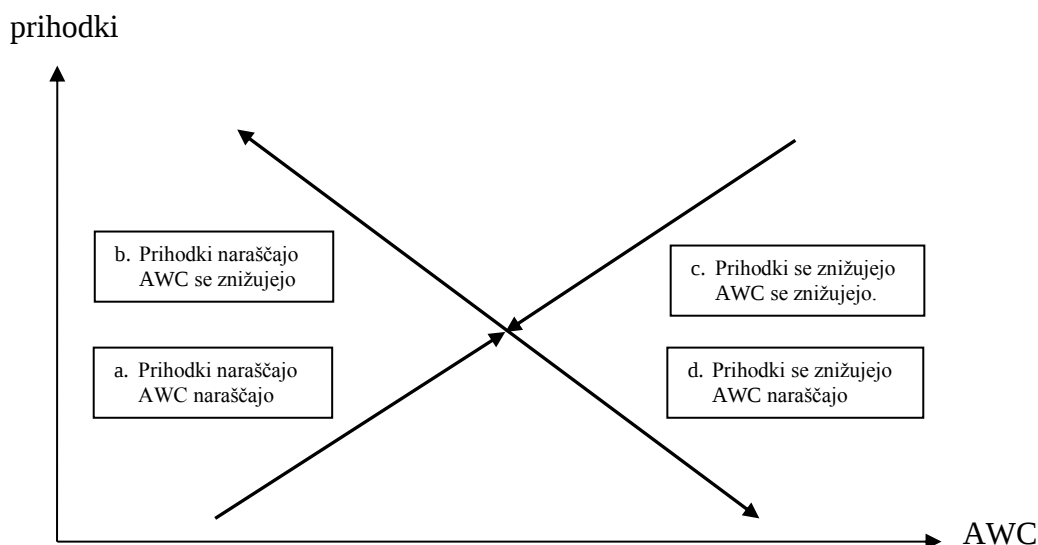
Tabela 16: Primer izračuna vpliva neto opredmetenih osnovnih sredstev (NOOS)

postavka \ leto	2011	2012	2013
Prihodki v €	1.000.000,00	1.250.000,00	1.500.000,00
NOOS v €	500.000,00	800.000,00	900.000,00
NOOS/prihodki	0,50	0,64	0,60

Vir: Gvin, b.l.

V kolikor podjetje želi doseči učinkovitost iz leta 2011, mora izvesti dezinvestiranje v višini 150.000 € na vrednost 750.000 € ali povečati prihodke za 300.000 € na 1.800.000 €. Previsoka vrednost osnovnih sredstev ima za posledico za 10.500 € višje stroške financiranja. Povečana zadolžitev hkrati pomeni zmanjšanje kreditnega potenciala. Za pravilno interpretacijo kazalnikov je potrebno od podjetja pridobiti vsebinsko razlago za nesorazmerno povečano vrednost osnovnih sredstev. Obstaja možnost, da se bodo rezultati povečane vrednosti osnovnih sredstev odrazili v prihodkih šele v naslednjih letih. V takem primeru je potrebno posebno pozornost nameniti vrzeli v denarnem toku in financiranju le-te. Slika 17 prikazuje možnosti gibanja AWC glede na prihodke.

Slika 7: Učinkovitost gospodarjenja s kratkoročnimi sredstvi



Legenda:

- Običajno poslovanje:** podjetju, ki povečuje prihodke, se povečuje tudi potreba po večjem prilagojenem obratnem kapitalu (AWC) in zunanjem financiranju le-tega.
- Idealno poslovanje:** podjetje, ki povečuje prihodke in uspe znižati potrebe po prilagojenem obratnem kapitalu znižuje potrebe po zunanjem financiranju in povečuje svoj denarni tok in kapaciteto zadolževanja.
- Običajno poslovanje:** podjetju se znižujejo prihodki in potreba po prilagojenem obratnem kapitalu.
- Slabo poslovanje:** podjetju se znižujejo prihodki ob hkratnem povečanju potreb po prilagojenem obratnem kapitalu (pogost pojav v obdobjih negativne gospodarske rasti).

Vir: N. Korn, & S. Polhmann, *Werte und Wachstum schaffen durch Working Capital Management*, 2008, str. 78.

4 Uporaba metode določanja kreditne sposobnosti na praktičnih primerih

To poglavje vključuje praktičen primer uporabe metode za konkretna podjetja. Za natančnejšo ugotovitev lastnosti in primernosti metode bom analizo izvedel na dveh različnih podjetjih, večjem podjetju s področja storitvene dejavnosti logistike in na srednjem (v razvoj usmerjenem) podjetju s področja industrijske proizvodnje. Imen podjetij ne navajam.

Praktična obravnava je pomembna za posloводства podjetij, saj so v skladu z Zakonom o finančnem poslovanju (Ur.l. RS, št. 13/14 – UPB, v nadaljevanju ZFPPIPP) posloводства podjetij odškodninsko odgovorna, če upniki dokažejo, da niso ravnala s profesionalno skrbnostjo poslovnofinančne stroke.

»Skladno z ZFPPIPP mora podjetje za upravljanje likvidnostnega tveganja oblikovati in izvajati politiko rednega upravljanja likvidnosti, ki jo potrdi posloводство in vključuje načrtovanje pričakovanih znanih in morebitnih izdatkov ter zadostnih prejemkov zanje ob upoštevanju normalnega poteka poslovanja in morebitnih položajev likvidnostnih kriz, redno spremljanje in upravljanje likvidnosti, opredelitev ustreznih ukrepov za preprečitev oziroma odpravo vzrokov za nastanek nelikvidnosti in opredelitev drugih možnosti.« (Peterlin, 2014, str. 1).

»Pomembna so obdobja likvidnostnih lukenj, ker je bistvo podjetja v ustvarjanju pozitivnega denarnega toka. Dobiček je samo vmesna ali spremljevalna faza in je odraz računovodskih standardov. Denarnega toka se ne da popravljati kakor bilance. Denar nikoli ne laže – je ali pa ga ni. Tudi revizorji ga ne morejo pričarati. Prihodek je dober, dobiček je boljši, denar pa je tisti, ki res nekaj velja.« (Peterlin, 2014, str. 1).

Pred pričetkom obravnave posameznega primera si mora analitik postaviti temeljna stališča, ki definirajo njegovo pozicijo in odnos do strank v skladu s poslovno kulturo posojilodajalca, njegovimi strateškimi usmeritvami, možnostmi in njegovim odnosom do tveganja (Korn, 2010, str. 2):

- To je moj denar in ga hočem nazaj.
- To je moj denar in hočem vedeti, za kaj bo uporabljen.
- Poslujem s strankami, ki jih resnično dobro poznam.
- Denarni tok je primarni in najpomembnejši vir odplačevanja dolga.
- Za poplačilo dolga bom omogočil vsaj dva vira. Poleg primarnega vira poplačila bom pridobil še sekundarni vir poplačila v obliki statičnega zavarovanja na vrednosti financiranega sredstva.
- Posloval bom s podjetji, kjer primarno tveganje neplačila v ustreznem obsegu sprejemajo lastniki podjetja.
- Posloval bom z osebami (lastniki in managerji), ki so že dokazali svoje sposobnosti.
- Lastniki moje banke so pomembnejši od lastnikov moje stranke. Za banko moram ustvarjati donose, ki ustrezajo tveganjem, ki jih banka prevzema.

Pred pričetkom analize si mora analitik postaviti šest temeljnih kreditnih vprašanj, na katera bo v analizi poiskal odgovore in bodo njegovo vodilo skozi postopek analize (Korn, 2010, str. 2):

- Ali povpraševanje posojilodajalca dejansko ustreza njegovim dejanskim potrebam?
- Ali podjetje razpolaga z dovolj lastnega kapitala glede na načrtovano povečanje posojil?
- Kolikšen je čisti obratni kapital in kakšna je dinamika njegovega razvoja?
- Ali načrtovana struktura sredstev ustreza načrtovani strukturi virov za financiranje teh sredstev (tako po vsebini kot po ročnosti)?
- Ali plan odplačil posojil ujema z načrtovanim denarnim tokom?
- Kakšen je namen porabe morebitnega presežka denarnih sredstev? (Izogibati se je potrebno kopičenju denarnih sredstev, ko ima podjetje še neodplačana posojila.)

4.1 Praktična predstavitev metode za prvo podjetje

Obravnavano podjetje (družba z omejeno odgovornostjo) je družinsko podjetje s 25-letno tradicijo v poslovanju. Svoje poslovanje so začeli kot obrtna delavnica in v prvi polovici devetdesetih let uspešno izvedli prehod iz obrti v bolj organizirano obliko poslovanja. Nova organizacija in sprememba v strateških usmeritvah so podjetju odprli nove možnosti v organizaciji proizvodnje in podjetja ter priložnosti na globalnem trgu. Danes je to podjetje z globalnim poslovanjem, ki na tujih svetovnih trgih realizira 80 % svojih prihodkov.

Proizvodnjo imajo organizirano v štirih državah. Z dvanajstimi trgovskimi predstavništvi so prisotni v 40 državah. Zahtevam trga se prilagajajo s stalnim razvojem izdelkov s poudarkom na inovacijah. Svoje izdelke so nadgradili s storitvami, svetovanjem in sodelovanjem s kupci že v razvojni fazi izdelka, kar dokazujejo tudi številna prejeta mednarodna priznanja.

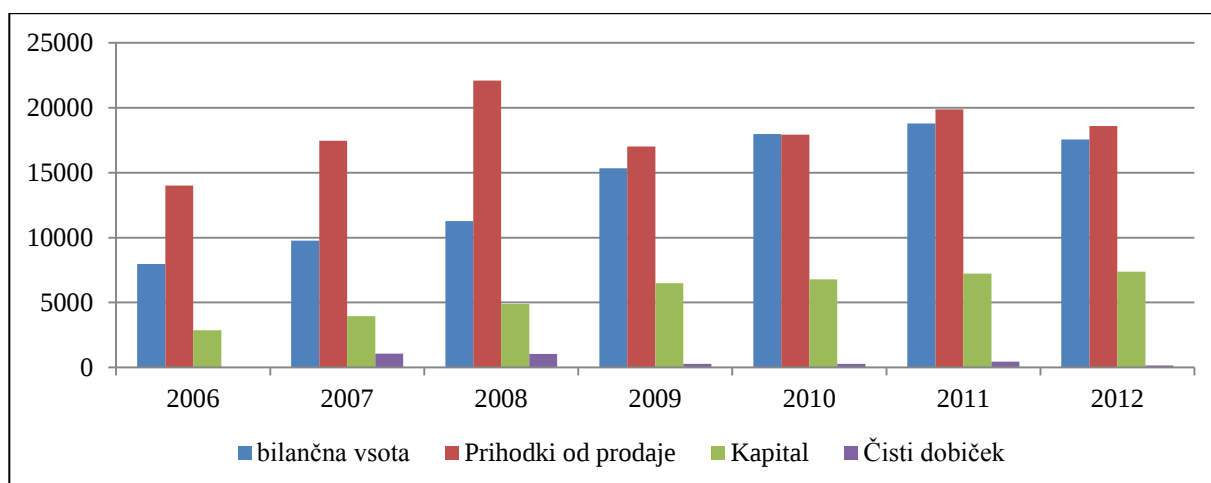
Pri razvoju podjetja je pomemben in kritičen trenutek, ko uspešen obrtnik zaradi rasti pride do strateške dileme, ali naj ostane obrtnik z omejenim obsegom poslovanja in lokalnim trgom ali pa naj obrt razvije v podjetje z novim načinom organizacije in vodenja. Ti prehodi so tvegani in prepogosto neuspešni. Dober obrtnik je tisti, ki svojo obrt obvlada in zna opravljati določeno storitev ali izdelati izdelek. Ta znanja so pomembna, a še zdaleč ne zadostna, ko se obrt razvije v podjetje. Takrat so potrebno druga in pogosto popolnoma drugačna znanja, kot so vodenje ljudi, organizacija poslovnih procesov, finančna in računovodska znanja, poznavanja trgov, znanje tujih jezikov, globalen način proizvodnje in trženja ter podobno. Takrat se mora obrtnik zavedati svojih pomanjkljivosti in se dodatno izobraziti ali pa prepustiti vodenje podjetja profesionalnim managerjem. V primeru obravnavanega podjetja so lastniki z obrtjo začeli le kot z zgodnjo obliko poslovanja z namenom čim hitrejšega prehoda v drugo bolj razvito obliko organizacije in poslovanja na globalnih trgih. Velik del znanj iz organizacije in mednarodnega poslovanja so že imeli in so prehod dokaj uspešno in hitro izpeljali. Osnovni kvantitativni podatki o podjetju in njegovi velikosti so prikazani v Tabeli 17 in grafično ponazorjeni na Sliki 8.

Tabela 17: Osnovni podatki o podjetju v 1000 € – prvi primer

leto							
postavka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bilančna vsota	7.958	9.777	11.281	15.329	17.966	18.795	17.557
Prihodki od prodaje	13.997	17.458	22.078	16.998	17.931	19.859	18.598
Kapital	2.873	3.941	4.899	6.487	6.780	7.228	7.384
Čisti dobiček	655	1059	1057	281	293	449	155
Št. zaposlenih	106	115	113	116	111	106	106
Dodana vrednost na zaposlenega	36	39	41	43	40	39	42

Vir: Gvin, b.l.

Slika 8: Grafični prikaz osnovnih podatkov podjetja v 1000 € – prvi primer



Vir: Tabela 14.

Opazimo lahko, da je podjetje ujelo konjunkturi val v sredini preteklega desetletja in povečevalo prihodke po povprečni stopnji 19 % letno. Povečani proizvodnji in prodaji je podjetje sledilo s povečanjem sredstev, katerih vrednost je do leta 2008 naraščala po stopnji 14 % letno. V letu 2008 se je na svetovnih trgih začelo zniževanje gospodarske rasti, ki se je pri tako izrazitem izvozniku, kot je obravnavano podjetje, takoj odrazilo v znižanju prihodkov. Poslabšanje svetovnih gospodarskih razmer je na domače gospodarske kazalnike vplivalo z nekajmesečnim zamikom, saj sta se povpraševanje in plačilna sposobnost kupcev zmanjšala šele konec leta 2008. Izdelki, ki jih proizvaja obravnavano podjetje, so tesno povezani z dejavnostjo gradbeništva, ki je v Sloveniji zabeležila največji upad aktivnosti. Razpršenost trgov in majhna odvisnost od domačega povpraševanja sta podjetju med drugim omogočila relativno uspešno poslovanje, saj je družba v vseh naslednjih letih poslovala pozitivno. V letu 2009 so se prihodki v primerjavi s predhodnim letom znižali za 25 %. V naslednjih letih je družba prihodke stabilizirala in jih celo povečevala predvsem na račun izvoza.

Sredstva družbe so v letih 2009 in 2010 še vedno naraščala zaradi njunih investicij v novo tehnološko opremo in predvsem zaradi dokončanja v letu 2008 začete investicije v obnovo proizvodnih in poslovnih prostorov, ki jih je podjetje kupilo v letu 2007. Rast sredstev se je v letu 2011 zaustavila in v letu 2012 je opazno znižanje vrednosti in prilagoditev obsegu poslovanja. Iz strukture je opazno stabilno in dolgoročno lastništvo družbe, saj so lastniki ustvarjeni dobiček vsa leta puščali v podjetju, kar se je odrazilo v nominalnem povečanju kapitala. Zaradi visoke vrednosti investicij v letih 2006, 2007 in 2008 se je družba intenzivno zadolževala pri bankah, kar se je odrazilo v zmanjšanju deleža kapitala v strukturi virov, ki pa je leta 2008 še vedno znašal za slovenske razmere zelo visokih 43 % glede na vse obveznosti do virov. V naslednjih letih se je nominalna vrednost kapitala še vedno povečevala, delež kapitala v vseh virih se bistveno ni spremenil in je v letu 2012 znašal 42 %. V primerjavi z drugimi podjetji v panogi in nasploh je delež kapitala bistveno nad slovenskim povprečjem in blizu idealnemu teoretičnemu deležu polovice vseh virov. V razmerah znižanja prihodkov je manjša odvisnost od tujih virov pomemben dejavnik uspešnosti poslovanja.

4.1.1 Analiza panoge

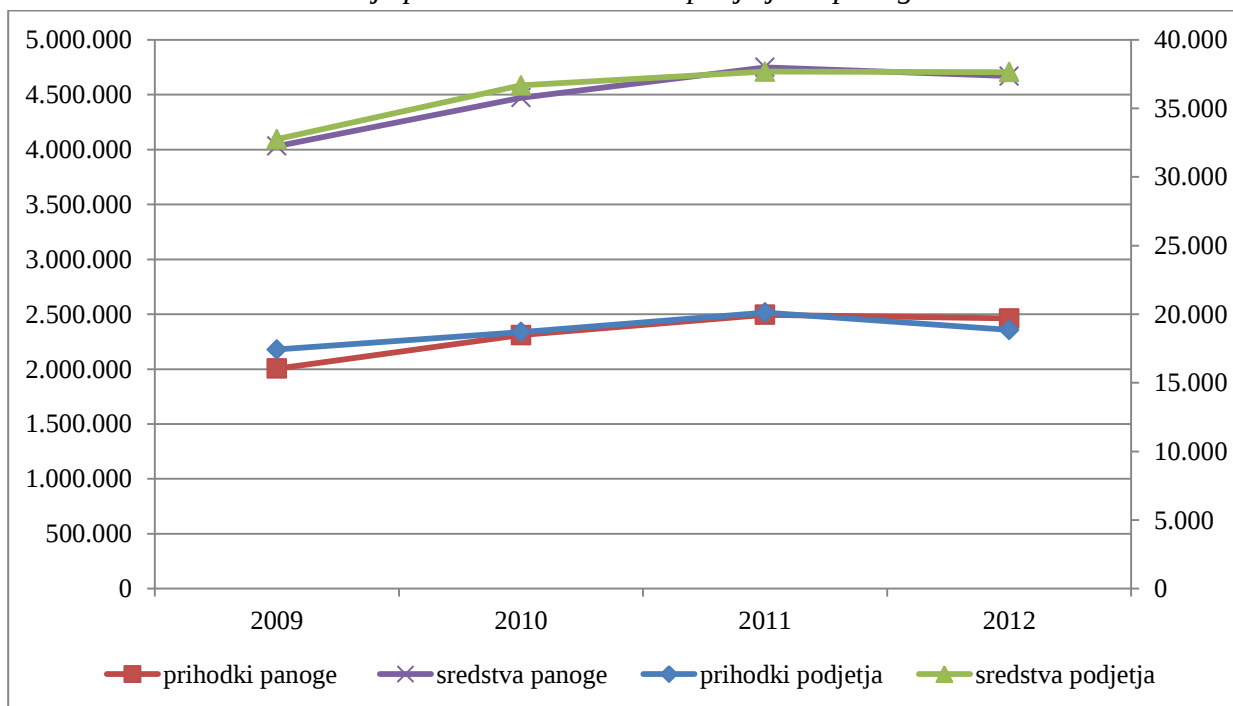
Za panogo, v kateri podjetje posluje, je značilna visoka konkurenca pri kakovosti izdelkov in storitev, povezanih z izdelki (roki dobave, dobava nadomestnih delov in podobno). Z razpršenostjo trgov je podjetje uspelo nevtralizirati del konjunkturalnih nihanj in sezonskih vplivov v povpraševanju. Primerjava med prihodki in sredstvi v panogi in prihodki ter sredstvi v podjetju je razvidna v Tabeli 18 in Sliki 9.

Tabela 18: Prihodki in sredstva podjetja in panoge v 1000 € – prvi primer

leto kategorija	2009	2010	2011	2012
prihodki podjetja	17.428	18.705	20.123	18.851
prihodki panoge	2.004.678	2.309.469	2.495.443	2.461.455
sredstva podjetja	15.329	17.968	17.556	18.795
sredstva panoge	2.027.728	2.162.462	2.254.086	2.207.193

Vir: Gvin, b.l.

Slika 9: Gibanje prihodkov in sredstev podjetja in panoge v 1000 €



Vir: Tabela 15.

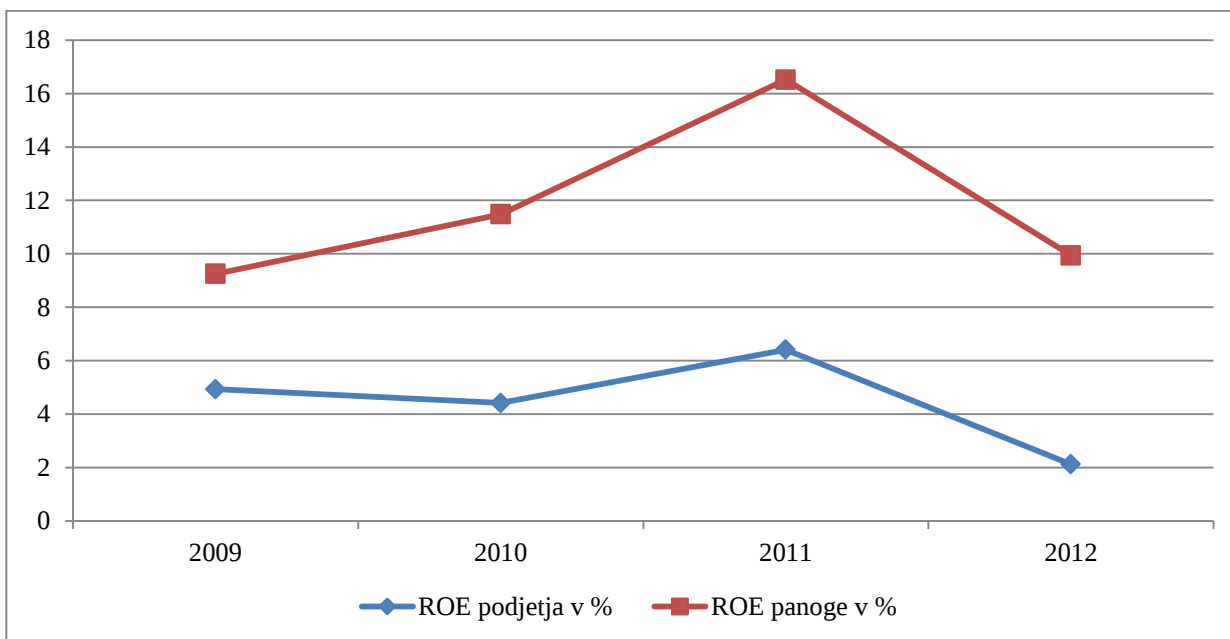
Iz tabele 18 in slike 9 lahko razberemo, da so prihodki panoge, v kateri podjetje posluje, do leta 2012 naraščali po podobnih in nizkih stopnjah. V letu 2012 so prihodki v panogi stagnirali, v obravnavanem podjetju pa so se znižali. Druga primerjava, ki izhaja iz gornjega grafa, je poravnava vrednosti sredstev in prihodkov, kar pomeni, da je tako v panogi kot v proučevanem podjetju vrednost sredstev približno enaka letnim prihodkom. Tabela 19 in graf na Sliki 10 prikazujeta donosnost kapitala za obravnavano podjetje in panogo.

Tabela 19: Donosnost kapitala – ROE za podjetje in panogo – prvi primer

leto dejavnik	2009	2010	2011	2012
ROE podjetja v %	4,93	4,42	6,41	2,12
ROE panoge v %	4,32	7,06	10,11	7,82

Vir: Gvin, b.l.

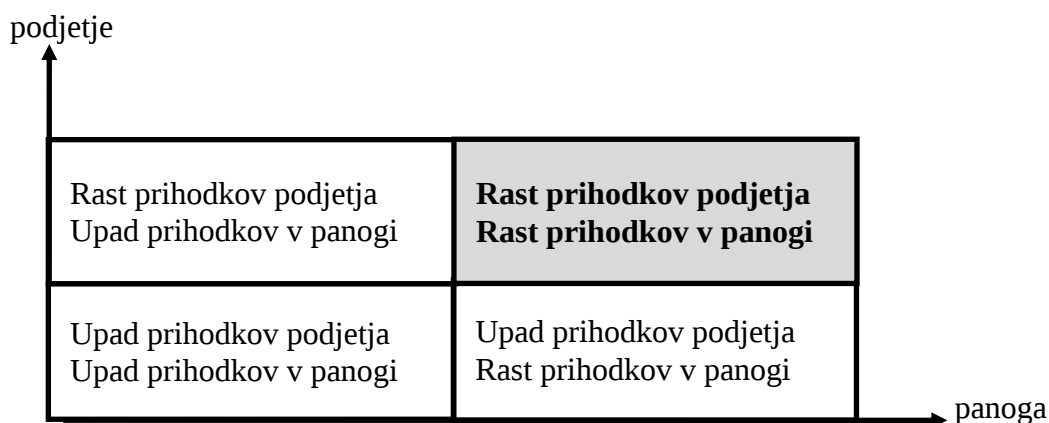
Slika 10: Gibanje kazalnika ROE za podjetje in panogo – prvi primer



Vir: Tabela 16.

Podjetja v panogi so v vseh obravnavanih letih poslovala z dobičkom in s povprečno donosnostjo kapitala 7,32 %. Tudi obravnavano podjetje je poslovalo z dobičkom, vendar je bila donosnost kapitala bistveno nižja od povprečja v panogi, povprečni ROE v obravnavanih letih je znašal 4,47 %. Donosnost podjetja in panoge lahko ocenimo kot relativno nizko in nižjo od tiste dolgoročne zahtevane donosnosti ROE v višini 10 %, kot jo predvideva obravnavana metoda. Na podlagi portfeljske matrike kot jo navedenih izračunov lahko ugotovitve izrazimo z naslednjo matriko na Sliki 11.

Slika 11: Matrika pozicioniranja podjetja v panogi – prvi primer



Podjetje in panoga sta v matriki uvrščena v zgornji desni kvadrant, ki nakazuje ugodno poslovno okolje in ustreznost poslovanja podjetja. Ob tem velja upoštevati, da se tako skromna rast lahko zelo hitro prevesi v upad in premik v spodnji levi kvadrant, ki izkazuje negativno poslovno okolje in poslovanje podjetja. Glede na upad prihodkov podjetja v letu 2012 je ta nevarnost za podjetje še višja in realna.

Med strateške dileme podjetja spada tudi odločitev vodstva, kakšno strateško pozicioniranje podjetja želijo in lahko uresničijo. Ali bodo dali prednost kakovosti, za katero jim bo trg priznal višjo ceno, ali pa bodo poslovali z nižjimi maržami in rezultate dosegali na podlagi velikega obsega poslovanja. Strateško pozicioniranje je prikazano s pomočjo izračuna v Tabeli 20 in Slike 12.

Tabela 20: Strateško pozicioniranje podjetja – prvi primer

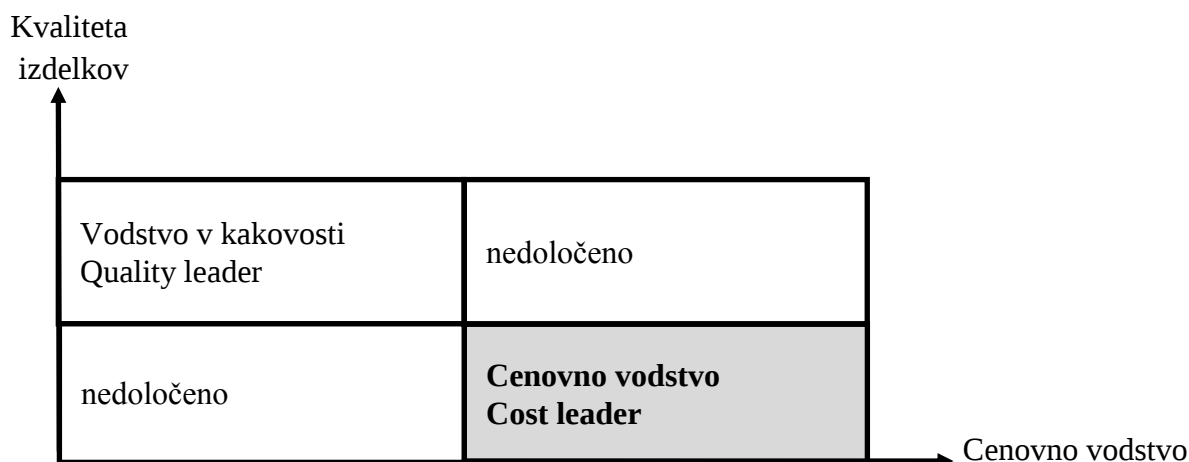
postavka \ leto	leto			
	2009	2010	2011	2012
Bruto kosmata marža v % ¹³	20.94	22.74	23.02	23.00
Učinkovitost celotnih sredstev ¹⁴	0,168	0,174	0,164	0,193

Vir: Gvin, b.l.

¹³ Bruto kosmata marža = kosmati poslovni izid (prihodki +/- sprememba zalog – stroški blaga mat. in storitev (COGS)/prihodki.

¹⁴ Učinkovitost sredstev = celotna sredstva/prihodki

Slika 12: Matrika pozicioniranja podjetja– prvi primer



Na podlagi gornjega izračuna vidimo, da podjetje dosega relativno nizko in stabilno vrednost bruto kosmate marže in relativno visoko učinkovitost vseh sredstev. Podjetje se uvršča med podjetja, ki so za svojo strateško usmeritev (ali nujo) izbrala poslovanje, usmerjeno v cenovno konkurenčnost.

4.1.2. Analiza denarnega toka in izračun kapacitete zadolževanja

Pri analizi denarnega toka je potrebno upoštevati namen uporabe sredstev, način zagotavljanja potreb po financiranju in načelo, da se s kreditom ne sme financirati izgube, davkov, obresti, odplačil glavnice, nadomestnih naložb (amortizacije) in izplačila dividend. Izračun denarnega toka v skladu z obravnavano metodo je naslednji (Korn, 2010, str. 2):

Izid poslovnega leta pred davki	162.929 €
+ obresti	+249.978 €
+ amortizacija	+477.196 €
<u>+/- vse nedenarne postavke</u>	<u>+100.115 €</u>
= EBITDA (pritok sredstev iz poslovanja)	= 990.218 €
(dobiček pred obrestmi, davki, amort. in popravki)	
 <u>- davki na kapitalni dobiček</u>	 <u>-7.328 €</u>
= EBIDA	= 982.890 €

Na podlagi izkaza poslovnega izida lahko izračunamo EBIDA, ki v letu 2012 znaša 982.890 €, kar predstavlja znesek, ki ga podjetje letno nameni za odplačilo posojil. Kot že omenjeno, je podjetje v družinski lasti, pri katerem so lastniki podjetja hkrati direktorji podjetja, kar pomeni, da sta lastniška in upravljavska funkcija prepleteni oz. poenoteni. Glede na dosedanje prakso v podjetju, ko si lastniki niso izplačevali dobička, lahko predpostavimo, da bodo enako postopali v prihodnje. Denarnega toka EBIDA zato ni potrebno in ga niti ne zmanjšujemo za dividende oz. izplačila dobička. Tveganju, da bi lastniki v prihodnje zahtevali izplačilo dobička, se lahko izognemo z ustrezno klavzulo v posojilni pogodbi, da je izplačilo dobička

možno le ob soglasju posojilodajalcev. Take klavzule so v praksi zelo pogoste in so postale že skoraj obvezna vsebina večine posojilnih pogodb. Na tak način lahko posojilodajalec prepreči odtekanje sredstev in izčrpavanje podjetja. Tako izračunan EBIDA v višini 982.890 € pomeni, da je podjetje sposobno odplačati posojilo v višini 5.297.079 €. Pri izračunu višine posojila sem upošteval sedemletno obdobje vračila posojila in predpostavil 7 % letno obrestno mero. Razloge za izbiro predpostavk sem že pojasnil v opisu metode. Kapaciteta zadolževanja podjetja torej znaša 5.297.079 €, vsebuje predpostavko o dolgoročno vzdržni višini EBIDA in nadaljevanje normalnega poslovanja družbe. H kapaciteti zadolževanja (angl. *debt capacity*) se ne prištevajo morebitni sezonski krediti za obratna sredstva, ker bodo poplačani iz naslova krčenja (prodaje) obratnih sredstev in morebitne obveznosti za leasing, v kolikor so stroški leasinga vključeni v EBIDA.

Obravnavano podjetje je imelo ob zaključku leta 2012 finančne obveznosti v višini 4.922.831 € in so za 374.248 € nižje od obveznosti, katere je podjetje sposobno poplačati v sedmih letih. Ob sedanjem denarnem toku lahko podjetje poplača obveznosti v obdobju 6,25 let. Podjetje lahko z dodatno aktivacijo generatorjev denarnega toka še vedno izboljša svojo likvidnost in poveča denarni tok in višino sredstev, ki jih lahko namenijo za poplačilo posojil, novih naložb ali akumulacije. Ob tem ne smemo zanemariti oz. pozabiti, da smo kot razpoložljiv denarni tok upoštevali kazalnik EBIDA, ki vključuje tudi dividende oz. dobiček od kapitala, ki pripada lastnikom družbe. V kolikor želimo izračunati, v kolikšnem času bi se s takim denarnim tokom podjetje v celoti razdolžilo, nadaljujemo z izračunom na naslednji način, ki predpostavlja, da bo podjetje iz lastnega denarnega toka nadomestilo osnovna sredstva in jih ohranjalo v sedanjem obsegu:

EBIDA	=982.890 €
- obresti za dolgoročna posojila	- 188.322 €
- obresti za kratkoročna posojila	- 58.477 €
- odplačila dolgoročnega dolga (7let)	- 703.262 €
= denarni tok za naložbe (CAPEX¹⁵) in obratni kapital	= 32.829 €
- nadomestne naložbe	- 477.196 €
= denarni tok za obratni kapital	= -444.367 €
+/- povečanje ali zmanjšanje naložb v obratni kapital	+ 140.617 €
= presežek ali pri manjklaj denarnih sredstev	= - 303.750 €

Znesek obresti je razdeljen na kratkoročna in dolgoročna posojila, ker se obresti za dolgoročna posojila znižujejo v skladu z zniževanjem glavnice, obresti za kratkoročna posojila pa so konstantne v celotnem obdobju. V izračunu predpostavljam, da bo podjetje kratkoročna posojila obnavljalo v sedanjem obsegu. V kolikor bi se podjetje želelo v celoti razdolžiti v obdobju predpostavljenih sedmih let, bi morale zagotoviti dodatnih 303.750 € denarnega toka na leto. Kot izhaja iz spodnjega izračuna, lahko podjetje s sedanjim denarnim tokom zagotovi 399.512 € za poplačilo dolgoročnih kreditov. V celoti se je sposobno razdolžiti v obdobju 28,5 let.

¹⁵ CAPEX je kratica angleškega izraza "*Capital expenditure*".

Dolgoročne finančne obveznosti	4.922.831 €
Letna obrestna mera	7 %
Letni obrok	399.512 € (703.262€ - 303.829 €)
Obdobje razdolžitve	28,5 let

Obravnavana metoda presoje kreditne sposobnosti v svoji originalni obliki vključuje predpostavko, da podjetje dolg odplača v sedmih letih ter se v celoti razdolži in šele po celotni razdolžitvi najame novo posojilo. Kot zgornjo mejo zadolževanja podjetja določa znesek, ki ga je podjetje sposobno odplačati v tem obdobju. Ob predpostavki, da podjetje ohrani sedanjo višino osnovnih sredstev, to pomeni, da podjetje iz lastnega denarnega toka nadomesti obrabo osnovnih sredstev v višini letne amortizacije le-teh (CAPEX). Izračun je naslednji:

Letna obrestna mera	7%
Razpoložljiv letni obrok	399.512 € (703.262€ - 303.829 €)
Obdobje razdolžitve	7 let
Kapaciteta zadolževanja (ang. debt capacity)	2.153.085 €

Glede na denarni tok znaša kapaciteta dolgoročnega zadolževanja podjetja (angl. *debt capacity*) 2.153.085 €. Podjetje presega zgornjo mejo dolgoročne zadolžitve za 2.769.745 €. Navedeni presežek pomeni, da posojilodajalci predpostavljajo obnavljanje dolgoročnih posojil in s financiranjem podjetja za obdobje več kot sedem let prevzemajo nase tveganja, ki dejansko pripadajo lastnikom kapitala in jih bančni sektor ne bi smel prevzemati.

4.1.3 Učinkovitost sredstev

V izboljšanju učinkovitosti sredstev se skriva potencial za dodatno povečanje likvidnosti podjetja in zmanjšanje potrebe po finančnih sredstvih podjetja. S povečanjem učinkovitosti sredstev podjetje lahko uokviri svoje potrebe po posojilih znotraj izračunane kapacitete zadolževanja ali pa vsaj zmanjša vrzel, ki je nastala v preteklosti zaradi neustreznega finančnega načrtovanja. Izračun prikazuje Tabela 21.

Tabela 21: Izračun učinkovitosti prilagojenih kratkoročnih sredstev v 1000 € – prvi primer

postavka \ leto	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	13.997,00	17.458,00	22.078,00	16.998,00	17.931,00	19.859,00	18.598,00
prilagojena kratkoroč. sredstva (AWC)	2.253,00	3.223,00	4.338,00	3.898,00	4.501,00	4.018,00	3.579,00
AWC/prihodki od prodaje v %	16,10	18,46	19,65	22,93	25,10	20,23	19,24

Vir: Gvin, b.l.

Kot je razvidno iz gornje tabele, je podjetje v obdobju konjunktore zmanjševalo učinkovitost prilagojenih obratnih sredstev v primerjavi s prihodki z relativno visokimi letnimi stopnjami rasti. V letih 2011 in 2012 pa je uspelo učinkovitost AWC ponovno izboljšati in doseči raven

iz leta 2008, kar pa je še vedno precej slabše, kot je znašala učinkovitost AWC v letu 2006. Razlog za poslabšanje količnika je predvsem v hitrem naraščanju poslovnih terjatev, katerih vrednost je naraščala bistveno hitreje kot prihodki. Višina terjatev se je od leta 2006 do leta 2010 povečala za 48,6 %, v istem obdobju so se prihodki povečali za 28,1 %. Taka rast prihodkov je sicer zavirljiva, vendar bi ji morale slediti tudi druge bilančno poslovne kategorije. Dodatno je kazalnik poslabšala tudi rast zalog, ki je bila višja kot rast prihodkov za 2 odstotni točki.

V letih gospodarske konjunktore do leta 2009 je podjetje povečano potrebo po kratkoročnih posojilih zaradi liberalne poslovne politike bank zlahka zadovoljilo. Zaradi zaostrovanja pogojev kreditiranja naslednjih letih pa so bili nujni ukrepi za izboljšanje kazalnika in zmanjšanje potrebe po najemanju kratkoročnih posojil. Podjetje je z ustreznimi ukrepi vrednost kazalnika tudi izboljšalo in doseglo raven iz leta 2008. Iz računovodskih izkazov je razvidno, da je podjetje v letu 2012 uspelo znižati poslovne terjatve na raven leta 2006, kar je zavirljiv dosežek, še posebej če upoštevamo, da so bili prihodki podjetja za 32,8 % višji kot v letu 2006. Učinkovitost obratnih sredstev pa še vedno bistveno zaostaja za kazalnikom iz leta 2006 zaradi visoke vrednosti zalog. Za največ so porasle zaloge materiala, ki tudi najbolj vplivajo na izračun. Rast zalog materiala je lahko povezana z optimizacijo stroškov, saj so možni količinski popusti ali pa nakup po nižji ceni, če se pričakuje rast cen surovin.

Podjetje je imelo največjo učinkovitost obratnih sredstev v letu 2006, ko je bila vrednost količnika 16,1. V letu 2012 je bilo v prilagojenih obratnih sredstvih vezanih za 1,3 mio € več sredstev kot leta 2006 in za 0,9 mio € sredstev manj kot v letu 2010, ko je bila njihova vrednost najvišja. Na podlagi navedenih podatkov bom opravil tri primerjalne izračune¹⁶:

1. V kolikor bi podjetje v letu 2012 doseglo tako učinkovitost AWC v primerjavi s prometom kot v letu 2006, bi potrebovalo 2.994.000 € obratnega kapitala ($16,10\% \cdot 18.598.000 \text{ €} = 2.994.000 \text{ €}$). Razlika v višini do dejanske vrednosti AWC znaša **603.000 €**. V taki vrednosti bi podjetje sprostilo likvidna sredstva in povečalo svojo kapaciteto zadolževanja, hkrati bi zmanjšalo odhodke od obresti za 42.200 €.
2. V letu 2010, ko je bil kazalnik učinkovitosti obratnih sredstev najslabši, bi ob doseganju učinkovitosti AWC iz leta 2006 podjetje potrebovalo 2.887.000 € obratnega kapitala ($16,10\% \cdot 17.931.000 \text{ €} = 2.887.000 \text{ €}$), kar je za 1.623.000 € manj, kot je znašal dejanski AWC. Za tak znesek je bila v letu 2010 nižja kapaciteta zadolževanja, odhodki od obresti pa so bili višji za 113.000 €. Izračun se sicer nanaša na preteklo poslovanje, vendar vpliva na današnje razmere v podjetju najmanj za znesek plačanih obresti, ki bi sicer predstavljale akumulacijo v podjetju in bi (glede na dosedanje prakso lastnikov neizplačevanja dobička) povečevale kapital podjetja.
3. Tretji izračun predstavlja simulacijo oz. projekcijo gibanja obravnavanih kategorij v primeru, če podjetje v zadnjih treh letih ne bi uvedlo ukrepov za izboljšanje poslovanja in

¹⁶ V vseh izračunih je upoštevana 7 % letna obrestna mera.

bi ohranilo količnik iz leta 2010. Izračun pokaže, da bi podjetje potrebovalo 4.668.000 € ($25,10\% \cdot 18.598.000 \text{ €} = 4.668.000 \text{ €}$) obratnega kapitala, kar je za 1,1 mio € več kot znašala dejanska vrednost v obravnavanem letu. Kapaciteta zadolževanja bi bila nižja za navedeni znesek, odhodki od financiranja bi bili za 76.000 € višji. Glede na poslabšano bilančno sliko in možnost nepridobitve novih posojil bi bilo podjetje ogroženo zaradi nelikvidnosti.

Iz gornjih simulacij lahko ugotovimo, da bi podjetje zaradi neustrezne višine AWC lahko zašlo v resne likvidnostne težave kljub uvodoma ugotovljenemu ustreznemu deležu lastnega kapitala in usklajenosti ročnosti sredstev in virov sredstev. Potrjuje se teza, da je denarni tok in z njim povezana likvidnost podjetja ključni dejavnik uspešnosti poslovanja in obstoja podjetja. Niti ustrezna struktura virov in sredstev niti njihova ustrezna ročnost ne bi zadoščali za nemoteno poslovanje. Iz lastne prakse lahko potrdim, da je morebitna enkratna blokada transakcijskega računa velikokrat tako pomembna informacija za posojilodajalce, da ključno vpliva na (ne)odobritev posojil.

Podobno kot v predhodnem primeru lahko izračunamo uspešnost ravnanja s sredstvi podjetja kot količnik med opredmetenimi osnovnimi sredstvi in prihodki podjetja. Izračun je prikazan v tabeli 22.

Tabela 22: Izračun učinkovitost opredmetenih osnovnih sredstev v 1000 € – prvi primer

leto	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	13.997,00	17.458,00	22.078,00	16.998,00	17.931,00	19.859,00	18.598,00
opredmetena osnovna sredstva (OOS)	1.700,00	1.563,00	1.405,00	6.247,00	7.062,00	7.094,00	8.224,00
OOS/prihodki od prodaje v %	12,15	8,95	6,36	36,75	39,38	35,72	44,22

Vir: Gvin, b.l.

Iz tabele izhaja, da se je učinkovitost opredmetenih sredstev glede na prihodke od prodaje od leta 2006 do leta 2008 povečevala, v letu 2009 se je bistveno poslabšala ter tudi ostala do leta 2012 na visoki ravni (najbolje leta 2008, najslabše pa leta 2012). V kolikor bi podjetje v letu 2012 sredstva uporabljalo z enako učinkovitostjo kot leta 2008, bi morale realizirati promet v višini 129.308 mio € ($8.224.000 \text{ €} / 6,36\% = 129.308.000 \text{ €}$). Izračunamo lahko tudi, koliko opredmetenih osnovnih sredstev ob realiziranih prihodkih bi lahko imelo podjetje, če bi želelo doseči kazalnik iz leta 2008 ($18.598.000 \cdot 6,36\% = 1.183.000 \text{ €}$). Rezultat, ki ga dobimo, je še bolj drastičen, saj je podjetje povečalo opredmetena osnovna sredstva za več kot petkrat (!) ob hkratnem zmanjšanju prihodkov za 8,1 %. Razlika v opredmetenih osnovnih sredstvih znaša 7.041.000 €. Iz tega izhajajoči dodatni odhodki od financiranja pa znašajo 492.870 €.

Na podlagi analize gornjih rezultatov in letnega poročila podjetja lahko ugotovimo, da je podjetje v letu 2009 povečalo vrednost opredmetenih osnovnih sredstev z nakupom poslovne nepremičnine za potrebe lastnega poslovanja. Za investicijo so se odločili na podlagi rasti prihodkov v letu 2008, poslovnega rezultata in takratnih projekcij poslovanja. Nepremičnino

so financirali delno iz lastnih akumuliranih sredstev, delno pa z dolgoročnim finančnim virom. Znižanja prihodkov za 27,3 % v letu 2009 niso predvideli. Gornja dvojna projekcija je potrebna, da vodstvo podjetja izbere med dvema možnostma, ki sta na razpolago. Prva možnost je povečanje prihodkov, druga pa dezinvestiranje nepotrebnih sredstev podjetja. Obe možnosti imata prednosti in omejitve, ki izhajajo iz specifičnosti proizvodnega procesa in specifičnosti sredstev podjetja. Navadno se podjetja v okviru možnosti odločijo za kombinacijo obeh alternativ. Obravnavamo podjetje je do leta 2012 ponovno povečalo prihodke, pri dezinvestiranju pa ni pokazalo ustreznih rezultatov. Nasprotno – opredmetena osnovna sredstva so se še povečala zaradi nujne usposobitve kupljene nepremičnine za poslovno rabo. Glede na dosedanje strategijo lahko sklepamo, da se bo vodstvo podjetja osredotočilo na povečanje prihodkov in zniževanje drugih operativnih stroškov, kar se bo v končni fazi tudi odrazilo v izboljšanju kazalnika učinkovitosti opredmetenih osnovnih sredstev. Podjetje si je tako strategijo lahko tudi privoščilo, saj je investicijo financiralo z dolgoročnim finančnim virom in kljub novim obremenitvam in znižanju prihodkov ustvarja zadosten denarni tok, ki omogoča dolgoročno vzdržno likvidnost za plačevanje vseh obveznosti.

4.1.4 Generatorji denarnih tokov

V Tabeli 23 so prikazani denarni tokovi obravnavanega podjetja v letih od 2010 do 2012 in plan za 2013.

Tabela 23: Sprememba denarnih tokov od leta 2010 do 2013 – prvi primer

leto, učinek postavka	2010	2011	2012	2013	Učinek na denarni tok 2010/2011	Učinek na denarni tok 2011/2012	Učinek na denarni tok 2012/2013*
Bruto marža v %	3,30	4,36	4,79	5,81	-210,35	-79,99	-196,67
Delež operativnih stroškov v prihodkih v %	78,00	79,16	76,63	76,00	231,18	-470,75	-121,17
Trajanje zalog v številu dni	43,44	47,16	49,01	43,93	21,77	12,96	-34,73
Plačilni roki kupcev v številu dni	116,31	83,48	75,99	72,54	-1786,39	-381,59	-182,16
Plačilni roki dobaviteljem v številu dni	121,61	87,51	103,67	107,96	1306,95	-696,24	-167,60
Skupni učinek na letni denarni tok					-436,84	-1615,62	-702,33

Legenda: * Plan družbe za leto 2013

Vir: Gvin, b.l.

Tabela prikazuje učinke aktivnosti, ki jih je obravnavano podjetje izvedlo z namenom povečanja likvidnosti. V zadnjih treh letih je podjetje uspelo zmanjšati potrebo po obratnem kapitalu za 2,75 mio €. Možnosti za aktiviranje generatorjev denarnih tokov so bile največje na začetku, saj so v preteklih obdobjih gospodarske konjunktore, ko podjetje ni izvajalo tako skrbnih analiz poslovanja in so obstajale znatne rezerve v optimizaciji poslovanja.

Optimizacija poslovanja se kaže v računovodskih izkazih z vsaj enoletnim zamikom. Tako lahko v gornji tabeli razberemo, da je največje znižanje potreb po obratnem kapitalu družba zabeležila v letu 2012. V letu 2013 so učinki nižji. Podoben trend lahko pričakujemo tudi v prihodnje, saj je družba delno že optimizirala poslovanje in tako zmanjšala možnosti za dodatno optimizacijo.

Bruto marža je izračunana kot primerjava razlike med prihodki prodaje in operativnimi stroški s prihodki od prodaje. Kazalnik se je povečeval v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju za 0,8 odstotne točke na letni ravni. Rast kazalnika pomeni, da podjetje izboljšuje stroškovno učinkovitost poslovanja. Iz primerjave kazalnika za leto 2012 z drugimi uspešnimi proizvodnimi podjetji v panogi lahko ugotovimo, da je vrednost kazalnika nižja od povprečja (npr. Letrika d. d. – 6,84 %, Kolektor ATP d. o. o. – 7,94 %). Primerjava nas vodi k razmišljanju, da v družbi obstajajo še neizkoriščene možnosti povečanja stroškovne učinkovitosti.

Delež operativnih stroškov v prihodkih se je v letu 2011 povečal za 1,16 odstotne točke in se v naslednjih dveh letih (2012 in 2013) znižal za 3,16 odstotne točke. Vrednost kazalnika je podobna kot v drugih uspešnih podjetjih v panogi (Letrika d. d. – 71,71 %, Kolektor ATP d. o. o. – 78,9 %). Neto znižanje za dve odstotni točki je relativno majhna sprememba. Kljub nizki spremembi kazalnika je podjetje iz tega razloga v letu 2010 potrebovalo za 231,18 tisoč € več obratnega kapitala ter v naslednjih dveh to potrebo znižalo za 591,91 tisoč €.

Koeficient obračanja zalog je v celotnem obravnavanem obdobju znašal približno osem. V letih 2011 in 2012 se čas vezave sredstev v zalogah povečal s 43 na 47 oz. 49 dni ter se v letu 2013 ponovno znižal na raven leta 2010. Zaradi majhnih sprememb je vpliv kazalnika na potrebe po obratnem kapitalu majhen in nepomembno vpliva na likvidnost podjetja. Delež zalog v sredstvih je v letu 2012 znašal 13,28 % in je nižji kot v primerljivih podjetjih (npr. Kolektor ATP – 13,59 %, Letrika d. d. – 29,15 %). Primerjava koeficienta obračanja zalog pa pokaže, da je družba svoje zaloge bistveno hitreje obračala, saj je koeficient v primerjanih podjetjih bistveno nižji (Letrika d. d. 5,14, Kolektor ATP d. o. o. – 2,61). Na podlagi nizke vrednosti zalog, njihovega visokega obrata in majhnega vpliva na potrebe po obratnem kapitalu lahko sklepamo, da podjetje učinkovito ravna z zalogami in da so rezerve za optimizacijo minimalne.

Daleč največji učinek in možnosti vpliva na potrebe po obratnem kapitalu podjetje izkazuje pri optimiziranju plačilnih rokov kupcev in dobaviteljev. Plačilni roki kupcev so v letu 2010 znašali v povprečju 116 dni. V letu 2011 jih je podjetje uspelo znižati na 83 dni in s tem znižalo potrebe po obratnem kapitalu za 1.786,39 tisoč €. V naslednjih dveh letih je podjetje še naprej skrajševalo roke plačil do vrednosti 72 dni. V treh letih je plačilne roke znižalo za 44 dni in na tak način znižalo potrebe po obratnem kapitalu za 2.350,14 tisoč €. Primerjava z drugimi uspešnimi podjetji v panogi pokaže, da podjetje uspešno ravna s poslovnimi terjatvami in uspe dosega podpovprečne roke plačil kupcev (Letrika d. d. – 72 dni, Kolektor ATP d. d. – 365 dni). Podobno močan vpliv na potrebe po obratnem kapitalu lahko ugotovimo tudi pri spreminjanju plačilnih rokov dobaviteljem. Povprečni plačilni roki dobaviteljem so v letu 2010 znašali 121 dni in so se v letu 2011 skrajšali za 34 dni. Skrajšanje se je odrazilo v

povečanju potreb po obratnem kapitalu v znesku 1.306,95 tisoč €. V letih 2012 in 2013 je podjetje ponovno uspelo podaljšati plačilne roke za 13 dni in na ta način izboljšati likvidnost za 863,84 tisoč €, a še vedno ne dosega ravni iz leta 2010. Primerjava z drugimi podjetji v panogi pokaže, da podjetje dosega podpovprečne plačilne roke (Letrika d. d. – 96 dni, Kolektor ATP – 346 dni). Glede uspešnosti ravnanja s poslovnimi terjatvami in obveznostmi lahko ugotovimo, da so roki, v katerih podjetje prejema plačila za svoje izdelke, krajši od plačilnih rokov za nakup blaga materiala in storitev. Generalno gledano to pomeni, da del obratnega kapitala zagotavlja tudi z zamikom plačilnih rokov, kar mu zagotavlja nižje potrebe za zagotavljanje obratnega kapitala pri posojilodajalcih. Vsak dan podaljšanja plačilnih rokov kupcev je v letu 2013 pomenil potrebo po zagotavljanju dodatnega obratnega kapitala v višini 52,8 tisoč € in obratno – vsak dan skrajšanja plačilnih rokov pomeni zmanjšanje potreb po obratnem kapitalu v enakem znesku. Po drugi strani pa vsak dan podaljšanja ali skrajšanja plačilnih rokov dobaviteljem pomeni spremembo v potrebah po obratnem kapitalu v znesku 38,93 tisoč €. Zahtevana višina obratnega kapitala je močno občutljiva na spremembe v plačilnih rokih kupcev in dobaviteljev. Zaradi visoke neposredne občutljivosti naj bo ravnanje z zalogami in terjatvami tudi v prihodnje eden od primarnih ciljev podjetja.

4.1.5 Izdelava modela storitve za optimizacijo poslovanja družbe

Kot je pokazal izračun v poglavju 4.1.2. Analiza denarnega toka in izračun kapacitete zadolževanja, podjetje ob predpostavki, da banke še naprej prevzemajo tveganja kapitala in zagotavljajo sredstva za nadomeščanje obrabe osnovnih sredstev – amortizacija (CAPEX), ustvarja denarni tok (EBIDA) v višini 982.890 €, ki podjetju omogoča dolgoročno vzdržno poslovanje. Kot pokaže spodnji izračun, bi moral denarni tok (EBIDA), ki omogoča odplačilo dolgoročnega dolga v sedmih letih, znašati 1.390.643 € in je za 407.753 € višji od denarnega toka, ki ga podjetje ustvarja.

Glavnica	4.922.831 €
obrestna mera	7 %
obdobje	7 let
anuiteta	913.447 €
<u>nadomestne naložbe v osnovna sredstva (CAPEX)</u>	<u>477.196 €</u>
potreben denarni tok	= 1.390.643 €

Hkrati se moramo zavedati, da izračunanega denarnega toka (EBIDA) nismo zmanjšali za dobiček, ki pripada lastnikom podjetja. Kratkoročno se lastniki lahko odpovejo dividendam, dolgoročno pa bodo zahtevali izplačilo ustvarjenega dobička. Metoda predvideva donosnost kapitala v višini 10 % kot običajno in splošno priznano zahtevano stopnjo donosnosti za dolgoročne lastnike podjetij. V kolikor EBIDA zmanjšamo za pričakovani dobiček v višini 722.632 €, kar je 10 % od kapitala, ki znaša 7.228.632 €, znaša EBIDA-E¹⁷ 260.026 €. Razlika do pričakovanega denarnega toka v tem primeru znaša 1.130.617 € (407.753 € + 722.632 € ali 1.390.643 – 260.026 €). Da podjetje zadosti pogojem, ki jih predpostavlja metoda, mora

¹⁷ EBIDA-E pomeni EBIDA, zmanjšan za dividende.

optimizirati poslovanje na način, da bo sposobno dolgoročno v predvidenih rokih poplačati svoje obveznosti, med katere spada tudi izplačilo dobička lastnikom. Razlika med dejansko zadolženostjo podjetja in kapaciteto zadolževanja v višini 2.769.745 € je prevelika, da bi z aktivacijo generatorjev denarnih tokov zadostili potrebam družbe in povečali denarni tok 407.753 € ali celo za 1.130.617 €, v kolikor bi upoštevali izplačilo dividend v višini 10 % od kapitala. V okviru danih možnosti pa preko iskanja in dodatne aktivacije generatorjev denarnih tokov lahko le zmanjšamo že prevzeta tveganja posojilodajalcev. Rešitve je potrebno iskati tudi v dezinvestiranju odvečnega premoženja.

Največja realna možnost za povečanje lastne kapacitete zadolževanja se kaže v izboljšanju učinkovitosti prilagojenih obratnih sredstev (AWC), in sicer preko dveh ključnih spremenljivk; znižanjem zalog za 12 % in povečanjem prihodkov za 5 % bi podjetje doseglo učinkovitost AWC iz leta 2006 in na tak način znižalo potrebe po kratkoročnih posojilih za 603.000 €, dodatno bi se znižali odhodki od financiranja za 42.000 € na letni ravni. Skupni učinek dveh navedenih ukrepov bi bilo znižanje potrebnega denarnega toka za 645.000 €.

Drugi uresničljiv ukrep je izboljšanje učinkovitosti opredmetenih sredstev z dezinvestiranjem presežnih kapacitet – predvsem nepremičnin. Podjetje je v letu 2012 zaključilo z investicijo v nov poslovno proizvodni objekt in načrtuje selitev skladišč in poslovnih prostorov na novo lokacijo. S selitvijo se bodo sprostili prostori, katere podjetje lahko proda ali odda v najem. Vrednost presežnega dela kapacitet znaša 1,5 mio €. Z dezinvestiranjem nepotrebnega premoženja v vrednosti 1,0 mio € bi podjetje doseglo znižanje odhodkov obresti za 70.000 € na letni ravni. Vrednost kazalnika OOS/prihodki od prodaje bi v tem primeru znašala 36,1 %, kar je nekoliko nižje, kot je vrednost znašala v letu 2009.

Tretji možen ukrep je podaljšanje plačilnih rokov dobaviteljem in skrajšanje plačilnih rokov kupcev. Pri tem je potrebno upoštevati, da je podjetje v zadnjih treh letih na tem področju že izvedlo znatne ukrepe in skrajšalo povprečni plačilni rok kupcev s 116 v letu 2010 na 76 v letu 2012. Ukrepi za skrajšanje plačilnih rokov so v koliziji s planiranim povečanjem prihodkov, zato navedeni ukrep ocenjujem kot neuresničljiv. Glede na trenutno stanje na trgih, ki ga zaznamuje presežek ponudbe nad povpraševanjem, ima podjetje večjo možnost podaljšanja plačilnih rokov dobaviteljem. S podaljšanje plačilnih rokov za 7 dni na obdobje 114, kar je še vedno 7 dni manj od rokov, ki jih je podjetje že dosegalo v letu 2010, bi ustvarilo dodaten denarni tok v višini 700.450 € in povečalo EBIDA za 49.031 € (upoštevana je 7 % obrestna mera). Možnosti so prikazane v tabeli 24.

Tabela 24: Pregled učinkov ukrepov za optimizacijo poslovanja v € – prvi primer

postavka \ leta	sprememba kapaciteti zadolževanja	sprememba EBIDA
Znižanje zalog za 12% in povečanje prihodkov za 5%	645.000	42.000
Dezinvestiranje nepotrebnih OS	1.000.000	70.000
Podaljšanje plačilnih rokov dobaviteljem	247.120	17.298
Skupni učinek	1.892.120	129.298

Skupni učinek vseh navedenih ukrepov bi znašal 129.298 €. EBIDA, ki trenutno znaša 982.890, bi se povečal na 1.112.188 €. Sprejeti ukrepi bi se odrazili tudi v povečanju denarnega toka v višini 1.892.120 €. To so dodatna denarna sredstva, s katerimi bi podjetje lahko znižalo vrednost dolgoročnih posojil.

Trenutna dolgoročna posojila	4.922.831 €
<u>Znižanje dolgoročnih posojil</u>	<u>- 1.892.120 €</u>
Nova dolgoročna zadolžitve	= 3.810.643 €

V primeru sprejetja predlaganih ukrepov in uresničitve predvidenih učinkov bi minimalni denarni tok (EBIDA), ki omogoča odplačilo dolgoročnega dolga v sedmih letih, znašal 1.154.273 € in je za 42.085 € višji od EBIDA, ki bi ga podjetje uspelo realizirati. Glede na relativno nizek primanjkljaj lahko zaključimo, da je s tega vidika podjetje doseglo cilj.

Nova glavnica	3.810.643 €
obrestna mera	7 %
obdobje	7 let
anuiteta	707.077 €
<u>nadomestne naložbe v osnovna sredstva (CAPEX)¹⁸</u>	<u>+ 447.196 €</u>
potreben denarni tok	= 1.154.273 €

V kolikor bi v izračunu upoštevali še izplačilo dobička od kapitala v višini 10 % od kapitala, bi vrednost EBIDA-E, ki trenutno znaša 260.026 €, dosegla vrednost 431.410 € (1.154.273 € – 722.863 €), kar je še vedno bistveno nižje od EBIDA-E v višini 1.112.188 €, ki je potrebna, da se podjetje razdolži v zahtevanem 7-letnem obdobju. Z upoštevanjem izplačila bruto dobičkov v višini 10 % od kapitala, bi se podjetje v celoti razdolžilo v obdobju 14 let.

4.1.6 Povzetek analize

Na kreditno sposobnost podjetja pomembno vpliva tudi oblika in z njo povezana likvidnost premoženja, ki ga podjetje izkazuje v svojih bilančnih sredstvih. V primeru nenadnega znižanja prihodkov lahko podjetje s prodajo nepotrebnega premoženja izboljša likvidnost in se razdolži. Z analizo aktive v bilanci stanja ugotovimo, da ima družba 2,5 mio € dolgoročnih in

¹⁸ Amortizacija je znižana za odtujena sredstva v višini 1.000.000 € v znesku 30.000 €.

1,3 mio € kratkoročnih finančnih naložb. Od tega je 1,1 mio € deležev in delnic ter za 1,5 mio € dolgoročnih in kratkoročnih posojil. To so sredstva, ki niso ključna za opravljanje osnovne dejavnosti družbe in so lahko predmet prodaje. Ob taki predpostavki je potrebno upoštevati, da je prodaja terjatev, ki izhajajo iz naslova posojil, vprašljiva in je v denarnem toku ne moremo upoštevati. Možnost za dezinvesticijo se tako omeji na naložbe v delnice in deleže v višini 1,1 mio €.

Na tveganja, povezana z bodočim poslovanjem družbe, pozitivno vpliva razpršenost nabavnih in prodajnih trgov ter ustrezna vodstvena struktura. Podjetje posluje na več svetovnih tržiščih. Zaradi razpršenosti prodajnih trgov je družba uspešno premostila znižanje gospodarske aktivnosti na lokalnih trgih v Sloveniji in Evropi. Lastniki družbe so pravočasno zaznali, da je potrebno na ključne funkcije v podjetju zaposliti zunanje strokovnjake, saj je poslovanje bistveno preraslo okvirje, ko lahko le člani družine uspešno upravljajo podjetje.

Analiza podjetja na podlagi obravnavane metode kaže na učinkovitost aktivnosti, ki so bile izvedene v obravnavanih letih in na potencial za nadaljnjo optimizacijo poslovanja na področju izboljšanja denarnih tokov, kar se bo odrazilo tudi v izboljšanju poslovnega izida.

V bilanci stanja podjetje izkazuje presežek dolgoročnih virov nad dolgoročnimi sredstvi v višini 1,5 mio €, kar predstavlja 8 % bilančne vsote. Tako razmerje v ročnosti sredstev in virov daje podjetju potrebno finančno stabilnost. Višina kapitala znaša 40 %, kar je pod vrednostjo, ki jo metoda opredeljuje kot idealno. V primerjavi z drugimi podjetji v panogi pa ugotovimo, da je delež kapitala nadpovprečno visok. Glede na presežek dolgoročnih virov nad dolgoročnimi sredstvi lahko ugotovimo zadovoljivo strukturo bilance.

Za lastnike in posojilodajalce je pomembna vrednost podjetja (EV – *enterprise value*). Način in namen izračuna je teoretično obravnavan v poglavju 3.2. Kot že napisano, velja približno razmerje, da je polovica vrednosti podjetja enaka trikratni vrednosti EBITDA in hkrati predstavlja kapaciteto zadolževanja podjetja. V obravnavanem primeru lahko izhajamo iz kazalnika EBIDA-E, ki znaša 260.026 € in za katerega planiramo, da bo po implementaciji predvidenih ukrepov znašal 431.410 €. Izračun v Tabeli 25 upošteva 10 % diskontno stopnjo.

Tabela 25: Izračun vrednosti podjetja na podlagi kazalnika EBIDA-E v € – prvi primer

čas nastanka postavka	na podlagi dosedanjega poslovanja	po implementaciji ukrepov
EBITDA	982.890	1.112.188
EBIDA-E	260.026	431.410
EV – vrednost podjetja ¹⁹	1.855.188	3.077.948
EV – vrednost podjetja (3 x EBIDA)	2.948.670	3.336.564

Vir: Gvin, b.l.

¹⁹ V izračunu je upoštevana polovica vrednosti bodočih denarnih tokov, diskontna stopnja 7 % in obdobje 100 let.

Iz gornjega izračuna lahko ugotovimo okvirno vrednost podjetja, ki predstavlja osnovo, na podlagi katere se lahko kupec in prodajalec dogovorita za transakcijo. Tržna cena pa je odvisna tudi od številnih drugih dejavnikov. Transakcije se izvajajo znotraj šestkratnika EBITDA. V kontekstu izračuna kapacitete zadolževanja je to pomembna informacija za lastnike in finančno institucijo. Vrednost podjetja je pomembna tudi v primerih, ko se v zavarovanje plačil po posojilni pogodbi sklene zastavna pravica nad deleži družbenikov kot sekundarni vir poplačila terjatev.

4.2 Praktična predstavitev metode za drugo podjetje

Obravnavana metoda naj bi bila primerna za analizo podjetij različnih velikosti z različnimi dejavnostmi in trgi. Z namenom potrditve te teze v praksi bom na podoben način izvedel analizo drugega podjetja, ki je manjše in se ukvarja s storitveno dejavnostjo cestnega tovornega prometa.

V sedANJI obliki podjetje posluje od leta 2008. Podjetje so družbeniki ustanovili z namenom postopnega prenosa dejavnosti več samostojnih podjetnikov na družbo z omejeno odgovornostjo. Vsi družbeniki so to dejavnost opravljali od začetka devetdesetih let. V bolj razviti organizacijski obliki so videli medsebojne sinergijske učinke in so tako v enotnem podjetju nameravali nadaljevati opravljanje storitev cestnega tovornega prometa. V začetku svojega poslovanja je podjetje delovalo na lokalnem trgu. V letih razvoja in organske rasti je svojo dejavnost razširilo tudi preko državnih mej, tako da danes ustvari 30 % prihodkov na tujih trgih. Ti prihodki so predvsem posledica trženjskih vlaganj v izkoriščenost prevoznih kapacitet in opravljanja cestnega transporta v obeh transportnih smereh.

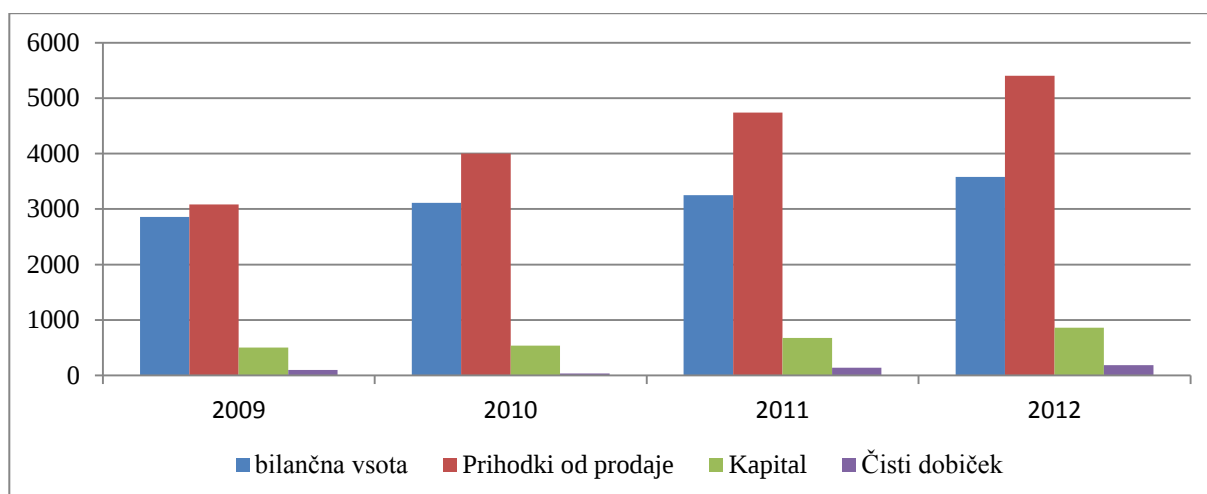
Postopna organska rast podjetja je omogočila postopne organizacijske prilagoditve in razvoj kadrov. Podjetje je z manjšimi nihanji obvladovalo organizacijo družbe, poslovne procese ter kadrovske in finančne zahteve ter se razvilo v današnjo organizacijsko obliko. Osnovni kvantitativni podatki so prikazani v Tabeli 26 in Sliki 13.

Tabela 26: Osnovni podatki o podjetju v 1000 € – drugi primer

postavka \ leta	2009	2010	2011	2012
Bilančna vsota	2.857	3.114	3.252	3.581
Prihodki od prodaje	3.085	3.998	4.740	5.401
Kapital	501	536	675	859
Čisti dobiček	97	36	139	183
Št. zaposlenih	32	36	47	48
Dodana vrednost na zaposlenega	33	32	31	32

Vir: Gvin, b.l.

Slika 13: Grafični prikaz osnovnih podatkov podjetja – drugi primer



Vir: Tabela 22.

Zmanjšanje gospodarske rasti po letu 2008 je povzročilo propad več prevoznih podjetij. Umik tekmecev s trga je obravnavanemu podjetju omogočil širitev poslovanja in povečanje prihodkov. Prihodki so naraščali po povprečni letni stopnji 20,7 % letno. Povečanemu obsegu poslovanja je podjetje sledilo s povečanjem sredstev, katerim je vrednost naraščala po stopnji 7,7 % letno. Rast bilančne vsote je podjetje financiralo iz naslova dobičkov, ki so jih lastniki puščali v podjetju in z najemanjem tujih finančnih virov. Podjetje je investiralo predvsem v obnovo in širitev voznega parka. Delež lastnega kapitala v bilančni vsoti, ki je v letu 2009 znašal 17,5 %, se je do leta 2012 povečal na 24,0 %, kar pa je zgolj slaba polovica vrednosti, ki je priporočena po obravnavani metodi. Iz navedenih podatkov lahko sklepamo, da se je izkoriščenost osnovnih sredstev v zadnjih štirih letih bistveno izboljšala in je podjetje uspelo izkoristiti prednosti in sinergije združitve družbenikov v družbo z omejeno odgovornostjo.

4.2.1 Analiza panoge

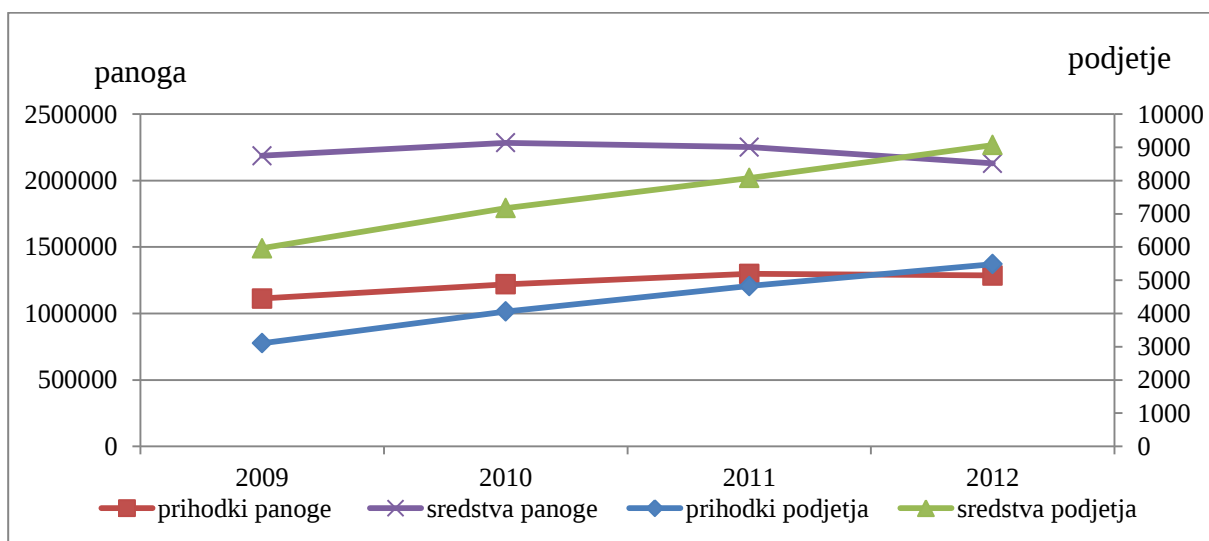
Podjetje posluje v panogi, kjer je prisotna visoka stopnja cenovne konkurence in odvisnost od konjunkturalnih nihanj. V Tabeli 27 in Sliki 14 podajam primerjavo gibanja sredstev in prihodkov podjetja s sredstvi in prihodki v panogi

Tabela 27. Prihodki in sredstva podjetja in panoge v 1000 € – drugi primer

leta postavka	2009	2010	2011	2012
Prihodki podjetja	3.108	4.060	4.828	5.488
Prihodki panoge	1.113.079	1.219.873	1.298.717	1.286.232
Sredstva podjetja	2.857	3.114	3.251	3.581
Sredstva panoge	1.073.826	1.065.302	953.316	842.552

Vir: Gvin, b.l.

Slika 14: Gibanje prihodkov in sredstev podjetja in panoge v 1000 € – drugi primer



Vir: Tabela 23.

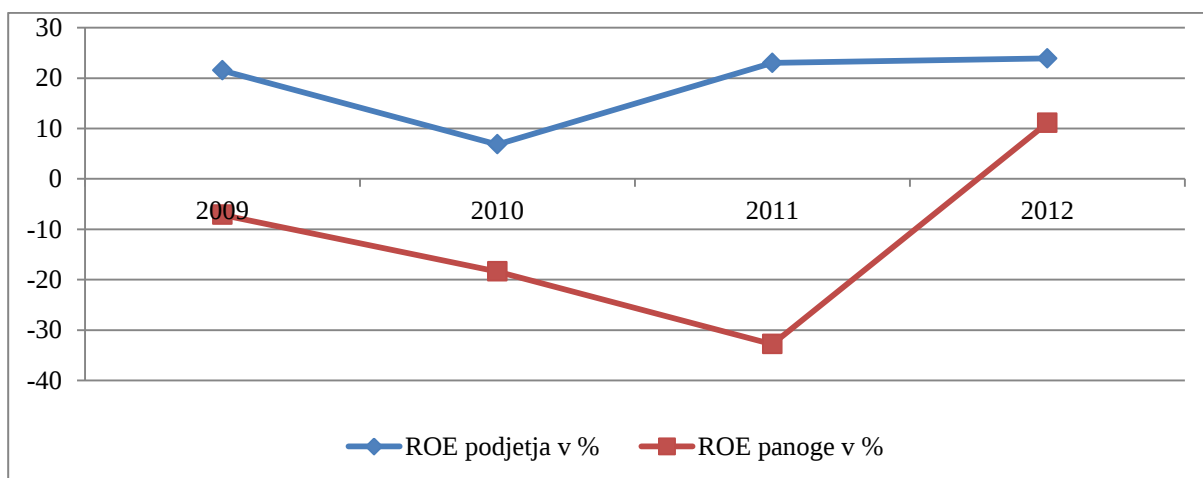
Iz podatkov lahko razberemo, da so prihodki panoge Cestni transport naraščali po nizkih stopnjah rasti do leta 2011 ter se v letu 2012 celo znižali. Podobno velja za sredstva vseh subjektov v panogi, ki so naraščala le v letu 2009 in se v naslednjih letih zniževala. V Tabeli 28 in Sliki 15 lahko podjetju opazimo konstantno rast prihodkov in konstantno rast sredstev.

Tabela 28: Donosnost kapitala – ROE za podjetje in panogo – drugi primer

leto postavka	2009	2010	2011	2012
ROE podjetja v %	21,52	6,85	23	23,89
ROE panoge v %	-7,15	-18,37	-32,8	11,08

Vir: Gvin, b.l.

Slika 15: Gibanje kazalnika ROE za podjetje in panogo – drugi primer



Vir: Tabela 24.

Podjetja v panogi so v letih 2009, 2010 in 2011 poslovala z izgubo, na kar kaže tudi negativna vrednost kazalnika ROE. Zaradi umika s trga tistih družb, ki niso dosegale ustreznih rezultatov, so se razmere v letu 2012 izboljšale in celotna panoga je poslovala pozitivno in dosegla 11 % donosnost kapitala. Obravnavano podjetje je v celotnem obdobju poslovalo pozitivno in dosegalo povprečno donosnost kapitala 18,8 %. Na podlagi navedenih izračunov lahko ugotovitve izrazimo z naslednjo matriko na sliki 16:

Slika 16: Matrika pozicioniranja podjetja v panogi – drugi primer

podjetje		
	Rast prihodkov podjetja Upad prihodkov v panogi Rast prihodkov podjetja Rast prihodkov v panogi Upad prihodkov podjetja Upad prihodkov v panogi $\frac{\text{Upad prihodkov podjetja}}{\text{Rast prihodkov v panogi}}$	panoga

Relativno visoke stopnje rasti prihodkov in kazalnika ROE nakazujejo na trdno pozicioniranje podjetja v zgornjem levem kvadrantu. Na podlagi izračunov v Tabeli 29 lahko sklepamo, da je podjetje visoko pozicionirano glede na druga podjetja v panogi, kar nakazuje na neugodno poslovno okolje.

Tabela 29: Strateško pozicioniranje podjetja – drugi primer

Postavka	Leta			
	2009	2010	2011	2012
bruto kosmata marža v % ²⁰	35.04	30.42	32.35	29.88
učinkovitost celotnih sredstev v % ²¹	91.92	76.70	67.36	65.25

Vir: Gvin, b.l.

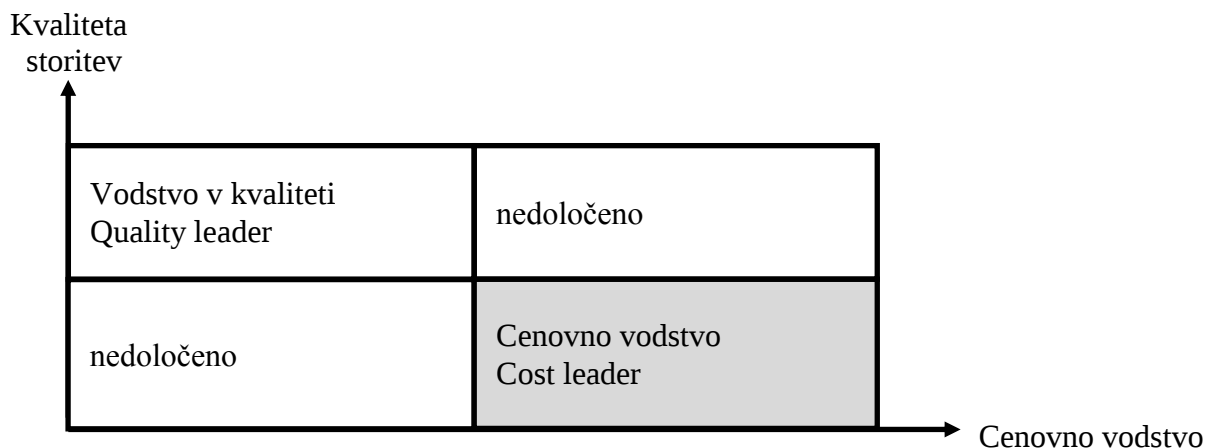
Učinkovitost sredstev je v letih 2009, 2010 in 2013 naraščala z visokimi stopnjami rasti, v letu 2012 se je rast nadaljevala, a je bila bistveno počasnejša. Taka dinamika nam potrjuje, da so obstajali sinergijski učinki, ki jih samostojni podjetniki pri samostojnem poslovanju niso uspeli izkoristiti. Z združitvijo v d. o. o. so v treh letih bistveno izboljšali učinkovitost lastnih sredstev. V prvih letih poslovanja je taka optimizacija prinašala visoke koristi, v prihodnje takih visokih učinkov ne moremo več pričakovati. Učinkovitost sredstev je podjetju omogočila

²⁰ Bruto kosmata marža = kosmati poslovni izid(prihodki +/- sprememba zalog – stroški blaga mat. in storitev (COGS)/prihodki

²¹ Učinkovitost sredstev = celotna sredstva/prihodki

povečanje cenovne konkurenčnosti in strategijo cenovne konkurenčnosti, saj bruto kosmata marža stagnira na relativno nizki vrednosti in podjetje uvršča med ponudnike v panogi, ki konkurirajo s ceno. Kot je razvidno iz matrike na Sliki 17, je strateško dilemo glede razmerja med kakovost in ceno podjetje rešilo na način, da se uvršča med podjetja s cenovnim vodstvom.

Slika 17: Matrika pozicioniranja podjetja – drugi primer



4.2.2 Analiza denarnega toka in kapacitete zadolževanja

Denarni tok za leto 2012 izračunamo podobno kot v predhodnem primeru:

Izid poslovnega leta pred davki	183.385 €
+ obresti	+ 54.412 €
+ amortizacija	+ 492.656 €
+/- vse nedenarne postavke	+ 156 €
= EBITDA (prиток sredstev iz poslovanja)	= 667.609 €
(dobiček pred obrestmi, davki, amort. in popravki)	
- davki na kapitalški dobiček	0 €
= EBIDA	= 667.609 €

Na podlagi izkaza poslovnega izida lahko izračunamo EBIDA, ki v letu 2012 znaša 667.609 €, kar predstavlja znesek, ki ga podjetje letno nameni za odplačilo posojil. Tudi tem podjetju si lastniki v celotnem obravnavanem obdobju niso izplačevali dobičkov iz kapitala. Denarnega toka EBIDA zato ne zmanjšujemo za dividende oz. izplačila dobička, saj se takemu tveganju banke lahko izognejo z ustreznimi klavzulami v posojilnih pogodbah. Tako izračunan EBIDA v višini 667.609 € pomeni, da je podjetje z obstoječim denarnim tokom sposobno odplačati posojilo v višini 3.597.938 €. Enako kot v predhodnem primeru sem pri izračunu višine posojila upošteval sedemletno obdobje vračila posojila in predpostavil 7 % letno obrestno mero. Kapaciteta zadolževanja podjetja torej znaša 3.597.938 € in predpostavlja dolgoročno vzdržno višino EBIDA in nadaljevanje normalnega poslovanja družbe. Obravnavano podjetje je imelo ob zaključku leta 2012 za 1.444.488 € dolgoročnih finančnih in dolgoročnih

poslovnih obveznosti. Dolgoročne poslovne obveznosti izhajajo iz posebnosti knjiženja obveznosti iz naslova finančnega leasinga osnovnih sredstev, predvsem tovornih vozil in jih je zato potrebno upoštevati pri izračun kapacitete zadolževanja kot finančne obveznosti.

Da bi se podjetje v celoti razdolžilo ob hkratni ohranitvi sedanjega obsega sredstev in poslovanja, je potrebno v denarnem toku upoštevati nadomeščanje obrabe osnovnih sredstev in odplačilo obresti.

EBIDA	667.609 €
- obresti za dolgoročna posojila	- 36.249 €
- obresti za kratkoročna posojila	- 9.636 €
- odplačila dolgoročnega dolga ²²	- 217.571 €
= denarni tok za naložbe (CAPEX) in obratni kapital	404.153 €
- nadomestne naložbe	435.126 €
= denarni tok za obratni kapital	- 30.973 €
+/- povečanje ali zmanjšanje naložb v obratni kapital	- 161.460 €
= presežek ali primanjkljaj denarnih sredstev	- 192.433 €

V kolikor se želi podjetje v celoti razdolžiti v obdobju sedmih let, mora zagotoviti 192.433 € dodatnega denarnega toka na leto. S sedanjim denarnim tokom lahko zagotovi 25.138 € (217.571 € – 192.433 €) za poplačilo dolgoročnih posojil. S takim denarnim tokom se podjetje ne bi nikoli razdolžilo, dolg bi še naraščal, saj znesek ne zadošča niti za poplačilo obresti za dolgoročna posojila.

Letna obrestna mera	7 %
Letni obrok	25.138 € (217.571 € – 192.433 €)
Obdobje razdolžitve	7 let
Kapaciteta zadolževanja (angl. debt capacity)	135.475 €

Glede na denarni tok kapaciteta zadolževanja znaša 135.475 € in je za 1,4 mio € nižja od dejanske zadolžitve podjetja. Tudi pri financiranju tega podjetja posojilodajalci predpostavljajo obnavljanje obstoječih posojil za neskončno obdobje in s tem prevzemajo nase tveganja, ki pripadajo lastnikom kapitala in niso sprejemljiva za bančno poslovanje.

4.2.3 Učinkovitost sredstev

Učinkovitost sredstev vseh podjetij, ki poslujejo v dejavnosti cestnega tovornega prometa, je znašala 66,3 % in je enaka učinkovitosti sredstev, ki jo je obravnavano podjetje doseglo v letu 2012. V preteklosti je bil ta kazalnik še slabši. Menim, da ima podjetje pri svojem bodočem poslovanju največje rezerve in potencial za povečanje denarnega toka v povečanju učinkovitosti sredstev. Povečanja učinkovitosti sredstev bi pripomoglo tudi k znižanju

²²Zaradi posebnosti knjiženja dolgoročnih obveznosti iz naslova finančnega leasinga postavka vključuje tudi dolgoročne poslovne obveznosti.

zadolženosti podjetja in izboljšanju drugih kazalnikov poslovne uspešnosti. Učinkovitost AWC je prikazana v tabeli 30.

Tabela 30: Izračun učinkovitosti prilagojenih kratkoročnih sredstev v 1000 € – drugi primer

postavka \ leta	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	3.085	3.998	4.740	5.401
Prilagojen obratni kapital (AWC)	848	848	847	1.051
AWC/prihodki od prodaje v %	27,49	21,21	17,87	19,46

Vir: Gvin, b.l.

Kot je razvidno iz gornje tabele, je podjetje v letih 2009, 2010 in 2011 povečevalo učinkovitost prilagojenih obratnih sredstev v primerjavi s prihodki. V letu 2012 pa se je kazalnik nekoliko poslabšal zaradi povečanja kratkoročnih finančnih obveznosti, ki so se povečale za 12 %. Zaradi hkratnega povečanja prihodkov za 14 % kazalnik ocenjujem kot stabilen.

Pri podrobnejši analizi strukture računovodskih poročil naletimo na bolj zaskrbljujoč podatek o nesorazmernem povečanju poslovnih terjatev, ki so se povečale za 16 %. Iz bilance stanja izhaja tudi izrazito neugodno razmerje med kratkoročnimi poslovnimi terjatvami in sredstvi, saj ima podjetje v kratkoročnih poslovnih terjatvah vezanih 51 % vseh sredstev (!). Primerjava s panogo cestnega tovarnega prometa pokaže, da je kazalnik v panogi bistveno boljši in znaša 35 %, kar pa je še vedno zelo visoka vrednost. Zaradi nesorazmernega povečanja kratkoročnih poslovnih terjatev se je bilo podjetje primorano dodatno kratkoročno zadolžiti kljub že relativno visoki zadolženosti. Naraščanje poslovnih terjatev je za obravnavano podjetje eden najpomembnejših pokazateljev, saj postavlja pod vprašaj obvladovanje rasti, ki jo je podjetje dosegalo v preteklih letih. V kolikor bi se tak trend nadaljeval, bi lahko podjetje zaradi neustrezne bilančne strukture hitro zašlo v resne likvidnostne težave.

Podobno kot v predhodnem primeru lahko izračunamo uspešnosti ravnanja s sredstvi podjetja kot količnik med opredmetenimi osnovnimi sredstvi in prihodki podjetja. Izračun ja prikazan v Tabeli 31.

Tabela 31: Izračun učinkovitost opredmetenih snovnih sredstev v 1000 €– drugi primer

postavka \ leta	2009	2010	2011	2012
Prihodki od prodaje	3.085	3.998	4.740	5.401
Opredmetena osnovna sredstva (OOS)	1.451	1.539	1.509	1.670
OOS/prihodki od prodaje v %	47,03	38,49	31,84	30,92

Vir: Gvin, b.l.

Iz podatkov o poslovanju podjetja v zadnjih štirih letih izhaja, da se je učinkovitost opredmetenih sredstev glede na prihodke od prodaje v celotnem obdobju povečevala. Podjetje posluje v kapitalno bistveno bolj intenzivni panogi kot predhodno analizirano podjetje. V primerjavi s panogo lahko ugotovimo, da opredmetena osnovna sredstva podjetje uporablja povprečno učinkovito, saj znaša omenjeni kazalnik v letu 2012 za celotno panogo cestnega transporta za leto 31 %. Gornja primerjava potrjuje, da je podjetje neučinkovito pri ravnanju s terjatvami, saj zaradi visokih terjatev dosega podpovprečno učinkovitost vseh sredstev in da je (zgolj) povprečno uspešno pri ravnanju z opredmetenimi osnovnimi sredstvi. Podjetje glede optimizacije poslovanja pravzaprav nima dileme, katere ukrepe je potrebno sprejeti. Najpomembnejši ukrep je povečanje učinkovitost ravnanja s terjatvami, hkrati mora povečati učinkovitost osnovnih sredstev. Za slednji cilj ima na razpolago več alternativ:

- povečanje prihodkov z dvigom cen,
- povečanje prihodkov z boljšo izkoriščenostjo obstoječih osnovnih sredstev ali
- dezinvestiranje presežnega premoženja, vračilo posojil (razdolžitev) in znižanje odhodkov od financiranja.

Na izbiro alternative za optimizacijo poslovanja bo v konkretnem primeru vplivalo več dejavnikov.

- Zaradi zniževanja marž v večini gospodarskih panog bi naročniki storitev ne sprejeli povišanja cen. Ker je v panogi prisotna ostra cenovna konkurenca, bi se naročniki storitev hitro obrnili h konkurenčnim ponudnikom.
- Diferenciacija storitev. Podjetja v panogi imajo pri diferenciaciji storitev zanemarljive možnosti.
- Dezinvestiranje premoženja – predvsem tovornih vozil, čemur vodstvo izrazito ni naklonjeno.
- Podjetje ima realno možnost povečanja izkoriščenosti osnovnih sredstev z znižanjem števila t. i. "praznih kilometrov". Ukrep bi se odrazil v višjih prihodkih.
- Znižanje terjatev iz poslovanja je nujen ukrep, ki ga podjetje lahko doseže z učinkovito izterjavo in skrajšanjem plačilnih rokov ali prodajo terjatev.

Vrzeli v likvidnosti podjetje v preteklosti ni zaznalo, saj so lastniki z izkazanimi dobički povečevali kapital podjetja, banke pa podjetju ne omejujejo podeljevanja posojil. Podjetje tudi danes nima težav s tekočo likvidnostjo. Glede na življenjski cikel, v katerem se podjetje nahaja, je današnje obdobje najprimernejše za konsolidacijo poslovanja in povečanje učinkovitosti. Po obdobju vzpostavitve nove organizacijske strukture in relativno hitre rasti lahko ugotovimo, da vse možnosti, ki jih je prinesla združitev podjetnikov, še niso izkoriščene in da obstaja dobršen del poslovanja družbe, ki ga je možno optimizirati. Podjetje lahko v roku poravnava svoje obveznosti zgolj pod pogojem:

- Da banke podaljšujejo obdobje trajanja posojila oz. odobravajo nova posojila. S takim načinom financirajo tudi amortizacijo družbe, ki je eden od t. i. "NE-NE-jev" oz. računovodska kategorija, ki je banke ne bi smele financirati s posojili (poglavje 3.6.).

- Da banke delno financirajo obresti z novimi posojili, kar je tudi kategorija, ki se ne sme financirati z novimi posojili.
- Da si lastniki ne izplačujejo dobičkov od kapitala.

Podjetje je kratkoročno sicer likvidno, vendar stanje dolgoročno ni vzdržno. Da podjetje zadosti pogojem, ki jih predpostavlja metoda, mora optimizirati poslovanje na način, da bo sposobno dolgoročno v predvidenih rokih poplačati svoje obveznosti.

4.2.4 Izdelava modela storitve za optimizacijo poslovanja družbe

Iz analize denarnega toka izhaja, da lahko podjetje dolgoročno posluje zgolj ob predpostavki, da banke prevzemajo tveganja lastnikov kapitala in zagotavljajo sredstva za nadomeščanje obrabe osnovnih sredstev – amortizacija (CAPEX), delno obresti in da si lastniki ne izplačujejo dobičkov. Kot pokaže spodnji izračun, bi moral denarni tok (EBIDA), ki omogoča odplačilo dolgoročnega dolga, v sedmih letih znašati 760.685 € in je za 93.076 € višji od denarnega toka, ki ga podjetje ustvarja.

glavnica	1.444.488 €
obrestna mera	7 %
obdobje	7 let
anuiteta	268.029 €
nadomestne naložbe v osnovna sredstva (CAPEX)	492.656 €
potreben denarni tok	= 760.685 €

V kolikor predpostavimo 10 % bruto donosnost na kapital (razlogi so pojasnjeni v predhodnem primeru), je potrebno obstoječi EBIDA v višini 667.609 € zmanjšati zapričakovani dobiček v višini 10 % od kapitala ($859.244 \text{ €} \cdot 10\% = 85.924 \text{ €}$) na vrednost EBIDA-E²³, ki znaša 581.685 €. Razlika do pričakovanega denarnega toka v tem primeru znaša 179.000 € ($581.685 - 760.685 \text{ €}$). Za zadostitev pogojem o dolgoročnem poslovanju, ki jih predpostavlja metoda, mora optimizirati poslovanje na način, da bo sposobno dolgoročno v predvidenih rokih poplačati svoje obveznosti, vključno z izplačilom dobičkov lastnikom. Glede na realne možnosti podjetja in poslovnega okolja je potrebno poiskati in aktivirati generatorje denarnih tokov in zmanjšati nastalo vrzel. Realne možnosti za optimizacijo poslovanja se kažejo v:

- Povečanju izkoriščenosti osnovnih sredstev z znižanjem števila t. i. "praznih kilometrov".
- Znižanje terjatev iz poslovanja je nujen ukrep, ki ga podjetje lahko doseže z učinkovito izterjavo in skrajšanjem plačilnih rokov.
- Podaljšanjem plačilnih rokov dobaviteljem.

Prvi ukrep se nanaša na znižanje števila praznih kilometrov, s čimer bi se podjetju povišali prihodki ob manjšem povečanju odhodkov. V povprečju podjetje opravi 72 % "polnih" in 28

²³ EBIDA-E pomeni EBIDA, zmanjšan za dividende.

% "praznih" prevoženih kilometrov²⁴. Podjetje seveda ne bo nikoli uspelo doseči 100 % izkoriščenosti, lahko pa z povečano operativnostjo in komercialnimi aktivnostmi poveča izkoriščenost na 75 %. V kolikor bi uspeli znižati število praznih prevoženih kilometrov za 3 %, bi se to odrazilo v neto učinku v poslovnem izidu. Zgolj za 1 % pa bi to pomenilo za 108.024 € višji denarni tok in EBIDA.

Drugi ukrep se nanaša na ravnanje s terjatvami. Menim, da ima družba največje možnosti za pozitiven vpliv na kapaciteto zadolževanja na področju ravnanja s terjatvami. Podjetje je imelo konec leta 2012 v terjativah vezanega 1.880.599 € premoženja, kar je predstavljalo 51 % vseh sredstev. Tabela 31 prikazuje spreminjanje plačilnih rokov v obdobju.

Tabela 32: Povprečni plačilni roki podjetja – drugi primer

postavka \ leta	2009	2010	2011	2012
Sredstva v 1000 €	2.857	3.114	3.251	3.581
Prihodki v 1000 €	3.108	4.060	4.828	5.488
Zapadle terjatve v 1000 €	1.346	1.467	1.612	1.861
Delež zapadlih terjatev v sredstvih v %	47,11	47,11	49,58	51,97
Delež zapadlih terjatev v prihodkih v %	43,31	36,13	33,39	33,91
Povprečni plačilni rok v št. dni	158	132	122	124

Vir: Gvin, b.l.

Podjetje prejema plačilo za opravljene storitve v roku 4 mesecev oz. 124 dnevih. Podjetje mora pričeti s selektivnimi dogovori z naročniki storitev o skrajšanju plačilnih rokov. S skrajšanjem povprečnega roka plačil roka zgolj za 10 dni (8 %), bi realizirali pozitivni denarni tok v višini 150.080 €, za enak znesek znižali višino posojil ter zmanjšali odhodke od financiranja za 10.505 €.

Tretji možni ukrep je podaljšanje plačilnih rokov dobaviteljem. Ti znašajo 78 dni in so v izrazitem nesorazmerju s plačilnimi roki, v katerih družba prejema plačila za opravljene storitve. V tem segmentu ima družba tudi boljša pogajalska izhodišča. Kot prikazuje izračun v tabeli 33, bi podaljšanje plačilnih rokov za 10 dni imelo pozitiven vpliv na denarni tok v višini 106.593 €. Hkrati bi podjetje imelo možnost znižati vrednost posojil in posledično odhodke od financiranja za 7.461 €.

²⁴ Polni kilometri so prevožena razdalja, ko tovorno vozilo prevaža tovor in podjetje dobi plačano storitev prevoza. Prazni kilometri so prevožene razdalje brez tovora pri transferjih od točke razklada do točke nakladanja, katerih naročnik prevoza ne plača.

Tabela 33: Pregled učinkov ukrepov za optimizacijo poslovanja – drugi primer

postavka \ vrsta spremembe	sprememba v kapaciteti zadolževanja	sprememba EBIDA
Povečanje izkoriščenosti OOS	108.024	115.585
Skrajšanje plačilnih rokov naročnikov	150.080	10.505
Podaljšanje plačilnih rokov dobaviteljem	106.593	7.461
Skupni učinek	364.697	133.551

Vir: Gvin, b.l.

Skupni učinek vseh navedenih ukrepov bi znašal 133.551 €. EBIDA, ki trenutno znaša 667.609 €, bi se povečal na 801.160 €. Sprejeti ukrepi bi se odrazili tudi v povečanju denarnega toka v višini 364.697 €. To so dodatna denarna sredstva, s katerimi bi se podjetje lahko razdolžilo in znižalo vrednost dolgoročnih posojil.

Trenutna dolgoročna posojila	1.444.488 €
<u>Znižanje dolgoročnih posojil</u>	- 364.697 €
Nova dolgoročna zadolžitev	= 1.079.791 €

Iz spodnjega izračuna vidimo, da bi v primeru izvedbe predlaganih ukrepov in uresničitve predvidenih učinkov minimalni denarni tok (EBIDA), ki omogoča odplačilo dolgoročnega dolga v sedmih letih, znašal 693.015 € in je za 108.145 € nižji od EBIDA, ki bi ga podjetje uspelo realizirati. Z implementacijo ukrepov bi podjetje imelo ustrezen denarni tok.

nova glavnica	1.079.791 €
obrestna mera	7 %
obdobje	7 let
anuiteta	200.359 €
<u>nadomestne naložbe v osnovna sredstva (CAPEX)¹</u>	+ 492.656 €
potreben denarni tok	= 693.015 €

V kolikor bi v izračunu upoštevali še izplačilo dividend v višini 10 % od kapitala, bi potrebni denarni tok znašal 778.939 € (693.015 € + 85.939 €), kar je tudi znotraj EBIDA, ki bi ga podjetje doseglo z implementacijo ukrepov.

4.2.5. Povzetek analize

Na podlagi analize lahko zaključimo, da družbeniki še niso izkoristili pomembnega dela sinergijskih priložnosti, ki jih prinaša nova organizacijska oblika. Poslovanje podjetja je bilo usmerjeno v rast prihodkov in večanje bilančne vsote z nakupom in obnovo voznega parka. Podjetje ni imelo težav z likvidnostjo, ker si družbeniki niso izplačevali dobičkov in ker so finančne institucije financirale tudi del amortizacije osnovnih sredstev. Vodstvo ni posvečalo pozornosti naraščanju terjatev in učinkovitosti sredstev. Z analizo bilance stanja smo zaznali tiste segmente v poslovanju, kjer so še neizkoriščene rezerve za optimizacijo poslovanja. S

primerjavo računovodskih kategorij s povprečjem v panogi pa smo ugotovili tista področja, kjer podjetje dosega podpovprečne rezultate. Na podlagi gornjih analiz so se v podjetju pokazale tri ključne možnosti za optimizacijo poslovanja in povečanje denarnega toka, razdolžitev podjetja in sprostitve kapacitete zadolževanja.

Prvi ukrep, ki se nanaša na operativno poslovanje družbe, organizacijo poslovnih poti in komercialno aktivnost, je z vidika spremembe EBIDA najpomembnejši, saj povečuje EBIDA na letni ravni za 115.585 €, od tega je 108.024 € neposrednega učinka, drugo se nanaša na znižanje obresti. Druga dva ukrepa, ki se nanašata na ravnanje s terjatvami, povečujeta denarni tok in izboljšujeta kapaciteto zadolževanja za 256.673 €. Preko odhodkov za obresti povečujeta vrednost kazalca EBIDA za 17.966 €.

Pred sprejemom odločitve vodstva za implementacijo ukrepov je umestno poznati tudi koristi za lastnike v smislu vrednosti podjetja danes in predvidene vrednosti podjetja po realizaciji predvidenih učinkov. Kot že napisano, velja približno razmerje, da je polovica vrednosti podjetja enaka trikratni vrednosti EBITDA in hkrati predstavlja kapaciteto zadolževanja podjetja. Kot prikazuje tabela 34, v obravnavanem primeru lahko izhajamo iz kazalnika EBIDA-E, ki znaša 581.685 € in za katerega načrtujemo, da bo po implementaciji predvidenih ukrepov znašal 711.136 €. Izračun upošteva 10 % diskontno stopnjo.

Tabela 34: Izračun vrednosti podjetja na podlagi kazalnika EBIDA-E v € – drugi primer

čas nastanka postavka	Na podlagi dosedanjega poslovanja	Po implementaciji ukrepov
EBITDA	667.609	801.160
EBIDA-E	581.685	715.236
EV – vrednost podjetja ²⁵	4.150.104	5.102.940
EV – vrednost podjetja (3x EBIDA)	2.002.827	2.403.480

Vir: Gvin, b.l.

Kot že povedano, na podlagi takega izračuna določimo okvirno vrednost podjetja, kar predstavlja osnovo za pogajanja med kupcem in prodajalcem. Tržna cena pa je odvisna tudi od številnih drugih dejavnikov. Transakcije se navadno izvajajo znotraj šestkratnika EBITDA. V kontekstu izračuna kapacitete zadolževanja je to pomembna informacija za lastnike in finančno institucijo. Vrednost podjetja je pomembna tudi v primerih, ko se v zavarovanje plačil po posojilni pogodbi sklene zastavna pravica nad deleži družbenikov kot sekundarni vir poplačila terjatev.

²⁵ V izračunu je upoštevana polovična vrednost bodočih denarnih tokov, diskontna stopnja 7 % in obdobje 100 let.

SKLEP

Posojilodajalci pri analizi podjetja, presoji njegove bonitete in določanju najvišje izpostave uporabljajo različne teoretične modele. Teoretični modeli so v literaturi pogosto obdelani z akademskega vidika, v praksi pa lahko zaznamo vrzel med teoretično podlago in praktičnim delovanjem. Tudi v prvem delu analize po obravnavani metodi lahko ugotovimo tovrstno vrzel. Pomembno je nadaljevanje v smeri zaznavanja napak in slabosti finančnega poslovanja družbe in v smeri iskanja praktičnih rešitev za izboljšanje poslovanja. Cilj, ki ga metoda zasleduje, ima značilnosti "win-win" situacije, saj imata od tega korist tako banka kot tudi analizirano podjetje. Rezultati analize imajo praktično uporabno vrednost najprej za poslovodstvo podjetja, ki na podlagi analize bančnega analitika prepozna finančne nevarnosti v podjetju. Banka poslovodstvo podjetja seznani tudi s potrebnimi ukrepi za izboljšanje poslovanja s finančne plati. Analiza in predstavitev sta dober temelj za vzpostavitev visoke stopnje zaupanja med obema partnerjema. Banka z aktivnim sodelovanjem s stranko vnaprej zazna slabosti v poslovanju podjetja in lahko preventivno izvaja aktivnosti za omilitev ali preprečevanje posledic. Nadalje ima banka korist v dolgoročni ročni navezavi strank na sodelovanje z banko. Rezultat je sodelovanje banke s strankami, ki imajo nadpovprečno finančno stabilnost, tovrstno sodelovanje predstavlja strateško prednost obeh partnerjev.

Utemeljitev temeljne hipoteze sem poskušal doseči z odgovorom na več v uvodu zastavljenih vprašanj. Pri proučevanju metod določanja kreditne sposobnosti ugotovimo, da metode (kot denarni tok, namenjen za poplačilo kreditov) upoštevajo tudi računovodske kategorije, ki to ne bi smele biti. V obravnavani metodi so poimenovane s t. i. "NE-NE-ji" (amortizacija in dividende). Že dejstvo, da banke planirajo poplačilo posojil z dobički podjetja, ki so namenjeni lastnikom, je protislovno in v nasprotju z ekonomsko logiko. Obravnavana metoda tudi predpostavlja polovični delež kapitala, kar pa je v Sloveniji bolj izjema kot pravilo. Menim, da bi s celovito analizo podjetja ob upoštevanju zahtev metode bistveno zmanjšali obseg in število financiranj slabih naložb in slabih podjetij.

Na vprašanje, ali je z obravnavano metodo možno pravilno ovrednotiti kreditno tveganje, je nemogoče podati ustrezen odgovor. Tako kot se danes dogaja, bo poslovna praksa šele čez leta podala odgovor o pravilnosti katerekoli metode. Glede na izgube slovenskih bank pa lahko z veliko mero gotovosti trdimo, da so bili dosedanja modeli vrednotenja kreditnih tveganj napačni ali pa vsaj pomanjkljivi. Dejstvo je, da metoda zaostrejuje ohlapnost vrednotenja kreditnih tveganj in daje velik poudarek denarnemu toku, ki je edini vir za poplačilo kreditov.

Banke razpolagajo s kadrovskimi kapacitetami in lahko svojo storitve razširijo na svetovanje komitentom ne le v smislu prodaje storitev, ampak tudi v smislu, kot ga opisuje obravnavana metoda. Tovrstno svetovanje je še posebej primerno za samostojne podjetnike ter manjša in srednja podjetja, ki ne razpolagajo z lastnimi finančnimi strokovnjaki. S svetovanjem bodo banke izboljšale finančno poslovanje svojih komitentov in si tako posredno zagotovile boljšo strukturo komitentov.

Na podlagi gornjih odgovorov menim in potrjujem hipotezo, da je s celovito presojo kreditne sposobnosti podjetij, s stalnim spremljanjem poslovanja strank ter s svetovanjem pri zadolževanju možno znatno znižati vrednost in število odobritev posojil podjetjem, ki jih posojilojemalci ne bodo mogli vrniti. Na tak način se na mikro ravni izognemo rasti problematičnih posojil in preprečimo napihovanje balonov. Ker sta državno in svetovno gospodarstvo agregat poslovnih dejavnosti na mikro ravni, lahko na tak način vplivamo tudi na poslovanje gospodarstev na makro ravneh.

Nadalje menim, da lahko potrdim podredno hipotezo, da je znižana posojilna aktivnost bank delno tudi posledica poslabšanja kreditne sposobnosti podjetij in pomanjkanja donosnih investicijskih projektov. Na makroekonomski ravni se poslabšanje kreditne sposobnosti podjetij odraža v nestabilnosti gospodarstva in posledičnem umikanju kapitala v širšem smislu na druge trge (države). Ob tem se pojavi paradoks, da se tuje banke umikajo na druge trge zaradi težav slovenskega gospodarstva, pri čemer je velik del razlogov za poslabšanje gospodarskih razmer prav na strani bank. Z umikom še dodatno znižujejo gospodarsko aktivnost. Na podlagi vsega navedenega in poslovne prakse lahko potrdim tudi drugo podredno hipotezo, da imajo banke priložnost, da z razširitvijo svojega načina delovanja na svetovanje strankam povečajo medsebojno zaupanje, pridobijo objektivnejše informacije ter si tako razširijo trg in zmanjšujejo kreditno tveganje.

V okviru predstavitve posameznih metod sem določil njihovo primernost, prednosti, slabosti in omejitve pri uporabi. Možnost kombinacije metod izboljšuje njihovo uporabnost in celostnost. Dve praktični analizi kreditne sposobnosti podjetja sta podlaga za oblikovanje storitve svetovanja strankam pri optimiziranju finančnega poslovanja. Predstavitev vsebuje informacije o neizkoriščenih možnostih in rezervah v podjetju in identificira spremenljivke v poslovnih kategorijah, preko katerih lahko poslovodstvo optimizira finančno stabilnost podjetja in izboljša kreditno sposobnost podjetja.

Sodelovanje s poslovodstvom analizirane družbe povečuje praktično vrednost metode. Poslovodstvu daje informacijo o tem, kako posojilodajalci gledajo na poslovanje podjetja in omogoča optimiziranje strukture bilanc. Optimiziranje bilanc pogosto povezujemo s kreativnim računovodstvom v negativnem smislu. Oba termina sta bila v preteklosti pogosto zlorabljeni. V takih primerih podjetja največkrat uporabljajo nepravilno prikazovanje terjatev, vrednosti zalog in zavarovanj terjatev s ciljem izkazati boljši finančni položaj in poslovni izid, kot ta dejansko je. V magistrski nalogi je na praktičnih primerih prikazano, kako je možno s kreativnostjo optimizirati finančno sliko podjetja v pozitivnem pomenu besede. Metoda daje jasne napotke za optimiziranje računovodskih izkazov preko sprememb v poslovanju podjetja, saj je računovodsko poročanje vrednostni odsev poslovanja družbe in ne obratno. Optimiziranje bilanc na podlagi sprememb je pravilen in legitimen način ter daje dolgoročne pozitivne rezultate. Za njegovo realizacijo pa je potrebno več poslovnih znanj in navora, kot velja za prirejanje računovodskih izkazov in poslovanja podjetja le-tem.

Literatura in viri

1. AJPES. (2013). *Metodologija za določanje bonitetnih ocen poslovnih subjektov*. Ljubljana: AJPES.
2. Ambrosi, A. (2013). *Word Matters*. Paris: C&F Editions.
3. Bank For International Settlements. (2011, 1. junij). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - revised version June 2011*. Basel: Bank For International Settlements.
4. Basel Committee on Banking Supervision. (2009, 2. april). *Financial Stability Forum issues Recommendations and Principles to Strengthen Financial Systems*. Press release, Basel: Basel Committee on Banking Supervision.
5. Basel Comite on Banking Supervision (2010, 16. december). *Basel III rules text and results of the quantitative impact study issued by the Basel Committee*. Press release, Basel: Basel Committee on Banking Supervision.
6. Basel Committee on Banking Supervision (2013a, januar). *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*. Basel: Basel Committee on Banking Supervision.
7. Basel Committee on Banking Supervision. (2013b, oktober). *Liquidity stress testing: a survey of theory, empirics and current industry and supervisory practices* (BCBS Working Papers No 24). Basel: Basel Committee on Banking Supervision, 2013.
8. Beaver, W., & Mauren, F. (2005). *Have Financial Statements Become Less Informative? Evidence from the Ability of Financial Ratios to Predict Bankruptcy*. Stanford: Stanford University.
9. Bisnode. (b.l.) V Gvin. Najdeno 29. aprila 2014 na spletni strani <http://www.gvin.com/GvinFipo/Pages/Company.aspx?Mode=GvinSI&App=GvinFipo2012SI&CompanyId=50217&CompanyDetailType=BalanceSheet&CompanyDetailSubType=BalanceSheet&Lang=sl-SI>
10. Bisnode. (b.l.) V Gvin. Najdeno 29. aprila 2014 na spletni strani <http://www.gvin.com/GvinFipo/Pages/Company.aspx?Mode=GvinSI&App=GvinFipo2012SI&CompanyId=227754&CompanyDetailType=BalanceSheet&CompanyDetailSubType=BalanceSheet&Lang=sl-SI>
11. Brealey, R. A., & Myres, S. C. (2002), *Capital investment and valuation*. New York: McGraw-Hill.
12. Caruana, J. (2010), *Basel III: Towards a safer financial system*. Madrid: Bank for International Settlements.
13. Cengage Learning. (b.l.) V *Global Economic Watch*. Najdeno 19. marca 2013 na spletni strani <http://community.cengage/GECResource/blogs/gec-blog/archive/2013/03/19>
14. Clark, J. (2013), *International Dictionary of Banking and Finance*. New York: Routledge.
15. Cossin, D., & Pirotte, H. (2000). *Advanced Credit Risk Analysis*. Chincester: John Wiley & Sons, LTD.
16. Datalab. (b.l.) V *Pantheon u-site*. Najdeno 13. februarja 2014 naspletnem naslovu: <https://usersite.datalab.eu/Wiki/tabid/178/language/sl-SI/Default.aspx?ctxid=8161>

17. Datalab. (b.l.) V *Pantheon u-site*. Najdeno 26. junija 2014 na spletnem naslovu <https://usersite.datalab.eu/Wiki/tabid/178/language/sl-SI/Default.aspx?ctxid=8162>
18. Datalab. (b.l.) V *Pantheon u-site*. Najdeno 28. novembra 2013 na spletnem naslovu <https://usersite.datalab.eu/Wiki/tabid/178/language/sl-SI/Default.aspx?ctxid=8162>
19. Datalab. (b.l.) V *Pantheon u-site*. Najdeno 29. novembra na spletnem naslovu <https://usersite.datalab.eu/Wiki/tabid/178/language/sl-SI/Default.aspx?ctxid=8160>
20. Datalab. (b.l.) V *Pantheon u-site*. Najdeno 14. aprila 2014 na spletnem naslovu <https://usersite.datalab.eu/Wiki/tabid/178/language/sl-SI/Default.aspx?ctxid=8163>.)
21. Docherty, A., & Viort, F. (2014). *Better Banking: Understanding and Addressing the Failures in Risk Management, Governance and Regulation*. Croydon: Cpi Group.
22. Drmaž, T. (1997). *Kako se odločati o odobritvi posojila? Bančnik*, (1), 14.
23. Dwisch, M. (2010). *Die-Korn Theorie als Molichekkeit zur Kreditanalyse*. Leipzig: University of Cooperative Education.
24. European Securities and Markets Authority, (2013). *Smernice in priporočila o področju uporabe uredbe CRA*. Paris: European Securities and Markets Authority.
25. Financial Globalisation (b.l.). Najdeno 3. maja 2013 na spletnem naslovu http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization
26. Gatzert, N., & Wesker, H. (2011). *A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency*, Nuremberg: Chair for Insurance Economics.
27. Gatzert, N., & Wesker, H. (2012, 16. maj). A Comparative Assessment of Basel II/III and Solvency II. *The Geneva Papers*. Najdeno 2. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.palgrave-journals.com/gpp/journal/v37/n3/abs/gpp20123a.html>
28. Good Hart, C. (2011). *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years 1974-1997*. New York: Cambridge University Press.
29. Harrington, R. D. (1993). *Corporate Financial Analysis: Decisions in Corporate Environment*. New York: McGraw-Hill Companies.
30. Higgins, R. C. (1992). *Analyses For Financial Management*. Boston: Irwin.
31. Hill, N. C., & Sartoris W. L. (1994). *Short Term Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall College.
32. International Institute of Sustainable Development. (2014). *What is sustainable development?* Winipeg: IISID.
33. Juhart, M. (1996). *Cesija: pogodbeni odstop terjatve*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
34. Katz, D. (2009). *Complete Guide to Practice Management: Tips, Tools, and Templates for the Financial Adviser*. New York: Bloomberg Press.
35. Klepec, J. (2008, 04. november). Svetovna finančna kriza 2007/2008-200???. *Ministrstvo za javno upravo*. Najdeno 26. maja 2014 na spletnem naslovu http://www.mju.gov.si/fileadmin/mju.gov.si/pageuploads/Dobre_prakse/Predstavitve_DP_2008/KLEPEC_Razlaga_DP2008_.pdf).
36. Knez Riedl, J. (2000). *Pojmovanje in presojanje bonitete podjetja*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
37. Korn, N. (2010). *Value Creation for financial institution*. Leipzig: Korn&Korn.
38. Korn, N., & Pohlmann, S. (2008). *Werte und Wachstum schaffen durch Working Capital Management*. Leipzig: Staatliche Studienakademie Leipzig.

39. Košiček, A. (1998). *Kreditna analiza podjetja v finančnih institucijah* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. Kreditna analiza. (b.l.). Najdeno 15. septembra 2014 na spletnem naslovu <http://www.financnislovar.com/definicije/kreditna-analiza.html>
41. Kreditni krč (b.l.). Najdeno 27. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.financni-slovar.com/definicije/kreditni-krc.html>
42. Lund, S., Daruvala, T., Doobs, R., Falcon, R., & Harle, P. (2013, 19 marec). Financial globalization: Retreat or reset? Global Capital markets. Najdeno 12. aprila 2014 na spletnem naslovu <http://community.cengage.com/GECResource/blogs/gec-blog/archive/2013/03/19>
43. Mednarodni standardi računovodskega poročanja. *Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008, Uredba Komisije (ES) št. 1606/2002* Evropskega parlamenta in Sveta.
44. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
45. Obligacijski zakonik. *Uradni list RS* št. 83/01, 32/04, 28/06 - Odl. US, 40/07 in 97/07 - UPB.
46. Pečovnik, G. (2014). *Kako banke ocenjujejo boniteto*. Ljubljana: Revija Kapital.
47. Peterlin, J. (2014). *Ko banka reče ne*. Portorož: Smartinfin, Inštitut za poslovne finance.
48. Pučko, D. (1996). *Analiza in načrtovanje poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Pučko, D. (2003). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
50. Repovž, L. (1993). *Finančna sanacija podjetij* (gradivo s podjetniške delavnice s področja financiranja podjetja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
51. Repovž, L., & Filipič, D. (1997). *Orodja za presojo financiranja podjetja, Posebnosti finančnega managementa II*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
52. Ross, S.A. (2008). *Corporate Finance* (8th ed). New York: McGraw-Hill/Irwin.
53. Sklep o ocenjevanju izgub kreditnega tveganja bank in hranilnic. *Uradni list RS* št. 28/2007.
54. Sklep o veliki izpostavljenosti bank in hranilnic. *Uradni list RS*, št. 135/06, 85/10.
55. Slapničar, M. (1999). *Sodobne metode upravljanja kreditnega tveganja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
56. Slovenski inštitut za revizijo. (2008). *Kodeks poslovnofinančnih načel*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
57. Slovenski inštitut za revizijo. (2012). *Slovenski računovodski standardi*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
58. Svetovna finančna kriza. (b.l.). Najdeno 30. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.pdfioo.net/preview/54957060.html>
59. Štivan, S. (2013). *Boniteta in Bonitetni modeli*. Ljubljana: Zavarovalniški Horizonti.
60. Tekavčič, M. (2004). *Analiziranje uspešnosti poslovanja s pomočjo sistema med seboj povezanih kazalnikov*. Ljubljana, Ekonomska fakulteta
61. Tekavčič, M., Marc, M., Peljhan, D., Ponikvar, N., & Šobota, A. (2010). *Spremljanje uspešnosti poslovanja v velikih slovenskih podjetjih*. IB Revija 3-4/2010. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
62. Turban, E., Sharda R.E., & Dursun, D. (2010). *Decision Support and Business Intelligence Systems* (9th ed). Danvers: John Wiley&Sons.
63. White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2002). *The Analysis and Use of Financial Statements*. Danvers: John Wiley&Sons.

64. Zakon o Bančništvu. *Uradni list RS* št. 131/2006, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009, 79/2010, 9/2011 – ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011, 48/2012, 105/2012, 56/2013, 63/2013 – ZS-K, 96/2013
65. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS* št. 117/2006, 90/2007, 76/2008, 56/2008, 92/2008, 5/2009, 96/2009, 110/2009 – ZDavP-2B, 43/2010, 59/2011, 30/2012, 24/2012, 94/2012, 81/2013.
66. Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju. *Uradni list RS*, št. 13/14 – UPB
67. Zavodnik, E. (2000). *Potreba po uporabi sodobnih konceptov kreditnega tveganja v bančnem poslovanju*. Ljubljana: Bančni vestnik.
68. Zavodnik, E. (2001). *Razvoj in uporaba modela za merjenje kreditnega portfelja v bančni praksi*. Ljubljana: Bančni vestnik.
69. Žejn, A. (2002 15. januar). Zavarujte se proti plačilni nedisciplini. *Finance.si*. Najdeno 18. maja 2014 na spletni strani <http://www.finance.si/16494/Zavarujte-se-proti-pla%C4%8Dilni-nedisciplini>
70. Železnik Kohek, T. (2002). *Informacije za presojanje bonitet bančnih komitentov* (specialistično delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1. Bilanca stanja prvega analiziranega podjetja.....	1
Priloga 2: Izkaz poslovnega izida prvega analiziranega podjetja.....	2
Priloga 3: Bilanca stanja prvega analiziranega podjetja.....	3
Priloga 4: Izkaz poslovnega izida prvega analiziranega podjetja.....	4

Priloga 1: Bilance stanja prvega analiziranega podjetja

Tabela 1: Bilance stanja prvega analiziranega podjetja

Kategorija	leto			
	2009	2010	2011	2012
Sredstva	15.329.078	17.968.550	17.556.623	18.795.421
Dolgoročna sredstva	7.891.877	8.689.545	9.684.449	11.108.736
Neopredmetena sredstva	112.232	63.554	72.967	390.357
Dolgoročne aktivne časovne razmejitve	0	1.127	0	0
Neopredmetena osnovna sredstva	112.232	62.427	72.967	390.357
Opredmetena osnovna sredstva	6.247.324	7.062.249	7.093.879	8.223.784
Zemljišča in zgradbe	5.491.960	6.001.772	6.116.323	7.244.359
Oprema in druga opredmetena osnovna sredstva	755.364	1.060.477	977.556	979.425
Naložbene nepremičnine	0	0	0	0
Dolgoročne finančne naložbe	1.526.524	1.557.945	2.517.603	2.494.595
Dolgoročne finančne naložbe razen posojil	989.996	1.054.556	1.044.078	1.052.713
Dolgoročna posojila	536.528	503.389	1.473.525	1.441.882
Druge dolgoročne finančne naložbe	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Odložene terjatve za davek	0	0	0	0
Dolgoročne poslovne terjatve	5.797	5.797	0	0
Kratkoročna sredstva	7.375.690	9.188.115	7.797.109	7.656.491
Zaloge	2.002.348	2.133.970	2.565.962	2.496.558
Kratkoročne finančne naložbe	579.434	1.318.954	679.683	1.258.720
Kratkoročneposlovne terjatve	4.735.949	5.709.238	4.541.589	3.872.106
Denarna sredstva	57.959	25.953	9.875	29.107
Sredstva za prodajo	0	0	0	0
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	61.511	90.890	75.065	30.194
Zunajbilančna sredstva	0	0	0	0
Obveznosti do virov sredstev	15.329.078	17.968.550	17.556.623	18.795.421
Kapital	6.486.605	6.779.689	7.228.632	7.422.815
Vpoklicani kapital	1.179.044	1.179.044	1.179.044	1.179.044
Kapitalske rezerve	0	241.491	241.491	241.491
Rezerve iz dobička	465.126	223.635	223.634	223.635
Preneseni čisti poslovni izid	3.254.650	3.535.322	3.828.406	4.277.349
Čisti poslovni izid poslovnega leta	280.672	293.084	448.944	155.601
Presežek iz prevrednotenja	1.307.113	1.307.113	1.307.113	1.345.695
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	534.001	492.786	520.419	507.527
Rezervacije	534.001	492.786	520.419	507.527
Dolgoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti	4.001.484	4.903.572	4.493.942	5.198.455
Dolgoročne finančne obveznosti	3.607.278	4.589.366	4.179.736	4.922.831
Dolgoročne poslovne obveznosti	80.000	0	0	0
Odložene obveznosti za davek	314.206	314.206	314.206	275.624
Kratkoročne obveznosti	4.135.797	5.605.677	5.178.186	5.560.407
Kratkoročne finančne obveznosti	716.160	945.362	1.409.368	1.512.787
Kratkoročne poslovne obveznosti	3.419.637	4.660.315	3.768.818	4.047.620
Obveznosti vključene v skupine za odtujitev	0	0	0	0
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	171.191	186.826	135.444	106.217
Zunajbilančne obveznosti.	0	0	0	0

Vir: Gvin, b.l.

Priloga 2: Izkazi poslovnega izida prvega analiziranega podjetja

Tabela 2: Izkazi poslovnega izida prvega analiziranega podjetja

kategorija	leto			
	2009	2010	2011	2012
Poslovni prihodki	17.428.246	18.705.687	20.123.316	18.851.612
Čisti prihodki od prodaje	16.998.134	17.930.909	19.859.798	18.598.135
Sprememba vrednosti zalog in proizvodov	-688.732	-140.450	181.411	-133.134
Usredstveni lastni proizvodi	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki	430.112	774.778	263.518	253.477
Kosmati donos iz poslovanja	16.739.514	18.565.237	20.304.727	18.718.478
Poslovni odhodki	16.176.946	17.961.392	19.477.230	18.285.470
Stroški blaga materiala in storitev	12.486.812	13.985.706	15.720.992	14.252.047
Stroški dela	2.936.806	3.110.510	3.048.865	3.282.391
Stroški plač	2.169.329	2.314.443	2.309.822	2.502.220
Stroški socialnih zavarovanj	374.315	375.843	374.771	406.725
Drugi stroški dela	393.162	420.224	364.272	373.446
Odpisi vrednosti	635.364	623.105	483.942	577.311
Amortizacija in prevrednotovalni posl. odhodki	465.692	504.738	476.939	506.288
Prevrednotovalni poslovni odhodki	169.672	118.367	7.003	71.023
Drugi poslovni odhodki	117.964	242.071	223.431	173.721
Poslovni izid iz poslovanja	1.251.300	744.295	646.086	566.142
Finančni prihodki	83.188	103.761	112.948	109.141
Finančni odhodki	240.702	315.588	402.454	379.220
Finančni odhodki iz oslabitev	0	0	10.478	0
finančni odhodki za obresti	240.702	315.588	391.976	379.220
Drugi finančni odhodki	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	0	93.195	291.047	249.978
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	240.702	222.393	100.929	129.242
Celotni poslovni izid	405.054	392.018	537.991	162.929
Skupaj davki	124.382	98.934	89.047	7.328
Davek iz dobička	124.382	98.934	89.047	7.328
Odloženi davki	0	0	0	0
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	280.672	293.084	448.944	155.601

Vir: Gvin, b.l.

Priloga 3: Bilance stanja drugega analiziranega podjetja

Tabela 3: Bilance stanja drugega analiziranega podjetja

Kategorija	leto			
	2009	2010	2011	2012
Sredstva	2.857.236	3.114.097	3.251.660	3.580.936
Dolgoročna sredstva	1.452.451	1.540.411	1.510.127	1.672.124
Neopredmetena sredstva	549	172	53	21
Opredmetena osnovna sredstva	1.451.091	1.539.297	1.509.002	1.670.900
Zemljišča in zgradbe	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Oprema in druga opredmetena osnovna sredstva	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Naložbene nepremičnine	0	0	0	0
Dolgoročne finančne naložbe	811	942	1.072	1.203
Kratkoročna sredstva	1.389.472	1.550.932	1.723.269	1.880.599
Zaloge	27.799	12.043	21.986	10.314
Kratkoročne finančne naložbe	0	0	0	0
Kratkoročneposlovne terjatve	1.345.759	1.466.606	1.611.751	1.861.050
Denarna sredstva	15.914	72.283	89.532	9.235
Sredstva za prodajo	0	0	0	0
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	15.313	22.754	18.264	28.213
Zunajbilančna sredstva	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Obveznosti do virov sredstev	2.857.236	3.114.097	3.251.660	3.580.936
Kapital	500.936	536.468	675.859	859.244
Vpoklicani kapital	500.000	500.000	500.000	500.000
Kapitalske rezerve	0	0	0	0
Rezerve iz dobička	0	0	17.585	17.585
Preneseni čisti poslovni izid	0	936	32.822	158.274
Čisti poslovni izid poslovnega leta	936	35.532	125.452	183.385
Presežek iz prevrednotenja	0	0	0	0
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	5.334	5.334	4.001	2.668
Dolgoročne obveznosti	1.426.425	1.524.414	1.361.868	1.444.488
Dolgoročne finančne obveznosti	670.246	778.727	640.687	794.227
Dolgoročne poslovne obveznosti	756.179	745.687	721.181	650.261
Odložene obveznosti za davek	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti	920.817	1.036.859	1.185.865	1.268.512
Kratkoročne finančne obveznosti	396.338	406.561	399.735	447.739
Kratkoročne poslovne obveznosti	524.479	630.298	786.130	820.773
Obveznosti vključene v skupine za odtujitev	0	0	0	0
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	3.724	11.022	24.067	6.024
Zunajbilančne obveznosti.	0	0	0	n.p.
Odložene obveznosti za davek	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti	1.036.859	1.185.865	1.268.512	1.353.902
Kratkoročne finančne obveznosti	406.561	399.735	447.739	469.725
Kratkoročne poslovne obveznosti	630.298	786.130	820.773	884.177
Obveznosti vključene v skupine za odtujitev	0	0	0	0
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	11.022	24.067	6.024	6.024
Zunajbilančne obveznosti.	n.p.	n.p.	n.p.	

Vir: Gvin, b.l.

Priloga 4: Izkazi poslovnega izida drugega analiziranega podjetja

Tabela 4: Izkazi poslovnega izida drugega analiziranega podjetja

kategorija	leto			
	2009	2010	2011	2012
Poslovni prihodki	3.092.434	3.998.744	4.768.781	5.402.573
Čisti prihodki od prodaje	3.085.284	3.997.609	4.740.071	5.401.200
Sprememba vrednosti zalog in proizvodov	0	0	0	0
Usredstveni lastni proizvodi	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki	7.150	1.135	28.710	1.373
Kosmati donos iz poslovanja	3.092.434	3.998.744	4.768.781	5.402.573
Poslovni odhodki	2.976.326	3.968.834	4.602.998	5.250.083
Stroški blaga materiala in storitev	2.046.650	2.810.249	3.275.002	3.849.736
Stroški dela	514.436	615.149	772.539	882.397
Stroški plač	388.209	462.243	581.071	667.532
Stroški socialnih zavarovanj	62.501	74.421	93.553	107.473
Drugi stroški dela	63.726	78.485	97.915	107.392
Odpisi vrednosti	401.660	529.034	536.660	492.812
Amortizacija in prevrednotovalni posl. odhodki	401.660	514.394	498.994	492.656
Prevrednotovalni poslovni odhodki	0	14.640	37.666	156
Drugi poslovni odhodki	13.580	14.402	18.797	25.138
Poslovni izid iz poslovanja	116.108	29.910	165.783	152.490
Finančni prihodki	530	101	154	112
Finančni odhodki	30.262	45.920	52.783	54.618
Drugi prihodki	15.385	61.575	59.074	86.215
Drugi odhodki	4.447	10.134	7.215	814
Celotni poslovni izid	97.314	35.532	165.013	183.385
Skupaj davki	0	0	25.622	0
Davek iz dobička	0	0	25.622	0
Odloženi davki	0	0	0	0
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	97.314	35.532	139.391	183.385

Vir: Gvin, b.l.