

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**NAPOVEDOVANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETIJ
Z UPORABO FINANČNE ANALIZE**

Ljubljana, avgust 2016

ANDREJ MUREN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Andrej Muren, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Napovedovanje uspešnosti poslovanja podjetij z uporabo finančne analize, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem, izr. prof. dr. Aljošo Valentinčičem,

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela 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 oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 11. avgusta 2016

Podpis študenta:

KAZALO

UVOD	1
1 FINANČNA ANALIZA PODJETJA.....	3
1.1 Opredelitev pojma in namen finančne analize.....	3
1.2 Vrste in metode finančne analize.....	7
1.3 Uporabniki finančne analize	11
1.4 Viri informacij za finančno analizo	11
1.4.1 Delitev virov informacij	11
1.4.2 Računovodski izkazi.....	13
2 PRESOJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA.....	19
2.1 Finančna analiza s finančnimi kazalniki.....	19
2.2 Opredelitev kazalnikov in kazalcev	20
2.3 Vrste finančnih kazalnikov	21
2.3.1 Delitev kazalnikov	21
2.3.2 Kazalniki dobičkonosnosti	24
2.3.3 Kazalniki likvidnosti.....	28
2.3.4 Kazalniki obračanja	30
2.3.5 Kazalniki financiranja.....	34
2.3.6 Kazalniki tržne vrednosti.....	37
2.3.7 Kazalniki produktivnosti	39
2.3.8 Kazalniki gospodarnosti	40
2.3.9 Drugi kazalniki	41
2.4 DuPontov sistem medsebojno povezanih kazalnikov.....	42
3 IZRAČUN KAZALNIKOV ZA OBRAVNAVANA PODJETJA.....	45
3.1 Kratka predstavitev obravnavanih podjetij	45
3.1.1 Smiths Group plc	45
3.1.2 Rolls-Royce Holdings plc.....	47
3.1.3 GlaxoSmithKline plc	47
3.2 Makroekonomska analiza in analiza panoge	49
3.3 Izbira kazalnikov za statistično analizo	50
3.4 Preglednica izračunanih kazalnikov za podjetje Smiths.....	52
3.5 Preglednica izračunanih kazalnikov za podjetje Rolls-Royce.....	54
3.6 Preglednica izračunanih kazalnikov za podjetje GlaxoSmithKline.....	56
4 NAPOVEDOVANJE BODOČIH VREDNOSTI KAZALNIKOV Z UPORABO STATISTIČNE ANALIZE	59
4.1 Določitev uporabljenih statističnih metod analize.....	59
4.1.1 Linearni trend.....	60
4.1.2 Trend povprečne vrednosti	60
4.1.3 Trend tehtanih vrednosti	62

4.2	Rezultati izračunov trendov	63
4.3	Analiza in interpretacija rezultatov	65
4.3.1	Analiza rezultatov.....	65
4.3.2	Interpretacija rezultatov.....	66
SKLEP.....		70
LITERATURA IN VIRI.....		72
PRILOGE		

KAZALO TABEL

Tabela 1: Merila uspešnosti glede na področje in uporabnike	23
Tabela 2: Izračunani kazalniki za podjetje Smiths.....	52
Tabela 3: Izračunani kazalniki za podjetje Rolls-Royce	54
Tabela 4: Izračunani kazalniki za podjetje GlaxoSmithKline.....	57
Tabela 5: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA od 2012 do 2014	64
Tabela 6: Prikaz uspešnosti trendov po prvi metodi	67
Tabela 7: Prikaz uspešnosti trendov po drugi metodi	68

KAZALO SLIK

Slika 1: DuPontov sistem medsebojno povezanih kazalnikov	43
Slika 2: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA	64

UVOD

Človek si je vedno želel napovedovati bodočnost. To mu v vsakdanjem življenju le redkokdaj uspe. Še posebej koristno bi bilo pravilno napovedovanje bodočnosti v poslovnem svetu, saj bi to omogočalo investitorjem povečati svoje donose, ker bi z gotovostjo vedeli, kam se jim najbolj splača investirati svoj denar. Običajno finančni analitiki in svetovalci svoje stranke opozarjajo, da pretekla poslovna uspešnost nekega podjetja in dobri donosi, povezani z njo, ne dajejo nobene garancije, da se bo tak trend nadaljeval tudi v prihodnosti. Zato bi bila obstoj in poznavanje metod, s katerimi bi z zadovoljivo zanesljivostjo lahko napovedali bodočo poslovno uspešnost podjetja zelo koristna tudi za njegovo poslovodstvo in lastnike. V svojem magistrskem delu bom raziskoval, ali se da identificirati oziroma razviti tako metodo.

Temeljno orodje za analizo uspešnosti poslovanja podjetja je finančna analiza. Finančna analiza zajema podatke iz računovodskih izkazov in druge računovodsko-finančne dokumentacije. Z njo ugotovimo premoženjsko-finančno stanje podjetja (Peršak, 1998, str. 1). Uspešnost poslovanja podjetja se da ocenjevati z različnih vidikov. Ocenjevanje uspešnosti poslovanja je tesno povezano z interesi ocenjevalca (Prusnik, 1997, str. 1), zato se za ocenjevanje uspešnosti lahko uporabljajo različne metode in številni finančni kazalniki. Zaradi prostorskih omejitev se bom pri svoji analizi osredotočil le na uporabo tradicionalne finančne analize s finančnimi kazalniki za ugotavljanje uspešnosti poslovanja podjetij. Dodatna prilagoditev z istim razlogom bo število izračunanih in obravnavanih kazalnikov in število analiziranih podjetij.

Namen tega magistrskega dela je s pomočjo strokovne literature identificirati tiste finančne kazalnike, s katerimi se da najbolj pravilno presoditi poslovno uspešnost podjetja, in izbrati metodo, s katero bo mogoče čim bolj natančno napovedati njihove bodoče vrednosti in s tem tudi bodočo poslovno uspešnost podjetja. S pregledom strokovne literature bom proučil pomen, uporabo pa tudi pomanjkljivosti finančnih kazalnikov pri presojanju poslovne uspešnosti podjetja. Z izbranimi finančnimi kazalniki bom analiziral uspešnost poslovanja treh britanskih podjetij iz industrijske panoge. Obravnavana podjetja so multinacionalne družbe, kar zmanjšuje velikost vpliva specifične gospodarske situacije v Veliki Britaniji na uspešnost njihovega poslovanja. Tuja podjetja so izbrana zato, da bi se izognil nekaterim posebnim problemom, ki so prisotni v Sloveniji oziroma so značilni samo zanjo.

Finančna teorija je razvila več skupin različnih finančnih kazalnikov, s katerimi se da presojati različne vidike uspešnosti poslovanja podjetja. Da bo analiza čim bolj vsestranska, bom uporabil in izračunal kazalnike iz različnih skupin. Dodatno bom obravnaval še nekaj drugih kazalcev in tako tudi ocenil, ali se da o bodoči uspešnosti podjetja sklepati na osnovi gibanja velikosti dobička, prihodkov, denarnega toka, sredstev

in kapitala ter spreminjanja borzne vrednosti delnic v preteklosti in z njo povezane tržne vrednosti podjetja. Za izhodišče izbire kazalnikov bom uporabil DuPontov sistem medsebojno povezanih kazalnikov. Uvodoma tudi predpostavljam, da so finančni kazalniki, ki so vključeni v DuPontov sistem, najbolj relevantni za oceno uspešnosti podjetja. Poudariti pa moram, da se v svojem magistrskem delu zaradi že navedenih omejitev ne bom ukvarjal z raziskavo medsebojnega vpliva posameznih kazalnikov.

Na osnovi izračunanih izbranih kazalnikov za poslovanje obravnavanih treh podjetij v obdobju štirih let (2008–2011) bom poskušal z različnimi statističnimi metodami napovedati vrednosti teh kazalnikov v naslednjih treh letih (2012–2014). Napoved vrednosti bo narejena na osnovi trenda gibanja vrednosti izračunanih kazalnikov v letih 2008–2011, izračunani trend bom kot napoved podaljšal v obdobje let 2012–2014. Pri tem bom uporabil naslednje tri metode:

- izračun linearnega trenda gibanja vrednosti kazalnikov v obravnavanih letih 2008–2011,
- izračun trenda na osnovi povprečne vrednosti gibanja kazalnikov v istem obdobju,
- kot tretjo metodo bom oblikoval regresijski model, ki bo pri izračunu trenda gibanja vrednosti kazalnikov upošteval znano dejstvo, da ima preteklo dogajanje na bodočnost tem manjši vpliv, čim bolj je časovno oddaljeno od sedanjega časa – spremembi vrednosti kazalnikov v preteklih obdobjih bom dodelil neko ocenjeno tehtano odstotno vrednost.

Napovedi bodočih vrednosti finančnih kazalnikov na osnovi vrednosti izračunanih kazalnikov za leta 2008–2011 po vseh treh statističnih metodah bom primerjal z njihovimi dejanskimi vrednostmi v letih 2012–2014, za katere bom naredil napoved in tako preveril točnost napovedi ter izračunal velikosti odstopanja napovedi od dejanskih vrednosti. Na osnovi ugotovljenega odstopanja bom sklepal, ali je možno iz pretekle uspešnosti poslovanja podjetja s finančno analizo ob uporabi statističnih metod napovedati njegovo bodočo poslovno uspešnost.

Cilj magistrskega dela je potrditi ali zavrniti postavljeno hipotezo, da je možno z ugotovitvijo trenda spremembe vrednosti finančnih kazalnikov napovedati bodočo uspešnost poslovanja podjetja in določiti tiste kazalnike, s katerimi se to da storiti ter obenem ugotoviti, katera statistična metoda je najustreznejša za postavitev napovedi. Seveda je vnaprej jasno, da bodo napovedane vrednosti finančnih kazalnikov odstopale od njihovih dejanskih vrednosti, vendar hočem ugotoviti, ali je to odstopanje dovolj majhno, da bodo napovedi še smiselne. Še bolj pomembno je, ali bodo predvideni trendi sploh šli v isto smer kot dejanski.

Magistrsko delo bo na začetku vsebovalo teoretično-analitičen pregled strokovne literature, predvsem tuje, s področja finančne analize. Ta del magistrskega dela bom obravnaval s pomočjo opisne metode, s katero bom opisal finančno analizo in bistvo posameznih finančnih kazalnikov ter metode komparacije, s katero bom primerjal mnenja več avtorjev o finančnih kazalnikih in njihovi uporabi. Naslednji del bo vseboval izračun finančnih kazalnikov za izbrana podjetja; tu bo uporabljena metoda finančno-matematičnega izračuna. V zadnjem delu bom trende rasti ali padanja vrednosti teh kazalnikov analiziral s statističnimi metodami; pri ugotavljanju veljavnosti napovedi bodočih vrednosti bo uporabljena metoda indukcije, s katero bom iz posamičnih ugotovitev poskušal sklepati na splošno veljavnost.

Magistrsko delo bo sestavljeno iz uvoda in štirih poglavij, ki bodo vsebinsko razdeljena na podpoglavja. V prvem poglavju bom predstavil finančno analizo in računovodske (finančne) izkaze poslovanja. V drugem poglavju bom opisal finančne kazalnike, njihov pomen in slabosti pri uporabi. V tretjem poglavju bom predstavil izbrana podjetja, makroekonomski okvir, v katerem delujejo, izbral finančne kazalnike za bodočo statistično analizo in izračunal njihove vrednosti ter dobljene rezultate prikazal v tabelah za vsako podjetje posebej. V četrtem poglavju bom predstavil tri metode za izračun trendov gibanja vrednosti kazalnikov, po njih izračunal trende in analiziral rezultate ter ugotovil, kateri trend daje najboljše izsledke. Magistrsko delo bom zaključil s sklepom, v katerem bom ugotovil, ali na začetku postavljena hipoteza drži in v kolikšni meri. V prilogi bodo prikazani grafikoni izbranih kazalnikov; v njih bodo grafi dejanskih vrednosti kazalnikov in grafi vseh treh trendov s pripadajočimi tabelami, kjer bodo navedene napovedane vrednosti kazalnikov po posameznih letih, izračunanih po izbranih statističnih metodah.

1 FINANČNA ANALIZA PODJETJA

1.1 Opredelitev pojma in namen finančne analize

Analiza je temeljna metoda zavestnega spoznavanja. Beseda analiza je grškega porekla in v prvotnem pomenu pomeni členitev neke enote ali celote na sestavne dele. Z razvojem je ta pojem znotraj različnih znanstvenih področij dobil širši pomen, kot je npr. pojasnjevanje, presoja, ocenjevanje ugotavljanje, raziskovanje oziroma neka splošna pot k spoznanju (Bergant, 2013, str. 11).

Delovanje nekega poslovnega sistema (podjetja) lahko obravnavamo z analizo poslovanja. Obstajajo trije vidiki določanja namena analize poslovanja: ekonomski vidik, organizacijski vidik in uporabniški vidik (Pučko, 2006, str. 11). Sodobni razvoji na področju računovodske analize vse bolj posegajo na področje analize poslovanja (Pučko, 2006, str. 262). Posledično lahko sklepamo, da je računovodska oziroma finančna analiza zelo pomembna v analizi poslovanja, tako za ekonomski kot za uporabniški vidik. Tudi

Subramanyam in Wild (2009, str. 4) trdita, da je analiza finančnih izkazov del analize poslovanja.

V praksi se pogosto zamenjujeta oziroma enačita pojma računovodska in finančna analiza. Ti dve se znotraj analize podatkov (analize poslovanja) medsebojno prekrivata, ne moremo pa ju enačiti, ker imata drugačni vsebinski omejitvi (Bergant, 2013, str. 49). Njuna opredelitev je naslednja (Bergant, 2013, str. 50):

- računovodska analiza je omejena glede na izvor podatkov (pretežno računovodski podatki, pretekli ali prihodnji);
- finančna analiza ni omejena z značilnostmi podatkov, je pa omejena z namenom informacij (za potrebe finančne funkcije podjetja).

Finančna analiza finančnega položaja podjetja je praviloma celovitejša od računovodske analize, ker poleg analize drugih neračunovodskih podatkov lahko vsebuje še analizo zunajbilančnega finančnega položaja (Bergant, 2013, str. 50).

Pojem finančna analiza ima v literaturi precej razlag in variant. V strokovni literaturi, zlasti tuji, se poleg izraza finančna analiza zelo pogosto, celo večinsko, čeprav nedosledno pojavlja izraz analiza finančnih izkazov; oba izraza se v uporabi pojmovno prepletata. V bistvu pa je pojem finančna analiza širši od pojma analiza finančnih izkazov, ker finančna analiza ne analizira samo finančnih (računovodskih) izkazov poslovanja podjetja, temveč tudi njegovo panogo, tržne razmere in makroekonomsko situacijo njegovega poslovnega okolja. Pojem finančna analiza podjetja je relativno širok in ga avtorji uporabljajo v različnih pomenih. Mramor (1999b, str. 327) pravi, da je vsem avtorjem skupno to, da ga razumejo kot analizo finančnih posledic preteklih in možnih prihodnjih poslovnih odločitev podjetja.

Finančna analiza je v stabilnih tržnih gospodarstvih običajno najpomembnejši del analize podjetja. S to analizo, ki temelji na računovodskih izkazih poslovanja podjetja in določenih tržnih vrednostih, se poskuša pridobiti informacije predvsem o učinkovitosti in uspešnosti poslovanja podjetja v preteklosti. Cilj finančne analize v okviru analize vrednostnih papirjev podjetja je pridobiti čim več relevantnih informacij o sposobnosti podjetja ustvarjati denarni tok za investitorja v prihodnosti in o tveganju, ki je povezano s tem denarnim tokom (Mramor, 1997, str. 392).

Finančna analiza lahko služi kot presojevalno orodje za izbiro investicij. Lahko se uporablja kot proces diagnoze na upravljalnih, poslovnih in drugih področjih (Bernstein, 1989, str. 3). Analiza računovodskih izkazov je ocenjevalni proces, ki ima namen ocenjevati tekoče in pretekle finančne rezultate poslovanja podjetja, s primarnim ciljem napovedovanja njegove bodoče uspešnosti. Finančna analiza zmanjšuje zanašanje na

ugibanje in intuicijo in zožuje področje negotovosti v procesih sprejemanja odločitev, ne zmanjšuje pa potrebe po presoji, temveč postavlja močno in sistematično osnovo za njeno racionalno uporabo (Bernstein, 1989, str. 27).

S stališča investitorja je analiza računovodskih izkazov napovedovanje prihodnosti, s stališča posloводства pa napovedovanje bodočih razmer in izhodiščna točka za načrtovalne akcije z namenom izboljšati bodočo uspešnost podjetja (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 443). Finančna analiza je orodje finančne funkcije. Sestoji iz ocenjevanja finančnega stanja in poslovne uspešnosti podjetja, panoge ali celo gospodarstva in napovedovanja njegovega bodočega stanja in uspešnosti (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 5). Finančna analiza je eno od mnogih orodij, uporabnih v vrednotenju, ker omogoča finančnim analitikom oceniti donose in tveganja (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 719).

Finančna analiza je fundamentalni del poslovnega odločanja (Giroux, 2003, str. 1). Tehnike finančne analize, ki so množica kazalnikov, modelov, časovnih serij in napovedi ter se lahko primerjajo s konkurenti ali drugimi standardi, služijo trem osnovnim funkcijam: prvič – finančne informacije so standardizirane; drugič – finančne trende se lahko analizira skozi čas; tretjič – kazalnike in druga merila se lahko primerja s konkurenti, panožnimi in tržnimi povprečji (Giroux, 2003, str. 8–9).

Eden primarnih ciljev analize računovodskih izkazov je ugotavljanje glavnih sprememb v trendih, zneskih, razmerij med spremembami ter vzroki zanje, analiza računovodskih izkazov pa je presojevalni proces (Gibson, 2011, str. 1). Finančna analiza je selekcija, vrednotenje in interpretacija finančnih podatkov ter je skupaj s primernimi informacijami v pomoč investicijskim in finančnim odločitvam (Peterson, 2006, str. 1). Finančna analiza ugotavlja, ali je podjetje zmožno ustvarjati vrednost in je bolj stvar prakse kot teorije. Pridobi globalno oceno sedanjega in bodočega stanja podjetja (Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A., 2005, str. 123–124).

Finančna analiza je bistvena veščina pri raznolikih poslih, ki vključujejo investicijski menedžment, poslovne finance, tržno posojanje in podaljšanje kreditov (Fridson & Alvarez, 2002, str. 3). Osnova tradicionalne finančne analize je primerjava, ki je potrebna, ker imajo absolutna števila majhno informacijsko vrednost. Preprosto orodje za analizo so finančni kazalniki, ki prikazujejo razmerje med dvema elementoma računovodskih podatkov in to razmerje se lahko primerja z istovrstnim razmerjem drugega podjetja (Walton, 2002, str. 153–155).

Eno od najbolj pomembnih področij uporabe osnovne finančne analize je podpora vsakodnevnim odločitvam, ki jih sprejemajo posloводство in zaposleni (Helfert, 2001, str. 10). Helfert (2001, str. 10) navaja naslednja področja uporabe finančne analize:

- vrednotenje; komuniciranje z investitorji,

- ocenjevanje uspešnosti; spodbude,
- strateški razvoj; analiza investicij: kapitalska struktura, načrtovanje in financiranje,
- poslovno načrtovanje; vsakodnevno sprejemanje odločitev.

Analiza računovodskih izkazov je proces, v katerem se pregleduje pretekle in sedanje finančne podatke za namene ocenjevanja uspešnosti, tveganja in potenciala podjetja (Analysis and Use of Financial Statements, 2014, str. 2). Vloga analize računovodskih izkazov je uporabiti računovodska poročila, ki so jih pripravila podjetja, jih kombinirati z drugimi informacijami, da bi se ovrednotila pretekla, sedanja in bodoča uspešnost in finančni položaj podjetja za namene investiranja, kreditiranja in drugih poslovnih odločitev. Poslovodstvo v podjetju izvaja finančno analizo, da bi sprejelo odločitve o poslovanju, investiranju in financiranju, vendar se ne zanaša nujno na računovodske izkaze (Robinson, T. R., Henry, E., Pirie, W. L., & Broihahn, M. A., 2015, str. 2). Efektivna analiza vsebuje računanje in interpretiranje (Robinson et al., str. 294).

Finančna analiza je uporaba računovodskih izkazov, da se ugotovita finančno stanje in uspešnost podjetja in oceni njegova bodoča finančna uspešnost. Finančna analiza sestoji iz treh širokih področij (Subramanyam & Wild, 2009, str. 13):

- analize dobičkonosnosti,
- analize tveganja,
- analize virov ter uporabe skladov.

Analiza dobičkonosnosti je ocenjevanje donosa na investicijo. Analiza tveganja je ocenjevanje sposobnosti podjetja, da izpolni svoje obveznosti. Analiza denarnih tokov pa je ocenjevanje, kako podjetje pridobiva in uporablja svoja sredstva (Subramanyam & Wild, 2009, str. 13–14).

Finančna analiza ima na razpolago pet kompletov orodij (Subramanyam & Wild, 2009, str. 28):

- primerjalno analizo računovodskih izkazov,
- navpično analizo,
- analizo kazalnikov,
- analizo denarnih tokov,
- vrednotenje.

1.2 Vrste in metode finančne analize

Splošno sprejeta enotna klasifikacija pojma finančna analiza ne obstaja, vendar so posamezni avtorji oblikovali in poimenovali različne modele finančne analize oziroma modele za presojanje uspešnosti poslovanja podjetij.

Mramor (1999b, str. 328) deli finančno analizo na tradicionalno in sodobno. Po njegovem mnenju se tradicionalno finančna funkcija podjetja omejuje na ohranjanje kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja z ustreznim financiranjem in ustreznim obsegom denarnih sredstev.

Predpostavka je, da poslovodstvo upravlja podjetje s ciljem maksimiranja premoženja, ki so ga lastniki naložili v podjetje. Tradicionalna razlaga je, da se premoženje lastnikov povečuje takrat, ko podjetje maksimira dobiček na delnico. Dobiček je s tega vidika pojmovan kot finančna kategorija, kot donos na kapital, čeprav je dejansko računovodska kategorija. Pojem finančna analiza se tako širše uporablja za analizo vpliva poslovnih odločitev na spremembe obsega dobička podjetja, ožje pa za analizo vpliva poslovnih odločitev na spremembe kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja (Mramor, 1999b, str. 328).

Analitičen instrumentarij tradicionalne finančne analize je relativno skromen in se prvenstveno nanaša na analizo finančnih kazalcev in na analizo računovodskih podatkov. Jedro podatkovne osnove so računovodski izkazi poslovanja. Tako je jedro tradicionalne finančne analize dejansko analiza izkazov poslovanja podjetja (angl. *financial statement analysis*), (Mramor, 1999b, str. 328).

Najbolj pogosto uporabljane metode in tehnike tradicionalne finančne analize so (Mramor, 1999b, str. 329):

- analiza absolutnih podatkov,
- indeksi rasti,
- strukturni deleži,
- preseki bilanc stanja,
- finančni (računovodski) kazalci.

Temeljni problem tradicionalne finančne analize z vidika poslovodstva je, da poskuša ugotoviti finančne posledice poslovnih odločitev brez jasnega kriterija, kaj je cilj poslovnih odločitev. Maksimiranje dobička in ustrezna plačilna sposobnost sta dva cilja, ki sta si na kratek rok lahko celo nasprotna, poleg tega pa sta težko opredeljiva. Maksimiranje dobička ne zagotavlja maksimiranja vrednosti premoženja, ki so ga lastniki naložili v podjetje

(Mramor, 1999b, str. 330). Iz tega lahko povzamemo, da je tradicionalna finančna analiza v bistvu analiza preteklega poslovanja podjetja.

Prvi bistveni korak med tradicionalno in sodobno finančno analizo podjetja je jasna opredelitev cilja poslovanja podjetja, predvsem z vidika lastnikov. Opredelitev cilja poslovanja podjetja za lastnike kot maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala podjetja je omogočila uporabo prave finančne analize, saj so finančne kategorije zamenjale računovodske. Tako so kategorije dobička in finančne moči podjetja zamenjali prihodnji pričakovani denarni tokovi, njihova časovna razporeditev in tveganje. Sodobna finančna analiza je na neposreden in analitično obvladljiv način omogočila odgovor na vprašanje, kateri ključni dejavniki vplivajo na premoženje investitorjev, naloženo v podjetje, in kako (Mramor, 1999b, str. 333).

Drugi bistveni korak je naredila teorija z opredelitvijo obsega in cene tveganja prihodnjih pričakovanih denarnih tokov. V praksi so se razvili uporabni modeli za določanje obsega tveganja in njegovo prevedbo v zahtevano donosnost naložb (Mramor, 1999b, str. 333).

Tretji bistveni korak je naredila teorija z izgraditvijo logike, na njeni osnovi pa modelov finančne analize posameznih finančnih in investicijskih odločitev. Teorija je izgradila temelje finančne analize dolgoročnih investicij oziroma investicijskih projektov. Temeljna logika te analize je, da je investicijski projekt sprejemljiv, če se pričakuje, da se bo zaradi njega povečalo premoženje lastnikov. Iz tega je nastala vrsta modelov in na njih izgrajenih kriterijev investicijskega odločanja. To so npr. metoda dobe povračila, metoda diskontirane dobe povračila, interna stopnja donosa, popravljena interna stopnja donosa, neto sedanja vrednost, indeks donosnosti (Mramor, 1999b, str. 334).

Sledil je razvoj sodobne finančne analize dolgoročnih virov financiranja – analiza strukture kapitala in politike dividend z vidika lastnikov. Finančna analiza naj bi odgovorila na vprašanje, pri katerem deležu dolgoročnega dolga in katerem deležu čistega dobička, izplačanega v obliki dividend, bo tržna vrednost podjetja največja. Izjemno pomemben element sodobne finančne analize je finančno načrtovanje, ki je praviloma osnova vseh njenih metod in tehnik (Mramor, 1999b, str. 334).

Na podoben način kot Mramor deli finančno analizo Košir (2003, str. 13–52). Po njeni opredelitvi obstajata tradicionalni in sodobni način presojanja uspešnosti podjetja. Tradicionalni način presojanja uspešnosti temelji na računovodskih kazalnikih, izračunanih iz postavk v računovodskih izkazih. Košir (2003, str. 14) nadalje deli tradicionalni način na računovodski in ekonomski model. Sodobni način deli na več različnih modelov, za katere je značilno, da pri presojanju uspešnosti uporabljajo tudi nefinančne kazalnike (Košir, 2003, str. 40).

Računovodski model predpostavlja, da je cena delnice odvisna od kombinacije čistega dobička na delnico, rasti dobička ter donosa na lastniški kapital. Osnovna merila uspešnosti, ki se uporabljajo v tem modelu, so vezana na te kategorije, ali iz računovodskih podatkov izvedeni kazalniki uspešnosti. V tem smislu je računovodski model orientiran v analiziranje podatkov preteklega obdobja (Košir, 2003, str. 14).

Ekonomski model predpostavlja, da investitorje zanimata zgolj denarni tok, ki ga bo podjetje generiralo, in tveganje tega denarnega toka. Ekonomski model se ukvarja s prihodnostjo. Bistvena razlika med modeloma je v opredelitvi dobička, namenjenega lastnikom. Računovodski model se osredotoča na preostali dobiček, ki je na voljo za rezidualne terjatve lastnikov, preden le-ti realizirajo kakršenkoli donos. Imenovan je računovodski ali čisti dobiček. Ekonomski dobiček je dobiček, ki je na voljo lastnikom, potem ko so že realizirali zahtevani donos. Ekonomski model pri izračunu dobička upošteva stroške celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega), pri računovodskem modelu pa se upoštevajo le stroški dolžniškega kapitala (Košir, 2003, str. 15). Ekonomski model tudi uporablja kazalnike, le druge kot računovodski model.

Prednost ekonomskega modela pred računovodskim je predvsem v uporabi ekonomskega namesto računovodskega dobička. Skupna slabost obeh modelov pa je, da oba uporabljata kazalnike, ki izhajajo iz računovodskih podatkov, ki dajejo informacije le o preteklih knjigovodskih vrednostih, ne pa o sedanjih tržnih vrednostih (Košir, 2003, str. 39–40).

Zaradi slabosti, ki jih imajo računovodske informacije, so se začeli razvijati sodobni izboljšani modeli za presojanje uspešnosti. Obstoječi modeli, ki temeljijo na računovodskih kategorijah, se dopolnjujejo z nefinančnimi podatki ter oceno drugih področij poslovanja. Najbolj znan tak model je uravnoteženi sistem kazalnikov uspešnosti, ki sta ga razvila Kaplan in Norton (Košir, 2003, str. 40–52).

Razviti so bili razni modeli za analiziranje in napovedovanje bonitete podjetja, ki temeljijo pretežno na osnovi multivariatne diskriminantne analize. Nekaj takih modelov omenjata Repovž in Peterlin (2000, str. 107–109):

- Altmanov model za ugotavljanje finančnega zdravja podjetja,
- Kraličkova MDA – enostavna metoda,
- Bleirova MDA metoda,
- Weinrichova metoda za presojo kreditne sposobnosti podjetja,
- Beermannova MDA metoda.

Nekatere druge modele merjenja uspešnosti, katerih namen je merjenje ustvarjanja vrednosti, navaja Štamcar (2009, str. 13–14). Skupno tem modelom je, da se osredotočajo na denarne tokove, ker naj bi ti pravilneje prikazovali ekonomsko stanje podjetja kot

računovodski dobiček. To so modeli raznih svetovalnih podjetij. Najbolj znani med njimi so:

- model dobičkonosnosti sredstev na osnovi denarnega toka – CFROI,
- model skupnega donosa – TBR,
- model dodane vrednosti denarnega toka – CVA,
- model dodane vrednosti za delničarje – SVA,
- model diskontnega ekonomskega dobička – EP,
- management ekonomske vrednosti – EVM,
- model dobičkonosnosti investiranega kapitala – ROIC,
- model dobičkonosnosti čistih sredstev – RONA,
- model tržne dodane vrednosti – MVA.

Bragg (2007, str. 8–9) navaja tri vrste finančne analize. Ena vrsta je stalni pregled in poročanje o standardnem naboru ukrepov, ki daje poslovodstvu dober pregled poslovanja podjetja. Pri drugi vrsti kontrolor občasno naredi analizo investicij. Tretja vrsta analize je, ko kontrolor dobi od poslovodstva posebno zahtevo za finančno analizo, ki lahko zajame katerikoli predmet.

Za analiziranje računovodskih izkazov se najpogosteje uporabljajo naslednje metode (Valentinčič, 1999b, str. 2):

- vodoravna analiza,
- navpična analiza,
- analiza trenda,
- analiza s finančnimi kazalniki.

Vodoravna analiza je ugotavljanje vrednostnega zneska in odstotka spremembe določene postavke v računovodskem izkazu. Pri tej vrsti analize so postavke predhodnega obdobja osnova za primerjanje s postavkami zadnjega leta. Z vodoravnim analiziranjem računovodskih izkazov dobimo informacije o velikosti, smeri in relativni pomembnosti sprememb posameznih postavk (Igličar, 2009, str. 17).

Navpična analiza postavko v računovodskem izkazu prikazuje kot relativni delež glede na izbrano celoto. Navpična analiza omogoča primerjavo med podjetji v isti gospodarski panogi. Z relativnimi deleži se izniči različnost v velikosti podjetij (Igličar, 2009, str. 19).

Pri analizi trenda se določeni podatek primerja z istovrstnim podatkom iz preteklega obdobja, običajno se podatki izrazijo z indeksi. Costales in Szurovy (1994, str. 82) pravita, da je analiza trenda edina pot, kako ugotoviti, ali se uspešnost podjetja izboljšuje, ostaja stabilna ali se poslabšuje.

Pri analizi s finančnimi kazalniki le-te izračunamo tako, da med seboj primerjamo dve postavki iz izkaza stanja, dve postavki iz izkaza poslovnega izida ali pa eno postavko iz izkaza stanja z drugo postavko iz izkaza poslovnega izida (Košir, 2003, str. 16).

1.3 Uporabniki finančne analize

Uporabnike finančne analize več avtorjev deli na zunanje in notranje. Notranji so upravljalni in nadzorni organi v podjetju, vodje na raznih ravneh in zaposleni. Zunanji so lastniki podjetja, posojilodajalci in dobavitelji, kupci, konkurenca, država ter javnost.

Rees (1995, str. 4) deli uporabnike finančne analize (finančnih informacij) na naslednje skupine:

- vlagatelji v podjetje:
 - delničarji,
 - lastniki obveznic,
 - banke.
- poslovni partnerji:
 - dobavitelji,
 - kupci,
 - zaposleni.
- ostali uporabniki:
 - davčne službe,
 - vlada,
 - lokalne oblasti,
 - nadzorne institucije,
 - konkurenca,
 - javnost.
- posredniki:
 - analitiki,
 - mediji.

Tri skupine, ki so finančno analizo najbolj razvile za svoje potrebe, so poslovodstvo, lastniki in upniki podjetij (Mramor, 1999b, str. 327).

1.4 Viri informacij za finančno analizo

1.4.1 Delitev virov informacij

Viri informacij za finančno analizo so predvsem letna in medletna računovodska poročila podjetij, druga uradna poročila podjetij, prospekti podjetij, letopisi uradne statistike,

podatki o cenah vrednostnih papirjev na borzi, napovedi finančnih analitikov in podatki konkurence. Viri informacij so tudi finančni tisk in zlasti številni spletni portali oziroma elektronske baze podatkov, kot so npr. ValueLine, Thomson Datastream, Yahoo!Finance, Bloomberg, Damodaran on Line, Reuters in številni drugi. Ugotovimo lahko, da se danes največ podatkov za finančno analizo dobi v letnih poročilih podjetij in elektronskih bazah podatkov.

Vire informacij za finančno analizo lahko razdelimo na nekaj skupin. Rees (1995, str. 27) podaja naslednjo delitev virov za finančno analizo:

- finančne informacije,
- količinske nefinančne informacije,
- nekoličinske informacije,
- informacije o ugotovitvah konkurenčnih analitikov.

Finančne informacije so letna in medletna računovodska poročila podjetij. Letna poročila podjetja pripravijo ob koncu poslovnega leta. Medletna poročila so vsebinsko skromnejša od letnih, vendar so ažurnejša, zato jih finančni analitiki uporabljajo kot pokazatelj dogajanj v podjetju (Prusnik, 1997, str. 8). Letno poročilo je temeljno poročilo o poslovanju podjetja v posameznem poslovnem letu, ki ga morajo v skladu z zakonodajo pripraviti vsa podjetja (Igličar, A., Hočevnar, M., & Zaman G. M., 2013, str. 295).

Podjetja morajo med letom oddajati tudi druga uradna poročila, ki jih zbirajo državne institucije. Podjetja objavljajo finančne podatke v prospektih in poročilih. Uradna statistika v letopisih objavlja agregatne finančne podatke. Pogosto se uporabljajo podatki o gibanju cen vrednostnih papirjev podjetij na borzi. Uporabni so borzni indeksi, ki odražajo dogajanje na borzi, in napovedi finančnih analitikov o dogajanju v posameznih podjetjih (Prusnik, 1997, str. 9).

Količinske nefinančne informacije so statistični podatki o gibanju proizvodnje, povpraševanju in zaposlenosti. Nekoličinske informacije so tiste, ki jih ne moremo kvantificirati, so pa lahko pomembne. To so npr. izjave poslovodstva, revizorjev ali obvestila zaposlenim, tudi komentarji finančnih analitikov in celo novinarjev. Pomemben vir za finančnega analitika so ugotovitve konkurence (Prusnik, 1997, str. 10).

Računovodske informacije morajo biti za uporabnike zanesljive, nepristranske, razumljive, bistvene, primerljive, pravočasno pripravljene in jim predane (Benedik, 2003, str. 4).

1.4.2 Računovodski izkazi

Računovodski izkazi so najpomembnejši posamezni vir informacij za finančno analizo. Dobijo se iz letnih in medletnih poročil podjetij.

Če želimo sprejemati ekonomsko racionalne odločitve, kako povečati premoženje podjetja (njegovih lastnikov), dosegati dobiček in zagotavljati zadostno količino denarja, potrebujemo določene informacije. V podjetju te informacije dobimo s pomočjo računovodskih izkazov (Rebernik, 1995, str. 182). Prava vrednost računovodskih izkazov je v tem, da jih je mogoče uporabiti kot osnovo za napovedovanje bodočih denarnih tokov (Duhovnik, 2013, str. 4). Z računovodskimi izkazi označujemo obrazce, v katerih so sistematično izkazani učinki računovodskega spremljanja poslovanja podjetja (Igličar, 2009, str. 2).

Računovodski izkazi so urejeni prikazi učinkov računovodskega obravnavanja podatkov in so zapisi poslovnih dogodkov, ki so se zgodili v preteklosti (Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M., Koželj, S., & Odar, M., 2004, str. 447). Njihov namen je zagotavljati in dajati informacije o finančnem položaju, uspešnosti in spremembah finančnega položaja organizacije, ki so koristne širokemu krogu uporabnikov pri njihovem odločanju (Turk et al., 2004, str. 63). Z računovodskimi izkazi želimo prikazati ekonomsko sliko podjetja. Računovodski izkazi kažejo premoženjsko-finančno sliko v bilanci stanja in sliko uspešnosti v izkazu uspeha ter izkazu finančnih tokov. Med slikama obstaja tesna povezava, saj dajeta celovito ekonomsko podobo podjetja (Koletnik, 1997, str. 97). Finančni (računovodski) izkazi so povzetek poslovnih, finančnih in investicijskih aktivnosti poslovanja podjetja. Preskrbijo informacije, ki so potrebne za ocenjevanje bodočih dobičkov in iz njih izhajajočih denarnih tokov (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 125). Računovodski izkazi vsebujejo informacije, ki pomagajo analitikom ugotoviti fundamentalno vrednost (Penman, 2013, str. 32).

Računovodski izkazi so sintetični vrednostni izrazi temeljnih ekonomskih kategorij podjetja, kot jih obravnava računovodski sistem. Njihova koristnost je odvisna od dveh pogojev (Bergant, 1997, str. 366):

- vsebinsko morajo ustrezati potrebam uporabnikov,
- sestavljeni morajo biti pravočasno glede na potrebe uporabnikov.

Bergant (1997, str. 368) nadalje navaja, da Mednarodni računovodski standardi opredeljujejo cilj računovodskih izkazov takole: nuditi informacije o finančnem položaju (bilanca stanja), uspešnosti (izkaz uspeha) in spremembah finančnega položaja podjetja (izkaz finančnih tokov).

Finančni (računovodski) izkazi odražajo kumulativne učinke vseh preteklih odločitev posloводства, po drugi strani pa vključujejo precejšnjo nejasnost (Helfert, 2001, str. 37). Računovodski izkazi so namenjeni temu, da bi tisti, katerih naloga je odločati o razvojni politiki podjetja, dobili na razpolago čim bolj stvarno sliko poslovanja podjetja (Rebernik, 1995, str. 186). Cilj računovodskih izkazov je zagotavljati informacije o finančnem položaju, uspešnosti in spremembah finančnega položaja podjetja, ki so koristni širokemu krogu uporabnikov pri njihovem odločanju (Odar, M., Hieng, R., Koželj, S., Prusnik, M., & Zupančič, V., 2011, str. 47).

Skupinski (konsolidirani) računovodski izkazi dajejo informacije o finančnem položaju, poslovnem izidu in spremembah finančnega položaja skupine povezanih organizacij oziroma organizacij kot celote, kot da bi šlo za eno samo organizacijo, ne glede na zakonske omejitve posameznih članic skupine (Turk et al., 2004, str. 551).

Računovodske izkaze je potrebno interpretirati. Njihova interpretacija je del procesa sprejemanja finančnih odločitev. Ta proces se razvija na naslednji način (Lucouw, 2013, str. 71):

osnovni podatki → informacije → analiza → interpretacija → sprejetje odločitve.

Slovenski računovodski standardi (2016), (v nadaljevanju SRS) navajajo naslednje štiri temeljne računovodske izkaze:

- izkaz stanja,
- izkaz poslovnega izida,
- izkaz denarnih tokov,
- izkaz gibanja kapitala.

Nekateri drugi avtorji, npr. Turk et al. (2004, str. 447), namesto pojma izkaz denarnih tokov navajajo pojem izkaz finančnega izida. Turk et al. (2004, str. 447) k temeljnim računovodskim izkazom uvrščajo še razlagalna računovodska pojasnila. Za pojem izkaz stanja več avtorjev uporablja izraz bilanca stanja, za pojem izkaz poslovnega izida pa izraz izkaz uspeha.

Tuji avtorji za pojem izkaz gibanja kapitala navajajo izraz izkaz lastniškega kapitala (angl. *the statement of shareholders' equity*). Nekateri tuji avtorji, npr. Brigham in Ehrhardt (2005, str. 97) ter Gitman (2006, str. 51), uporabljajo pojem izkaz zadržanih dobičkov (angl. *the statement of retained earnings*). Na splošno pa tuji avtorji uporabljajo izraz bilanca stanja (angl. *the balance sheet*) in izraz izkaz uspeha (angl. *the income statement*). Pri nas se v računovodstvu v glavnem uporablja izraz bilanca stanja.

Izkaz stanja (bilanca stanja)

Izkaz stanja je temeljni računovodski izkaz, v katerem je resnično in pošteno prikazano stanje sredstev in obveznosti do njihovih virov v določenem trenutku (na koncu poslovnega leta ali medletnega obdobja), za katero se sestavlja (SRS 20.1.).

Bilanca stanja je dvostranski računovodski izkaz, v katerem je na levi strani prikazano stanje sredstev in na desni strani v enakem znesku stanje obveznosti do virov sredstev (Turk et al., 2004, str. 451). Bilanca stanja je najboljši pripomoček za izkazovanje pravilnega premoženjskega in finančnega položaja vsakega podjetja (Koletnik, 1997, str. 201). Analiziranje bilance stanja nam omogoča presojo obsega, sestave, dinamike in sorazmernosti med sredstvi in njihovimi viri na dan bilanciranja (Koletnik, 1997, str. 100). Bergant (1997, str. 369) trdi, da je bilanca stanja najpomembnejši računovodski izkaz.

Bilanca stanja prikazuje višino in strukturo sredstev in obveznosti do virov sredstev podjetja na določen dan. Bilanca stanja je statičen in kumulativen računovodski izkaz. Prvo pomeni, da prikazuje sredstva in obveznosti do virov sredstev podjetja določenega dne, drugo pa, da so v njej vidne posledice preteklih poslovnih odločitev podjetja, ki se odražajo na višini in strukturi sredstev ter obveznosti do virov sredstev (Igličar et al., 2013, str. 300–301). V bilanci stanja so sredstva razvrščena po načelu naraščajoče likvidnosti, obveznosti do virov sredstev pa po načelu naraščajoče zapadlosti (Igličar et al., str. 302–303). Igličar et al. (2013, str. 47) navajajo tudi naslednjo računovodsko bilančno enačbo za bilanco stanja, ki je njeno vsebinsko izhodišče:

$$\text{sredstva} = \text{obveznosti do virov sredstev} \quad (1)$$

Obveznosti do virov sredstev so zrcalna slika sredstev. Sredstva odgovarjajo na vprašanje, kaj ima podjetje, viri sredstev pa dajejo odgovor, od kod ima podjetje sredstva (Igličar, 2009, str. 9). Desna stran navedene enačbe odraža tipe in deleže financiranja, kar je odvisno od izbire kapitalske strukture (Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J., 2010).

Izkaz stanja opisuje finančno stanje poslovanja v nekem časovnem trenutku. Kaže kumulativni efekt predhodnih odločitev in vključuje izgube in dobičke predhodnih obdobj. Izkaz stanja, ki je pripravljen na določen datum, zabeleži vse kategorije in zneske sredstev, ki so angažirani v poslu, in vse obveznosti do posojilodajalcev in lastnikov. Zabeležena vrednost celotnih sredstev mora biti v vsakem trenutku natančno izenačena z zabeleženo vrednostjo obveznosti in kapitala lastnikov, ki podpirata ta sredstva (Helfert, 2001, str. 48). Izkaz stanja je statični izkaz (Helfert, 2001, str. 37). Izkaz stanja kaže likvidnost, finančno zdravje in finančno moč podjetja. Obenem omogoča meriti poslovno uspešnost podjetja (Fields, 2002, str. 15).

Subramanyam in Wild (2009, str. 19) podajata računovodsko bilančno enačbo, ki je osnova za računovodski sistem, v obliki:

$$\text{sredstva} = \text{obveznosti} + \text{kapital} \quad (2)$$

V enaki obliki to enačbo navaja večina avtorjev. Sredstva so last podjetja, so pa to investicije, za katere se pričakuje, da bodo s poslovnimi aktivnostmi generirale bodoče dobičke. Desna stran enačbe so viri sredstev, sestavljeni iz obveznosti podjetja do kreditodajalcev, in lastniški kapital. Ta je sestavljen iz kapitala, ki so ga investirali lastniki in akumuliranih (zadržanih) dobičkov (Subramanyam & Wild, 2009, str. 19–20).

Sredstva so vir za podjetje, obveznosti in kapital pa vir za sredstva (Giroux, 2003, str. 41). Podobno trdi Penman (2013, str. 34), ki pravi, da so obveznosti zahteve po izplačilu tistih, ki niso lastniki, lastniški kapital pa je zahteva lastnikov. Tipičen izkaz stanja deli sredstva v kratkoročne in dolgoročne kategorije (Penman, 2013, str. 293).

Izkaz stanja kaže, koliko je podjetje vredno (Walton, 2000, str. 40). Podobnega mnenja so Ross et al. (2010), ki pravijo, da je izkaz stanja računovodski trenutni posnetek računovodske vrednosti podjetja. Izkaz stanja ima dve pomanjkljivosti. Prva je, da se vrednosti sredstev pogosto izkažejo za varljive, druga pa, da je vrednosti postavk možno prirediti (Fridson & Alvarez, 2002, str. 29).

Izkaz poslovnega izida (izkaz uspeha)

Izkaz poslovnega izida je temeljni računovodski izkaz, v katerem je resnično in pošteno prikazan poslovni izid za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja (SRS 21.1.).

Izkaz poslovnega izida je povzetek učinkovitosti in uspešnosti delovanja organizacije v obračunskem (računovodskem) obdobju (Turk et al., 2004, str. 460). Izkaz poslovnega izida prikazuje poslovno-izidne tokove, se pravi prihodke in odhodke podjetja v določenem obdobju, ter dosežen poslovni izid. Izkaz poslovnega izida je dinamičen računovodski izkaz in ni kumulativen, ker se v njem seštevajo prihodki in odhodki, ustvarjeni v posameznem obdobju (Igličar et al., 2013, str. 51–52). Temeljni cilj izkaza uspeha je ugotoviti poslovni izid podjetja kot posledico prihodkov in odhodkov v določenem časovnem obdobju (Bergant, 1997, str. 372).

Tudi Ross et al. (2010) pravijo, da izkaz poslovnega izida meri uspešnost v nekem časovnem obdobju. Pri tem podajajo znano računovodsko definicijo:

$$\text{prihodek} - \text{odhodek} = \text{poslovni izid} \quad (3)$$

Izkaz poslovnega izida odraža efekt poslovnih odločitev posloводства na učinkovitost poslovanja in računovodski dobiček ali izgubo. Dobiček ali izguba spreminjata velikost lastniškega kapitala v bilanci stanja. Izkaz poslovnega izida izenačuje prihodke in odhodke v nekem obdobju, vključno z odpisi (Helfert, 2001, str. 40). Izkaz poslovnega izida meri uspeh podjetja (prihodek) in denarna sredstva (stroške), ki so bili narejeni z namenom doseči ta uspeh (Fields, 2002, str. 38).

Izkaz poslovnega izida je po obliki lahko bilanca ali stopenjski izkaz. Deli se lahko na tri dele (Holmes et al., 2002, str. 202):

- prvi del, ki kaže, koliko je imelo podjetje dobička ali izgube,
- drugi del, ki kaže, koliko dobička je bilo namenjenega za davek,
- tretji del, ki kaže preostanek čistega dobička, ki ostane po obdavčitvi.

V izkazu uspeha so urejeni računovodski podatki o poslovnem izidu in njegovih sestavinah (Koletnik, 1997, str. 139). Izkaz poslovnega izida navaja detajle od prihodkov, odhodkov, stroškov, dobičkov in izgub podjetja v časovni periodi (Subramanyam & Wild, 2009, str. 20). Gibson (2011, str. 141) je mnenja, da je izkaz poslovnega izida najbolj pomemben računovodski izkaz.

Pri izkazu poslovnega izida se postavlja vprašanje, koliko realne so številke v njem (Fridson & Alvarez, 2002, str. 55). Izkaz poslovnega izida je pomanjkljiv v dveh pogledih: vključuje namreč postavke, ki niso denarni tokovi in navaja samo tiste denarne tokove, ki so povezani s prodajo blaga in storitev (Higgins, 2012, str. 16).

Varianta izkaza poslovnega izida je tudi izkaz (celotnega) vseobsegajočega donosa, ki je računovodski izkaz poslovnega izida, v katerem so resnično in pošteno prikazane vse sestavine poslovnega izida in so le-tem dodane še postavke drugega vseobsegajočega donosa obračunskega obdobja. Izkaz (celotnega) vseobsegajočega donosa vsebuje tiste postavke, ki niso pripoznane v izkazu poslovnega izida, vplivajo pa na velikost celotnega lastniškega kapitala, če tako določajo drugi SRS-ji (SRS 21.3.).

Izkaz denarnih tokov

Izkaz denarnih tokov je temeljni računovodski izkaz, v katerem so resnično in pošteno prikazane spremembe stanja denarnih sredstev za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja (SRS 22.1.).

Izkaz denarnih tokov prikazuje prejemke in izdatke podjetja v določenem časovnem obdobju (Mramor, 1993, str. 162). Izkaz denarnih tokov je izkaz, ki hkrati zajema tekoče poslovne rezultate in spremljajoče spremembe v bilanci stanja. Odločitve posloводства ne

vplivajo samo na dobiček, ampak povzročijo tudi spremembe pri sredstvih in obveznostih. Izkaz denarnih tokov nam daje dinamično sliko zadnjih sprememb denarnih sredstev (Helfert, 2001, str. 42–43). Ta izkaz se pripravlja s primerjavo začetne in končne bilance stanja ob uporabi ključnih postavk iz izkaza poslovnega izida. Kaže neto spremembe v sredstvih, obveznostih in lastniških računih v nekem obdobju (Helfert, 2001, str. 48).

Izkaz denarnih tokov prikazuje spremembe stanja denarnih sredstev in njihovih ustreznikov v nekem obdobju, kar pomeni, da je dinamičen računovodski izkaz. Lahko se sestavi po neposredni ali posredni metodi (Igličar, 2009, str. 14). Izkaz denarnih tokov je pripravljen z uporabo koncepta denarja, ki ne vključuje samo denarnih sredstev, ampak tudi kratkoročne visoko likvidne vrednostne papirje. Poslovodstvo podjetja lahko uporablja izkaz denarnih tokov, da določa politiko dividend, denar, ki je generiran s poslovanjem, ter politiko financiranja in investiranja. Izkaz denarnih tokov mora poročati o vseh transakcijah, ki vplivajo na denarni tok (Gibson, 2011, str. 367).

Izkaz denarnih tokov potrebujemo pri presojanju denarne uspešnosti podjetja. V računovodski in finančni teoriji razlagajo denarne tokove na več načinov (Koletnik, 1997, str. 277). Največkrat jih obravnavajo kot:

- kategorijo denarne uspešnosti iz tekočega poslovanja,
- kategorijo prilivov in odlivov iz tekočega poslovanja in drugih poslovnih odločitev.

Izkaz denarnih tokov bolj kot izkaz poslovnega izida daje dobre informacije, kakšno je finančno zdravje zelo zadolženega podjetja (Fridson & Alvarez, 2002, str. 98). Izkaz denarnih tokov je pregled vseh denarnih tokov iz poslovne, investicijske in finančne aktivnosti podjetja v neki časovni periodi (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 138). Izkaz denarnih tokov pomaga pojasniti spremembe v računovodskem denarju (Ross et al., 2010).

Ena od prednosti merjenja denarnega toka je, da ta ne upošteva sprememb, kot je npr. amortizacija, in se osredotoča na aktualni prihodek in plačane izdatke (Walton, 2000, str. 169). Slabost izkaza denarnih tokov je, da je to poročilo o preteklih podatkih. Poroča npr. o izdatkih za dodatne obrate in naprave, vendar ne izraža mnenja o tem, ali je bil izdatek potreben in ali bo dobičkonosen (Holmes et al., 2002, str. 266).

Turk et al. (2004, str. 467), ki namesto pojma izkaz denarnih tokov uporabljajo pojem izkaz finančnega izida, pravijo, da le-ta daje uporabnikom informacije, kako organizacija pridobiva denarna sredstva in njihove ustreznike in kako jih porablja ter kakšno je njihovo stanje na začetku in koncu obračunskega obdobja. Na osnovi teh informacij je mogoče ugotoviti razloge za povečanje ali zmanjšanje denarnih sredstev in njihovih ustreznikov v obračunskem obdobju.

Izkaz gibanja kapitala

Izkaz gibanja kapitala je temeljni računovodski izkaz, v katerem so resnično in pošteno prikazane spremembe sestavin kapitala za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja (SRS 23.1.).

V izkazu gibanja kapitala lahko najdemo odgovore na številna vprašanja v zvezi z dogajanjem na strani kapitala. Namenjen je sicer zunanjemu poslovnemu poročanju, vendar je uporaben tudi za notranje potrebe po informiranju o gibanju posameznih sestavin kapitala (Turk et al., 2004, str. 473).

Izkaz o gibanju kapitala daje več podrobnosti o spremembah na lastniških računih, kakor so bili zabeleženi na začetku in koncu bilance stanja (Helfert, 2001, str. 48). Izkaz gibanja kapitala je koristen pri identifikaciji razlogov za spremembe v zahtevah lastnikov kapitala do sredstev podjetja (Subramanyam & Wild, 2009, str. 20).

2 PRESOJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA PODJETJA

2.1 Finančna analiza s finančnimi kazalniki

Že v uvodu sem navedel, da bom v svojem magistrskem delu za presojo uspešnosti poslovanja izbranih podjetij uporabljal tradicionalno finančno analizo s finančnimi kazalniki. Analiza s pomočjo finančnih kazalnikov je ena najpogostejše uporabljenih metod analize podjetij z vidika lastniških in upniških naložb v podjetje (Valentinčič, 1999a, str. 339). Ne glede na omejitve, omenjene v prejšnjem poglavju, ima ta metoda še vedno veliko uporabnost in izrazno moč. Bergant (2013, str. 142) pravi, da kazalnike v literaturi najpogostejše obravnavajo kot drugo (poleg navpične analize) najpomembnejše orodje.

Finančni kazalniki se uporabljajo za primerjavo tveganj in donosov različnih podjetij z namenom pomagati investitorjem kapitala in kreditodajalcem sprejemati pametne odločitve o investiranju in kreditiranju (White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D., 2003, str. 111). Finančni kazalniki podjetju pomagajo ugotoviti, ali se trendi izboljšujejo ali poslabšujejo (Fields, 2002, str. 79). Kazalniki se lahko uporabljajo za ovrednotenje naslednjih vidikov poslovne uspešnosti in finančnega stanja (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 722):

- rentabilnosti investicije,
- likvidnosti,
- dobičkonosnosti,
- aktivnosti,
- finančnega vzvoda.

Na vrednosti kazalnikov vplivajo poleg notranjih poslovnih aktivnosti v podjetju še zunanji gospodarski dogodki, dogajanje v panogi, poslovna politika posloводства in računovodske metode. Kazalnike je po izračunu potrebno še interpretirati, ker lahko dejavniki, ki vplivajo na vrednosti števca, istočasno korelirajo z dejavniki, ki vplivajo na vrednost imenovalca (Subramanyam & Wild (2009, str. 35).

Russel (2004) podaja uporabnosti in omejitve analize s finančnimi kazalniki, in sicer:

Uporabnosti te analize:

- ovrednoti uspešnost (primerjalno s prejšnjimi leti),
- postavi merila in standarde za uspešnost,
- izpostavi področja, kjer je potrebno izboljšanje in področja, ki ponujajo najbolj obetavne potenciale,
- omogoči zunanjim uporabnikom (kot so investitorji in posojilodajalci) ocenjevanje kreditnega zaupanja v podjetje in njegove dobičkonosnosti;

Omejitve te analize:

- obstaja znatna subjektivnost pri oceni, kaj naj bi bile prave vrednosti različnih kazalnikov,
- kazalniki niso striktno primerljivi med različnimi podjetji,
- kazalniki temeljijo na računovodskih izkazih, ki odražajo preteklost, ne prihodnosti,
- računovodski izkazi prikazujejo oceno stroškov, ne njihove tržne vrednosti,
- računovodski izkazi ne vsebujejo vseh postavk (npr. znanja posloводства),
- računovodski standardi in prakse so različni v različnih državah, kar ovira verodostojne globalne primerjave,
- odločitve posloводства so dinamičen proces, medtem ko je analiza s finančnimi kazalniki statičen proces, ki temelji na preteklih podatkih,
- povezava med različnimi kazalniki ni vedno očitna.

2.2 Opredelitev kazalnikov in kazalcev

V slovenski strokovni literaturi se pogosto mešata izraza kazalec in kazalnik in njuna pojmovna uporaba. Zato bom v svojem magistrskem delu uporabljal njuno opredelitev, kakršno podajata Turk in Bergant.

Kazalnik je relativno število, dobljeno s primerjavo dveh velikosti, ki ima določeno spoznavno moč in omogoča oblikovati sodbo o kakih procesih ali stanjih. Opredeljen je lahko kot indeks, koeficient ali stopnja udeležbe (Turk et al., 2004, str. 654). Kazalnik je matematična relacija med dvema kvantitetama (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 721).

Indeks je relativno število, ki izraža razmerja med istovrstnima velikostma. Koeficient je relativno število, ki izraža razmerja med raznovrstnima velikostma, ki pa sta med seboj primerljivi. Stopnja udeležbe je relativno število, ki izraža razmerje med dvema istovrstnima velikostma, od katerih se prva nanaša na del in druga na celoto istega pojava (Turk et al., 2004, str. 654).

Kazalec v analizi poslovanja napoveduje ali kaže neko stanje poslovne kategorije na določen dan ali poslovni tok v določenem obdobju. Kazalci stanj kažejo veličino izbrane kategorije na določen koledarski dan, kazalci tokov pa veličino izbranega toka v določenem obdobju (Bergant, 2013, str. 57).

2.3 Vrste finančnih kazalnikov

2.3.1 Delitev kazalnikov

Finančna analiza pozna in uporablja veliko število različnih kazalnikov, pri tem pa še vedno nastajajo novi. Različni avtorji razvrščajo kazalnike v skupine po različnih sodilih. Nekaj skupin kazalnikov imajo skupnih, druge skupine kazalnikov pa razvrščajo in imenujejo različno.

Turk et al. (2004, str. 655) navajajo naslednjo delitev kazalnikov:

- kazalniki stanja financiranja (vlaganja),
- kazalniki stanja investiranja (naložbenja),
- kazalniki vodoravnega finančnega ustroja,
- kazalniki obračanja,
- kazalniki gospodarnosti,
- kazalniki donosnosti,
- kazalniki finančne tokovnosti.

Mramor (1997, str. 399) deli kazalnike na naslednje skupine:

- kazalnike plačilne sposobnosti,
- kazalnike upravljanja z aktivo,
- kazalnike upravljanja s pasivo,
- kazalnike donosnosti,
- ostale kazalnike.

Igličar et al. (2013, str. 399) podajajo naslednjo delitev:

- kazalniki stanja financiranja,

- kazalniki stanja investiranja,
- kazalniki plačilne sposobnosti,
- kazalniki obračanja,
- kazalniki gospodarnosti,
- kazalniki dobičkonosnosti.

Brigham in Daves (2013, str. 296) kazalnike delita na:

- kazalnike likvidnosti,
- kazalnike upravljanja s sredstvi,
- kazalnike upravljanja z dolgom,
- kazalnike dobičkonosnosti,
- kazalnike tržne vrednosti.

Bernstein (1989, str. 82) ter Subramanyam in Wild (2009, str. 33) podajajo naslednjo delitev kazalnikov:

- kazalniki likvidnosti,
- kazalniki solventnosti in kapitalske strukture,
- kazalniki donosnosti investicij,
- kazalniki poslovne uspešnosti,
- kazalniki izkoriščanja sredstev,
- kazalniki tržne vrednosti.

Fridson in Alvarez (2002, str. 26–287) uporabljata še bolj široko delitev kazalnikov na:

- kazalnike izkaza stanja,
- kazalnike izkaza poslovnega izida,
- kazalnike izkaza denarnih tokov,
- kombinirane kazalnike.

Brealey, R. A., Myers, S. C. in Allen, F. (2011, str. 708) pravijo, da so kazalniki merilo:

- uspešnosti,
- učinkovitosti,
- finančnega vzvoda,
- likvidnosti.

Že v prejšnjem poglavju sem omenil, da obstajajo različne skupine uporabnikov finančnih informacij. Poslovodstvo, lastniki (investitorji) in posojilodajalci so najbolj pomembne skupine, ki so zainteresirane za uspeh ali neuspeh podjetja (Helfert, 2001, str. 96).

V Tabeli 1 so predstavljena merila uspešnosti s stališča poslovodstva podjetja, njegovih lastnikov in posojilodajalcev, kot jih je opredelil Helfert (2001, str. 98).

Tabela 1: Merila uspešnosti glede na področje in uporabnike

Poslovodstvo	Lastniki	Posojilodajalci
Analiza poslovanja: • Bruto dobičkonosnost prihodkov • Neto dobičkonosnost prihodkov EBIT, EBITDA, NOPAT • Analiza stroškov iz poslovanja • Analiza prispevkov • Poslovni vzvod • Primerjalna analiza	Dobičkonosnost investicij: • Dobiček na celotno neto vrednost • Dobičkonosnost lastniškega kapitala • Dobiček na delnico • Denarni tok na delnico • Sprememba cene delnice • Celotni dobiček delničarja	Likvidnost: • Kratkoročni koeficient • Hitri koeficient • Vrednost hitre prodaje
Management virov: • Obračanje sredstev • Upravljanje z obratnim kapitalom: - obračanje zalog - terjatve do kupcev - obveznosti do dobaviteljev • Ravnanje z ljudmi	Razporeditev dobičkov: • Dividende na delnico • Dividendna donosnost • Izplačilo/zadržanje dobičkov • Pokritje izplačil za dividende • Dividende na sredstva	Finančni vzvod: • Razmerje med dolgom in sredstvi • Razmerje med dolgom in investiranim kapitalom • Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom
Dobičkonosnost: • Dobičkonosnost sredstev (po davkih) • Dobičkonosnost pred obrestmi in davki • Dobičkonosnost na osnovi tekoče vrednosti • EVA in ekonomski dobiček • Dobičkonosnost denarnega toka na investicijo • Prosti denarni tok	Tržna uspešnost: • Razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico • Mnogokratniki denarnega toka • Razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice • Gibanje relativnih cen • Generatorji vrednosti • Vrednost podjetja	Upravljanje z dolgom: • Pokritje plačanih obresti • Pokritje plačila obveznosti • Pokritje fiksnih stroškov • Analiza denarnega toka

Vir: E. A. Helfert, *Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers*, 2001, str. 98, slika 4–1

2.3.2 Kazalniki dobičkonosnosti

Kazalnike dobičkonosnosti nekateri avtorji imenujejo tudi kazalniki poslovne uspešnosti ali pa kazalniki dobičkonosnosti na investirani kapital.

Dobičkonosnost je sposobnost podjetja, da ustvarja dobiček (Gibson, 2011, str. 301). Dobičkonosnost je neto rezultat številnih poslovnih politik in odločitev. Kazalniki dobičkonosnosti kažejo učinkovitost poslovanja podjetja, obenem pa kažejo tudi kombinirane efekte likvidnosti upravljanja s sredstvi in dolgovi na poslovne rezultate (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 452). Z njimi se ocenjuje dobičkonosnost prihodkov, sredstev in kapitala (Prusnik, 1997, str. 30). Kazalniki dobičkonosnosti se osredotočajo na (Fields, 2002, str. 93):

- dobičkonosnost, ki jo dosega poslovodstvo,
- sredstva, investirana v poslovanje,
- prihodek, dosežen s poslovanjem,
- sredstva, ki jih lastniki investirajo v poslovanje.

Kosmata dobičkonosnost prihodkov (angl. *gross profit margin*)

Temu kazalniku pravijo tudi bruto ali kosmata profitna marža. Kaže delež kosmatega dobička od prodaje v čistih prihodkih od prodaje.

$$GPS = \frac{GP}{S} = \frac{\text{kosmati dobiček}}{\text{prihodki od prodaje}} \quad (4)$$

Kosmati dobiček je razlika med prihodki in stroški prodanih proizvodov ali storitev. Posebna uporabna vrednost kazalnika je, da se z njim lahko oceni točko preloma obsega prodaje, pri katerem se doseže prag dobička (Higgins, 2012, str. 42).

Čista dobičkonosnost prihodkov (angl. *net profit margin*)

Za ta kazalnik se uporablja tudi izraz neto profitna marža (v nadaljevanju PM). Kazalnik kaže delež čistega dobička v celotnih prihodkih.

$$PM = \frac{NI}{TS} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{celotni prihodki}} \quad (5)$$

Večja je vrednost kazalnika, boljše je poslovanje podjetja. Ker je delež čistega dobička precej pogojen s panogo, v kateri podjetje deluje, se kazalnik najbolj pogosto uporablja za primerjave znotraj panoge (Prusnik, 1997, str. 31).

Večkrat se uporabljata še dva kazalnika profitnih marž. Prvi je delež dobička iz poslovanja pred obrestmi in davki v prihodkih (angl. *operating profit margin* ali *Return on sales*), ki ima v števcu enačbe dobiček pred obrestmi in davki (v nadaljevanju EBIT), drugi pa je delež dobička iz poslovanja pred davki v prihodkih (angl. *pretax profit margin*), ki ima v števcu enačbe dobiček pred davki (v nadaljevanju EBT).

Dobičkonosnost lastniškega kapitala (angl. *return on common equity*)

Kazalnik pove, koliko denarnih enot ustvari ena denarna enota lastniškega kapitala.

$$ROE = \frac{NI}{\frac{E_0 + E_1}{2}} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečno stanje kapitala}} \quad (6)$$

V tej enačbi E_0 pomeni stanje kapitala na začetku leta, E_1 pa njegovo stanje na koncu leta.

Če podjetje izplačuje dividende iz prednostnih delnic, je treba v enačbi (6) te dividende odšteti od čistega dobička.

Kazalnik dobičkonosnost lastniškega kapitala (v nadaljevanju ROE) velja za enega od najbolj pomembnih in je primerljiv tudi med panogami. Predvsem je pomemben za lastnike podjetja. Večja vrednost kazalnika odraža boljše poslovanje. ROE kaže, kako uspešno podjetje uporablja vloške delničarjev, da ustvarja dobiček (Friedlob & Schleifer, 2003, str. 58). ROE zajema mnogo vidikov poslovnih, finančnih in investicijskih karakteristik podjetja (White et al., 2003, str. 143).

Z uporabnostjo kazalnika ROE je nekaj težav. Prvič – ne upošteva tveganja, drugič – ne upošteva zneska investiranega kapitala (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 466).

Dobičkonosnost sredstev (angl. *return on total assets*)

Kazalnik kaže razmerje med doseženim rezultatom iz poslovanja in vloženimi sredstvi.

$$ROA = \frac{EBIT}{\frac{A_0 + A_1}{2}} = \frac{\text{dobiček pred obrestmi in davki}}{\text{povprečno stanje celotnih sredstev}} \quad (7)$$

V tej enačbi A_0 pomeni stanje sredstev na začetku leta, A_1 pa njihovo stanje na koncu leta.

Nekateri avtorji, npr. Brigham in Ehrhardt (2005, str. 454), pa tudi Fabozzi in Peterson (2003, str. 723) za izračun dobičkonosnosti sredstev (v nadaljevanju ROA) v števcu namesto EBIT uporabljajo čisti dobiček (v nadaljevanju NI). Kazalnik, ki ima v števcu EBIT, imenujejo donosnost sredstev (angl. *basic earning power*).

Z upoštevanjem obresti v števcu enačbe (7) izključujemo vpliv financiranja sredstev na njihovo dobičkonosnost. Davek od dobička se upošteva, ker financiranje z dolгови zmanjšuje davek od dobička. Nekateri avtorji pri izračunu ROA v imenovalcu enačbe (7) izključijo del sredstev, ki so financirana s strani dobaviteljev, z obrazložitvijo, da se tako naredi dobičkonosnost sredstev primerljivo s stroškom kapitala (Slapničar, 2002, str. 6).

Kazalnik ROA je zlasti pomemben za poslovodstvo podjetja. ROA meri učinkovitost poslovodstva pri ustvarjanju dobička z razpoložljivimi sredstvi (Gitman, 2006, str. 68). Ker so iz izračuna izključeni davki in obresti, je kazalnik primerljiv tudi med panogami, saj je izločen vpliv načina financiranja in različnih davčnih režimov (Prusnik, 1997, str. 32).

ROA je boljše merilo finančne uspešnosti podjetja kot poslovna profitna marža (angl. *operating profit margin*), ki ima v števcu EBIT. ROA eksplicitno upošteva sredstva, ki podpirajo poslovno aktivnost podjetja, in določa, ali je podjetje sposobno ustvarjati primeren donos s temi sredstvi, ne pa da samo kaže dobičkonosnost prodaje kot profitna marža (Hagel, J. III., Brown, J. S., & Davison, L., 2010, str. 2).

Dobiček na delnico (angl. *earnings per share*)

Kazalnik pove, koliko čistega dobička pride na navadno delnico. Nekateri avtorji ga uvrščajo med kazalnike tržne vrednosti.

$$EPS = \frac{\text{čisti dobiček, ki je na razpolago delničarjem}}{\text{povprečno število izdanih navadnih delnic}} \quad (8)$$

Imeti čim večji dobiček na delnico je v interesu predvsem delničarjev, pa tudi poslovodstva (Gitman, 2006, str. 68). Dobiček na delnico (v nadaljevanju EPS) je tradicionalno merilo povezave med dobički podjetja in lastniškimi deleži njegovih delničarjev (Friedlob & Schleifer, 2003, str. 62).

Dobičkonosnost investiranega kapitala (angl. *return on invested capital*)

Na splošno ne obstaja enotna definicija investiranega kapitala. Ta kazalnik primerja dobiček z investiranim kapitalom (Subramanyam & Wild (2009, str. 447). Za njegov izračun se najbolj pogosto uporablja naslednja enačba (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 108):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{total operating capital}} = \frac{\text{neto dobiček iz poslovanja po davkih}}{\text{celotni poslovni kapital}} \quad (9)$$

Poslovni kapital (angl. *operating capital*) so sredstva, ki so zahtevana za izvajanje poslovanja podjetja, od katerih se odštejejo obveznosti, ki nastanejo pri tem poslovanju

(Daves, P. R., Ehrhardt, M. C., & Shrieves, R. E., 2004, str. 16). Neto dobiček iz poslovanja po davkih (v nadaljevanju NOPAT) je podan z naslednjo enačbo:

$$NOPAT = EBIT * (1 - T), \quad (10)$$

kjer je T davčna stopnja.

NOPAT je znesek čistega dobička, ki bi ga podjetje ustvarilo, če ne bi imelo nobenega dolga (Daves et al., 2004, str. 15). Če je dobičkonosnost investiranega kapitala (v nadaljevanju ROIC) večja od tehtanega povprečja stroškov kapitala (v nadaljevanju WACC), poslovanje podjetju dodaja vrednost (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 108).

Dobičkonosnost uporabljenega kapitala (angl. *return on capital employed*)

Kazalnik avtorji računajo po različnih enačbah. Najbolj uporabna je naslednja:

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{capital employed}} = \frac{\text{dobiček pred obrestmi in davki}}{\text{celotna sredstva} - \text{kratkoročne obveznosti}} \quad (11)$$

Kazalnik dobičkonosnosti uporabljenega kapitala (v nadaljevanju ROCE) primerja dobiček z vsemi viri kapitala. To merilo standardizira celotni dobiček s celotnim zaposlenim kapitalom. S tem se izognemo pomanjkljivostim kazalnika ROE, ki ne meri dobičkonosnosti podjetja kot celote (Rees, 1995, str. 96). Uporabljeni kapital nekateri avtorji računajo tako, da se neto sredstvom prištejejo kratkoročni in dolgoročni dolg. ROCE se lahko smatra kot ROE, če bi bil neto dolg enak nič (Vernimmen et al., 2005, str. 232).

Dobičkonosnost celotnega kapitala (angl. *return on total capital*)

Kazalnik je podan z enačbo:

$$ROTC = \frac{EBIT}{TC} = \frac{\text{dobiček pred obrestmi in davki}}{\text{povprečni celotni kapital}} \quad (12)$$

Kapital v enačbi (12) je definiran kot vsota knjižne vrednosti celotnega dolga in lastniškega kapitala. Damodaran (2002, str. 44) je mnenja, da je ta kazalnik bolj koristno merilo dobičkonosnosti kot kazalnik ROA. Damodaran (2002, str. 44) v števec enačbe (12) namesto EBIT vstavlja $EBIT * (1 - T)$.

Delež čistega dobička, ki je izplačan v obliki dividend (angl. *dividend payout ratio*)

Kazalnik je podan z enačbo:

$$\frac{Div}{NI} = \frac{\text{navadne dividende}}{\text{\u010disti dobi\u010dek}} \quad (13)$$

Kazalnik ka\u017e\u00f2 odstotek dobi\u010dka, ki je izpla\u010dan delni\u010darjem v obliki dividend. Enako ime (tudi v angle\u0161\u010dini) ima \u0161e en kazalnik (DPS/EPS), v katerem \u0161tevec DPS pomeni dividende na delnico (v nadaljevanju DPS).

2.3.3 Kazalniki likvidnosti

Strokovna literatura v\u010dasih uvr\u0161\u010da med kazalnike likvidnosti kazalnike dobe vezav terjatev, dobe vezav obveznosti in dobe vezav zalog ter celo kazalnike obra\u010danja sredstev. Nekateri avtorji uvr\u0161\u010dajo v to skupino kazalnike kratkoro\u010dne in dolgoro\u010dne solventnosti. Za kazalnike likvidnosti se pogosto uporablja izraz kazalniki pla\u010dilne sposobnosti.

Kazalniki likvidnosti se ukvarjajo z vpra\u0161anjem, ali bo podjetje v naslednjem letu zmo\u017eno pla\u010dati svoje obveznosti (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 444). Pla\u010dilna sposobnost je kratkoro\u010dna zmo\u017bnost podjetja, da nemoteno poravnava zapadle obveznosti (Iglicar et al., 2013, str. 407). Vrednosti teh kazalnikov so najbolj pomembne za posojilodajalce, posebej pri kratkoro\u010dnih posojilih (Prusnik, 1997, str. 26).

Kratkoro\u010dni koeficient (angl. *current ratio*)

Kazalnik ka\u017e\u00f2 razmerje med kratkoro\u010dnimi sredstvi in kratkoro\u010dnimi obveznostmi.

$$CR = \frac{CA}{CL} = \frac{\text{kratkoro\u010dna sredstva}}{\text{kratkoro\u010dne obveznosti}} \quad (14)$$

Kratkoro\u010dna sredstva zajemajo denar, vrednostne papirje, terjatve do kupcev, zaloge in kratkoro\u010dne finan\u010dne nalo\u017ebe. Kratkoro\u010dne obveznosti so sestavljene iz obveznosti do dobaviteljev, kratkoro\u010dnih posojil, zapadlih obrokov dolgov in drugih kratkoro\u010dnih obveznosti.

Kratkoro\u010dni koeficient (v nadaljevanju CR) je najbolj grob pokazatelj sposobnosti podjetja, da poravnava svoje teko\u010de obveznosti. Njegova \u010dim ve\u010dja vrednost pove\u010duje verjetnost, da bo podjetje pla\u010dalo svoje obveznosti. Vendar se ob pove\u010danju vrednosti kazalnika ne pove\u010da nujno tudi pla\u010dilna sposobnost podjetja, saj do njegovega pove\u010danja lahko pride npr. zaradi pove\u010danja zalog (Prusnik, 1997, str. 26).

Hitri (pospe\u0161eni) koeficient (angl. *quick or acid test ratio*)

Kazalnik dobimo, \u010de od kratkoro\u010dnih sredstev od\u0161tejemo vrednost zalog in dobljeni znesek primerjamo s kratkoro\u010dnimi obveznostmi.

$$QR = \frac{CA - In}{CL} = \frac{\text{kratkoročna sredstva} - \text{zaloge}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (15)$$

Hitri koeficient kaže sposobnost podjetja, da odplača kratkoročni dolg, ne da bi prodalo zaloge (Prusnik, 1997, str. 27). Zaloge so najmanj likvidno sredstvo od obratnih sredstev podjetja (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 446).

Za izračun hitrega koeficienta Helfert (2001, str. 127) in White et al. (2003, str. 127) podajajo naslednjo enačbo:

$$QR = \frac{\text{denar} + \text{tržni vrednostni papirji} + \text{terjatve do kupcev}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (16)$$

Za kratkoročni in hitri kazalnik velja, da je njuna medpanožna primerjava vprašljiva (Igličar, 2009, str. 28–29). Velika razlika med njima je znak, da ima podjetje velike zaloge (Holmes et al., 2002, str. 186).

Denar/kratkoročne obveznosti (angl. *quick quick ratio*)

Imenuje se tudi denarni koeficient (angl. *cash ratio*). Kazalnik je razmerje med najbolj likvidnimi sredstvi podjetja in njegovimi kratkoročnimi obveznostmi in kaže plačilno sposobnost podjetja na zelo kratek rok.

$$QQR = \frac{M}{CL} = \frac{\text{denar} + \text{tržni vrednostni papirji}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (17)$$

Ross et al., (2010), ki ta kazalnik imenujejo denarni koeficient, v števec enačbe (17) vstavljajo samo denarna sredstva. Kazalnik kaže razmerje med delom aktive, ki je podjetju najhitreje na razpolago in delom pasive, pri kateri je verjetnost unovčitve terjatve največja. Višina kazalnika kaže na sposobnost podjetja, da se izogne plačilni nezmožnosti. To je najbolj konservativen kazalnik (Prusnik, 1997, str. 27). Ta kazalnik je sicer najboljši pokazatelj kratkoročne likvidnosti, vendar mu analitiki redko dajejo veliko težo, ker ni realistično pričakovati, da bo podjetje imelo toliko denarnih sredstev, da bo pokrilo kratkoročne obveznosti (Gibson, 2011, str. 226).

Kazalniki (14) do (17) so kazalniki kratkoročne likvidnosti.

Razmerje med denarnim tokom iz poslovanja in kratkoročnimi obveznostmi (angl. *operating cash flow ratio*)

Kazalnik primerja aktualni denarni tok iz poslovanja (v nadaljevanju CFO) s kratkoročnimi obveznostmi podjetja.

$$\frac{CFO}{CL} = \frac{\text{denarni tok iz poslovanja}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (18)$$

Razmerje med obratnim kapitalom in prihodki (angl. *working capital to sales ratio*)

Kazalnik je podan z naslednjo enačbo:

$$\frac{CA-CL}{S} = \frac{\text{kratkoročna sredstva} - \text{kratkoročne obveznosti}}{\text{prihodki od prodaje}} \quad (19)$$

Prihodki v nekem obsegu odražajo denarni tok iz poslovanja. Zato ta kazalnik primerja kratkoročni presežek likvidnosti z letnim denarnim tokom iz poslovanja (Walsh, 2008, str. 122).

2.3.4 Kazalniki obračanja

Nekateri avtorji te kazalnike imenujejo kazalniki upravljanja s sredstvi, kazalniki aktivnosti ali kazalniki učinkovitosti.

Kazalniki obračanja merijo, kako učinkovito podjetje upravlja s svojimi sredstvi, zalogami in denarjem. Obenem odgovarjajo na vprašanje, ali je s stališča načrtovane velikosti prihodkov znesek vsake vrste sredstev, ki je naveden v izkazu stanja, primeren, prevelik ali premajhen (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 447). Z njimi proučujemo hitrost obračanja posameznih vrst sredstev oziroma čas njihove vezave (Igličar et al., 2013, str. 413). Kazalnike obračanja sredstev lahko uporabljamo tudi za napovedovanje potreb podjetja po kapitalu (White et al., 2003, str. 120). Kazalniki obračanja sredstev lahko dajejo dobre informacije o kvaliteti sredstev (Fridson & Alvarez, 2002, str. 291).

Obračanje celotnih sredstev (angl. *total assets turnover ratio*)

Kazalnik primerja celotne prihodke s povprečnim stanjem celotnih sredstev.

$$ATO = \frac{TS}{\frac{A_0+A_1}{2}} = \frac{\text{celotni prihodki}}{\text{povprečno stanje celotnih sredstev}} \quad (20)$$

Kazalnik obračanja celotnih sredstev (v nadaljevanju ATO) pove število obratov sredstev v letu dni. Kazalnik kaže, kako hitro se sredstva obračajo oziroma koliko prihodkov podjetje ustvari z obstoječimi sredstvi. Kaže na kakovost upravljanja s celotnimi sredstvi (Slapničar, 2002, str. 8). Ta kazalnik je najbolj splošna ocena uspešnosti upravljanja s sredstvi.

V finančni analizi se uporablja tudi enačba, kjer v imenovalcu enačbe (20) nastopa povprečno stanje obratnega kapitala namesto celotnih sredstev.

Obračanje osnovnih sredstev (angl. *fixed assets turnover ratio*)

Kazalnik primerja celotne prihodke s povprečnim stanjem osnovnih sredstev.

$$FATO = \frac{TS}{\frac{FA_0 + FA_1}{2}} = \frac{\text{celotni prihodki}}{\text{povprečno stanje osnovnih sredstev}} \quad (21)$$

V tej enačbi FA_0 pomeni stanje osnovnih sredstev na začetku leta, FA_1 pa njihovo stanje na koncu leta.

Kazalnik kaže učinkovitost uporabe osnovnih sredstev podjetja. Možen problem pri njegovi uporabi lahko nastane, ker so v izkazu stanja prikazana osnovna sredstva po svojih preteklih vrednostih. Inflacija povzroči, da so ta sredstva, ki so bila kupljena v preteklosti, resno podcenjena (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 449).

Kazalnik obračanja osnovnih sredstev je izjemno pomemben kazalnik za kapitalsko intenzivna podjetja. Večji ko je ta kazalnik, manjša mora biti investicija za ustvarjanje enote prihodkov (Frazer & Ormiston, 2013, str. 226). Kazalnik kaže višino prihodkov, ki se ustvarjajo z investicijami v proizvodne kapacitete podjetja (White et al., 2003, str. 121).

Obračanje zalog (angl. *inventory turnover ratio*)

Avtorji navajajo dve enačbi za izračun tega kazalnika. Prva enačba (22) primerja prihodke od prodaje s povprečnim stanjem zalog.

$$IT = \frac{S}{\frac{In_0 + In_1}{2}} = \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{povprečno stanje zalog}} \quad (22)$$

V tej enačbi In_0 pomeni stanje zalog na začetku leta, In_1 pa njihovo stanje na koncu leta.

Kazalnik obračanja zalog (v nadaljevanju IT) kaže število obratov zalog v letu dni, kar kaže na sposobnost podjetja, da ustvarja prihodke. Uporablja se le znotraj panoge (Prusnik, 1997, str. 30).

Druga enačba (23), ki se v praksi pogosteje uporablja, primerja stroške prodaje proizvodov s povprečnim stanjem zalog. Tudi ta kazalnik kaže število obratov zalog v letu dni.

$$IT = \frac{COGS}{\frac{In_0 + In_1}{2}} = \frac{\text{stroški prodaje proizvodov}}{\text{povprečno stanje zalog}} \quad (23)$$

Visok kazalnik IT kaže na dobro poslovanje z zalogami in njihovo hitro prodajo (Igličar et al., 2013, str. 415). Visok kazalnik obračanja zalog pa lahko pomeni tudi pomanjkanje potrebnih zalog (Helfert, 2001, str. 110).

Obračanje obratnega kapitala (angl. *working capital turnover ratio*)

Kazalnik primerja prihodke od prodaje s povprečnim stanjem obratnega kapitala.

$$WCT = \frac{S}{\frac{WC_0 + WC_1}{2}} = \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{povprečno stanje obratnega kapitala}} \quad (24)$$

V tej enačbi WC_0 pomeni stanje obratnega kapitala na začetku leta, WC_1 pa njegovo stanje na koncu leta.

Kazalnik kaže število obratov obratnega kapitala v letu dni. Obenem pove, koliko obratnega kapitala je potrebno za ustvarjanje določenega obsega prodaje.

Doba vezave zalog (angl. *days inventory*)

Kazalnik pove, koliko dni v enem letu so bile zaloge vezane v skladišču.

$$DIn = \frac{\frac{In_0 + In_1}{2}}{\frac{CIn}{365}} = \frac{\text{povprečno stanje zalog}}{\text{povprečni dnevni stroški zalog}} \quad (25)$$

CIn so stroški zalog.

Krajši čas vezave zalog običajno pomeni boljšo plačilno sposobnost podjetja (Prusnik, 1997, str. 29). Kazalnik tudi pove, koliko časa je bil denar vezan v zalogah (Slapničar, 2002, str. 8).

Doba vezave terjatev do kupcev (angl. *days sales outstanding*)

Temu kazalniku pravijo tudi povprečni plačilni rok (angl. *average collection period*). Kazalnik kaže, koliko dni mora podjetje v povprečju čakati, da dobi plačilo za prodane proizvode oziroma storitve.

$$DSO = \frac{\frac{R_0 + R_1}{2}}{\frac{S}{365}} = \frac{\text{povprečno stanje terjatev do kupcev}}{\text{povprečna dnevna prodaja}} \quad (26)$$

V tej enačbi R_0 pomeni stanje terjatev na začetku leta, R_1 pa njihovo stanje na koncu leta.

Vrednost kazalnika kaže sposobnost posloводства podjetja, da od svojih kupcev izterja terjatve (Prusnik, 1997, str. 28). Kazalnik tudi pove, koliko dni je denar podjetja v povprečju vezan pri kupcih (Slapničar, 2002, str. 9).

Doba vezave obveznosti do dobaviteljev (angl. *days payable outstanding*)

Kazalnik kaže, koliko dni je bilo podjetje v povprečju dolžno svojim dobaviteljem.

$$DPO = \frac{\frac{P_0 + P_1}{2}}{\frac{CP}{365}} = \frac{\text{povprečno stanje obveznosti do dobaviteljev}}{\text{povprečni dnevni stroški blaga, materiala in storitev}} \quad (27)$$

V tej enačbi P_0 pomeni stanje obveznosti do dobaviteljev na začetku leta, P_1 pa njihovo stanje na koncu leta. CP so stroški blaga, materiala in storitev.

Visoke vrednosti tega kazalnika kažejo na pogajalsko moč podjetja ali pa na njegovo plačilno nezmožnost (Prusnik, 1997, str. 29).

Doba vezave denarja (angl. *cash conversion cycle*)

Kazalnik pove število obratov denarja v letu dni.

$$CT = \frac{S}{\frac{M_0 + M_1}{2}} = \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{povprečno stanje denarja in njegovih ekvivalentov}} \quad (28)$$

V tej enačbi M_0 pomeni stanje denarja in njegovih ekvivalentov na začetku leta, M_1 pa njihovo stanje na koncu leta.

Ta kazalnik ima še drugo obliko enačbe:

$$DVD = DIn + DSO - DPO = \text{doba vezave zalog} + \text{doba vezave terjatev do kupcev} - \text{doba vezave obveznosti do dobaviteljev} \quad (29)$$

Kazalnik pove, koliko dni v letu je vezan denar in njegovi ekvivalenti.

2.3.5 Kazalniki financiranja

V strokovni literaturi se ti kazalniki imenujejo tudi kazalniki upravljanja z dolgom, kazalniki finančnega vzvoda, kazalniki finančne moči, nekateri avtorji pa jim pravijo kazalniki ravnotežja.

Z njimi analiziramo strukturo financiranja podjetja, se pravi pasivno stran bilance stanja. Pri financiranju podjetja se postavlja temeljno vprašanje, koliko naj se podjetje financira z lastniškim kapitalom in koliko z zadolževanjem. Različna struktura financiranja vpliva na finančno tveganje in posledično na dobičkonosnost podjetja (Igličar et. al., 2013, str. 400).

Igličar et al. (2013, str. 404–406) navajajo tudi skupino kazalnikov investiranja. Med njimi sta najbolj pomembna tista dva, ki primerjata delež dolgoročnih in delež kratkoročnih sredstev s celotnimi sredstvi podjetja. Kazalniki investiranja se lahko uvrstijo med kazalnike financiranja.

Mnogokratnik kapitala (angl. *equity multiplier*)

Kazalnik je razmerje med celotnimi sredstvi podjetja in celotnim lastniškim kapitalom. Nekateri avtorji mu pravijo kazalnik finančnega vzvoda (angl. *financial leverage ratio*).

$$\frac{A}{E} = \frac{\text{celotna sredstva}}{\text{lastniški kapital}} \quad (30)$$

Kazalnik odraža finančno aktivnost podjetja (Friedlob & Schleifer, 2003, str. 57). Kazalnik A/E ima pomembno vlogo v DuPontovem sistemu medsebojno povezanih kazalnikov.

V praksi se uporablja tudi obraten kazalnik E/A, za katerega Fridson in Alvarez (2002, str. 271) trdita, da pomeni za banke kapitalsko primernost in je merilo tveganja posojilodajalcev. Visok kazalnik E/A pomeni večjo varnost podjetja.

Finančni vzvod (angl. *debt to equity ratio*)

Kazalnik primerja celotni dolg z lastniškim kapitalom. Celotni dolg zajema kratkoročni in dolgoročni dolg.

$$\frac{D}{E} = \frac{\text{celotni dolg}}{\text{lastniški kapital}} \quad (31)$$

Kazalnik kaže, koliko se podjetje zanaša na zunanje vire financiranja. Večja je njegova vrednost, večji je delež dolgov med viri financiranja. Je eno najbolj pomembnih meril v poslovnih financah, ker je pomemben test finančne moči podjetja (Walsh, 2008, str. 130).

Kazalnik je pokazatelj tveganja posojilodajalcev (Walton, 2000, str. 158). Kapitalsko intenzivna podjetja težijo k temu, da bi imela velik dolg (White et al., 2003, str. 130). S finančnim vzvodom poslovanje vpliva na dobičkonosnost lastniškega kapitala. Ko podjetje dviga odstotek dolga glede na kapital, zvišuje svoj finančni vzvod (Higgins, 2012, str. 47).

Pri uporabi tega kazalnika lahko pride do težav, ker se pri izračunu uporablja knjižna vrednost kapitala, ki je lahko precej različna od tržne vrednosti (Peterson, 2006, str. 10).

Delež dolgov v financiranju (angl. *debt to assets ratio*)

Nekateri tuji avtorji ga imenujejo *debt ratio*. Kazalnik kaže, kolikšen del sredstev podjetja je financiran z zunanjimi viri oziroma z dolgi.

$$\frac{D}{A} = \frac{\text{celotni dolg}}{\text{celotna sredstva}} \quad (32)$$

Čim večji je ta kazalnik, tem večje je tveganje za upnika. Če se podjetje ne zadolžuje, se lahko odpove investicijam in rasti (Lermack, 2003). Kazalnik D/A se pri finančni analizi podjetja dopolnjuje s kazalnikom D/E (Igličar et al., 2013, str. 402).

V uporabi je tudi kazalnik, ki ima v imenovalcu obveznosti do virov sredstev, to je celotno pasivo.

Delež obveznosti v financiranju (angl. *debt ratio*)

Tuji avtorji za ta kazalnik običajno uporabljajo ime *debt ratio*. Kazalnik pove odstotek celotnih obveznosti podjetja glede na njegova celotna sredstva.

$$\frac{L}{A} = \frac{\text{celotne obveznosti}}{\text{celotna sredstva}} \quad (33)$$

Kazalnik kaže sposobnost podjetja za plačilo dolgoročnih dolgov. Po grobem pravilu naj bi bilo razmerje med obveznostmi in sredstvi manjše od 50 % (Analysis and Use of Financial Statements, 2014, str. 122).

Uporablja se tudi kazalnik L/E , ki ima v imenovalcu lastniški kapital (angl. *debt to equity ratio*). Ta pomaga ugotoviti, kako dobro so investitorji zaščiteni v primeru insolventnosti (Gibson, 2011, str. 263).

Vsi kazalniki, ki kažejo deleže dolgov pri financiranju podjetja, so izjemno pomembni za finančnega analitika zaradi povezave med tveganjem in donosom (Fraser & Ormiston, 2013, str. 227).

V enačbah od (30) do (33) se vrednosti v števcu in imenovalcu lahko vnašajo kot povprečne v letu ali v iznosu ob koncu poslovnega leta, odvisno od tega, kaj hočemo prikazati, povprečno stanje ali stanje na presečni datum ob koncu leta.

Delež kapitala v financiranju (angl. *equity ratio*)

Kazalnik pove delež oziroma odstotek kapitala med obveznostmi do virov sredstev (Igličar et al., 2013, str. 400). Kaže stopnjo lastniškosti financiranja vseh virov sredstev podjetja.

$$\text{delež kapitala v financiranju} = \frac{\text{lastniški kapital}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \quad (34)$$

Kazalnik je pomemben tako za lastnike podjetja kot za posojilodajalce in dobavitelje. Lastnikom pogosto ne ustreza previsok delež kapitala v financiranju, ker pričakujejo ustrezen donos. Za posojilodajalce (predvsem banke) pa je ugodneje, če je delež kapitala v financiranju čim večji, ker je s tem njihovo tveganje manjše (Igličar et al., 2013, str. 400–401).

Uporablja se tudi podoben kazalnik E/L, ki ima v imenovalcu samo celotne obveznosti in je pomembno merilo kapitalske strukture podjetja (Analysis and Use of Financial Statements, 2014, str. 122).

Pokritje odhodkov za obresti (angl. *times-interest-earned ratio*)

Nekateri avtorji ga imenujejo mnogokratnik obresti. Kazalnik je razmerje med dobičkom pred obrestmi in davki in odhodki za plačilo zapadlih obresti.

$$TIE = \frac{EBIT}{I} = \frac{\text{dobiček pred obrestmi in davki}}{\text{plačane obresti}} \quad (35)$$

Kazalnik pokritja odhodkov za obresti (v nadaljevanju TIE) kaže zmožnost podjetja, da pokriva stalne obrestne obremenitve (dolgoročne in kratkoročne) s sedanjimi dobički. Nekateri avtorji uporabljajo v števcu kazalnika dobiček pred obrestmi, davki, depreciacijo in amortizacijo (v nadaljevanju EBITDA). Ta kazalnik imenujejo pokritje denarnih sredstev (angl. *cash coverage ratio*).

Prvi problem pri tem kazalniku je, da temelji na EBIT, ki pa ni merilo razpoložljivega denarja za plačilo obresti (Ross et al., 2010). Drugi problem je, da odhodki za obresti niso edina stalna finančna obremenitev podjetja (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 451).

Razmerje med denarnim tokom iz poslovanja in dolgom (angl. *cash flow from operations to debt ratio*)

$$\frac{CFO}{\frac{D_0+D_1}{2}} = \frac{\text{denarni tok iz poslovanja}}{\text{povprečno stanje celotnega dolga}} \quad (36)$$

V tej enačbi D_0 pomeni stanje dolga na začetku leta, D_1 pa njegovo stanje na koncu leta.

Kazalnik meri pokritje glavnih zahtev po plačilu s sedanjim denarnim tokom iz poslovanja. Nizka vrednost kazalnika lahko kaže na problem z dolgoročno solventnostjo, ker v takem primeru podjetje ne ustvarja dovolj denarja, da bi plačevalo svoje zapadle dolgove (White et al., 2003, str. 133).

2.3.6 Kazalniki tržne vrednosti

Kazalniki tržne vrednosti povezujejo ceno delnice podjetja z njegovimi dobički, denarnim tokom in knjižno vrednostjo delnice. Ti kazalniki dajejo poslovodstvu podjetja namig, kaj si investitorji mislijo o pretekli uspešnosti podjetja in njenim bodočim obetom (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 454).

Razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico (angl. *price to earnings ratio*)

Kazalnik imenujejo tudi mnogokratnik dobička. Izraža vrednost delnice kot mnogokratnik dobička nanjo (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 792).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{dobiček na delnico}} \quad (37)$$

Kazalnik kaže, koliko so investitorji pripravljeni plačati za denarno enoto poročanega dobička. Kazalnik P/E je višji za podjetja z boljšimi obeti za rast in nižji za bolj tvegana podjetja (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 455). Višji ko je količnik P/E, večje je zaupanje investitorjev v bodočo uspešnost podjetja (Gitman, 2006, str. 70). Razmerje P/E je za delniški trg fundamentalno (Walton, 2000, str. 245). Kazalnik P/E kaže stopnjo, do katere trg kapitalizira dobiček podjetja (White et al., 2003, str. 153). Z njim se lahko ovrednoti dividendno politiko podjetja. Vendar kazalnika P/E ni mogoče računati, če ima podjetje izgubo (Analysis and Use of Financial Statements, 2014, str. 156–158). Medtem, ko števec kazalnika P/E kaže le nedavno ceno delnice, lahko imenovalec pomeni več stvari. V njem

je lahko osnovni ali razvojen dobiček na delnico, lahko se celo zgodi, da ni na voljo podatka za dobiček v zadnjem časovnem obdobju (Fabozzi & Peterson, 2003, str. 793).

V praksi se včasih uporablja tudi obrnjeni kazalnik E/P, ki se imenuje dobičkovna donosnost (angl. *earnings yield*).

Razmerje med tržno ceno delnice in njeno knjigovodsko vrednostjo (angl. *market to book ratio*)

Ta kazalnik kaže razmerje med tržno vrednostjo delnice in njeno zgodovinsko vrednostjo.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{knjigovodska vrednost delnice}} \quad (38)$$

Knjigovodska vrednost delnice je količnik lastniškega kapitala in števila izdanih delnic.

Kazalnik kaže oceno, kako investitorji gledajo na uspešnost podjetja (Gitman, 2006, str. 70). Podjetja z relativno visokimi stopnjami donosa na kapital na splošno prodajajo delnice z večjim mnogokratnikom knjigovodske vrednosti kot tista z nižjimi donosi (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 455). Visoki kazalnik P/B je namig, da investitorji mislijo, da ima podjetje možnosti zaslužka z večjo donosnostjo na svojo investicijo, kot je tržna obrestna mera (Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J., 2005, str. 668).

Dividendna donosnost (angl. *dividend yield*)

Kazalnik je merilo donosa na investicijo, ki ga imajo lastniki v obliki dividend v določenem časovnem obdobju.

$$\frac{DPS}{\frac{P_0 + P_1}{2}} = \frac{\text{dividenda na delnico}}{\text{povprečna tržna cena delnice}} \quad (39)$$

V tej enačbi P_0 pomeni tržno (borzno) ceno na začetku obravnavanega obdobja, P_1 pa njeno tržno ceno na koncu tega obdobja.

Dividendna donosnost je prikazana kot odstotek tržne cene delnice. Uporablja se tudi kazalnik, ki ima EPS v števcu. Obe navedeni merili sta pomembni tako za podjetje kot za njegove lastnike (Walsh, 2008, str. 170).

Delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend (angl. *dividend payout ratio*)

Kazalnik deleža čistega dobička, izplačanega v obliki dividend (v nadaljevanju DPR) pove, kolikšen delež dobička na eno delnico je izplačan delničarjem kot dividenda v denarju.

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} = \frac{\text{dividenda na delnico}}{\text{dobiček na delnico}} \quad (40)$$

V finančni analizi se uporablja tudi obratni kazalnik EPS/DPS, ki se imenuje pokritje odhodkov za izplačilo dividend (angl. *dividend cover ratio*). Pod istim imenom se včasih uporablja kazalnik, ki ima v imenovalcu NI namesto EPS.

Razmerje med ceno delnice in denarnim tokom iz poslovanja (angl. *price to cash flow ratio*)

$$\frac{P}{CFO/share} = \frac{\text{tržna cena delnice}}{\text{denarni tok iz poslovanja na delnico}} \quad (41)$$

V nekaterih panogah je cena delnice bolj povezana z denarnim tokom kot s čistim dobičkom. Pri teh panogah investitorji pogosto opazujejo ta kazalnik (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 455).

Razmerje med kazalnikom P/E in pričakovano stopnjo rasti dobička (angl. *PEG ratio*)

$$PEG = \frac{P/E}{\text{pričakovana stopnja rasti dobička na delnico}} \quad (42)$$

Upravljalci portfeljev in finančni analitiki včasih primerjajo kazalnik P/E s pričakovano stopnjo rasti, da bi identificirali podcenjene in precenjene delnice (Damodaran, 2002, str. 487).

Nekateri avtorji uvrščajo med kazalnike tržne vrednosti tudi tržno kapitalizacijo podjetja (angl. *market capitalization*) in tržno vrednost podjetja (angl. *enterprise value*). Po opredelitvi razlike med kazalniki in kazalci, ki je navedena na začetku tega poglavja, oba omenjena pojma uvrščam med kazalce, ne med kazalnike.

2.3.7 Kazalniki produktivnosti

Kazalniki produktivnosti kažejo situacijo v podjetju, ki je drugi kazalniki ne obravnavajo. Problem teh kazalnikov je v tem, da je vrednostno izražen le števec, v imenovalcu je število zaposlenih. Primerjava med leti je otežena, ker so vrednosti kazalnikov pogojene z morebitno inflacijo (Prusnik, 1997, str. 33).

Prihodki na zaposlenega (angl. *sales per worker*)

Kazalnik kaže, koliko prihodkov s prodajo proizvodov in storitev ustvari v povprečju zaposleni v tekočem letu.

$$\frac{S}{W} = \frac{S}{\frac{W_0 + W_1}{2}} = \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{povprečno število zaposlenih}} \quad (43)$$

V tej enačbi W_0 pomeni število zaposlenih na začetku leta, W_1 pa njihovo število na koncu leta.

Primerjava vrednosti tega kazalnika med panogami ni smiselna.

Sredstva na zaposlenega (angl. *assets per worker*)

Kazalnik kaže, koliko sredstev na zaposlenega ima podjetje v povprečju.

$$\frac{A}{W} = \frac{\frac{A_0 + A_1}{2}}{\frac{W_0 + W_1}{2}} = \frac{\text{povprečno stanje sredstev}}{\text{povprečno število zaposlenih}} \quad (44)$$

Kazalnik meri kapitalsko intenzivnost podjetja. Običajno imajo kapitalsko intenzivna podjetja ta kazalnik višji od delovno intenzivnih.

2.3.8 Kazalniki gospodarnosti

Kazalniki gospodarnosti kažejo na učinkovitost poslovanja podjetja oziroma na razmerje med prihodki in odhodki. Podjetje posluje gospodarno, če so prihodki večji od odhodkov (Igličar et al., 2013, str. 418).

Koeficient celotne gospodarnosti

Kazalnik primerja vse prihodke z vsemi odhodki.

$$KCG = \frac{\text{celotni prihodki}}{\text{celotni odhodki}} \quad (45)$$

Koeficient celotne gospodarnosti (v nadaljevanju KCG) najbolj zbirno kaže na intenzivnost odmika prihodkov od odhodkov (Turk et al., 2004, str. 669). Pozitiven kazalnik pomeni, da je podjetje poslovalo z dobičkom. Če primerjamo vrednost koeficienta celotne gospodarnosti s koeficientom gospodarnosti poslovanja, lahko ugotovimo vpliv neposlovnih dejavnosti na gospodarnost podjetja (Igličar et al., 2013, str. 418).

Koeficient gospodarnosti poslovanja

Kazalnik je razmerje med poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki.

$$KGP = \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{poslovni odhodki}} \quad (46)$$

Koeficient gospodarnosti poslovanja (v nadaljevanju KGP) kaže na učinkovitost podjetja pri opravljanju svoje poslovne dejavnosti, ker so iz njega izločeni finančni prihodki in finančni odhodki ter drugi prihodki in odhodki (Igličar et al., 2013, str. 418).

Poleg navedenih dveh kazalnikov gospodarnosti obstaja še vrsta drugih, ki jih lahko na grobo razdelimo v dve skupini. Prva skupina ima v števcu neko vrsto stroškov, v imenovalcu pa poslovne prihodke. Druga skupina ima v števcu neko vrsto dobička, v imenovalcu pa poslovne prihodke ali celotne prihodke.

2.3.9 Drugi kazalniki

Poleg kazalnikov, obravnavanih v tem poglavju, obstaja še vrsta drugih, od katerih se nekateri precej uporabljajo v praksi, med njimi so tudi kazalniki iz posebnih skupin, kot so npr. distribucijski, inženirski, kazalniki obvladovanja kakovosti, kazalniki upravljanja z materialom, z okoljem, s človeškimi viri itd. Prostorske omejitve mi ne dovoljujejo širšega navajanja. Kazalniki, ki jih obravnavam, so tisti, ki v finančni analizi veljajo za najbolj pomembne in se tudi najbolj pogosto uporabljajo.

Nekateri avtorji uvrščajo med kazalnike tudi tržno dodano vrednost in ekonomsko dodano vrednost, imenovano tudi ekonomski dobiček. Po opredelitvi z začetka tega poglavja to nista kazalnika, temveč spadata med kazalce. Vseeno ju zaradi njunega pomena za finančno analizo na kratko predstavljam.

Tržna dodana vrednost (angl. *market value added*)

Tržna dodana vrednost je definirana z enačbo:

$$MVA = \text{tržna vrednost last. kapitala} - \text{knjigovodska vrednost last. kapitala} \quad (47)$$

Primarni cilj večine podjetij je maksimirati vrednost premoženja delničarjev. Vrednost premoženja delničarjev je največja z maksimiranjem razlike med tržno vrednostjo lastniškega kapitala in njegovo knjigovodsko vrednostjo. Razlika se imenuje tržna dodana vrednost (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 109).

Ekonomska dodana vrednost (angl. *economic value added*)

Medtem ko tržna dodana vrednost meri učinke aktivnosti posloводства podjetja od njegove ustanovitve, ekonomska dodana vrednost (v nadaljevanju EVA) meri učinkovitost posloводства podjetja v danem letu (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 110). EVO največkrat računamo po eni od naslednjih dveh enačb:

$$EVA = EBIT * (1 - T) - (\text{celotni neto poslovni kapital}) * WACC \quad (48)$$

ali

$$EVA = (\text{poslovni kapital}) * (ROIC - WACC) \quad (49)$$

EVA je ocena ekonomskega dobička v letu dni. Predstavlja preostali dobiček, ki ostane potem, ko so odšteti stroški celotnega kapitala (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 110).

2.4 DuPontov sistem medsebojno povezanih kazalnikov

Ta sistem je razvilo ameriško podjetje E. I. du Pont de Nemours & Co. Sistem je bil razvit z namenom razumeti dejavnike, ki vplivajo na dobičkonosnost kapitala podjetja (Bodie et al., 2005, str. 662).

DuPontov sistem medsebojno povezanih kazalnikov razčlenjuje dobičkonosnost kapitala na več finančnih kazalnikov, s čimer lahko razložimo, kateri so temeljni dejavniki dobičkonosnosti kapitala in v kateri smeri delujejo (Tekavčič & Megušar, 2002, str. 22).

Bistvo DuPontovega sistema je, da se dobičkonosnost kapitala kot temeljni kazalnik uspešnosti poslovanja, ki zanima lastnike podjetij, razčleni na zmnožek treh kazalnikov (dobičkonosnosti prihodkov, obračanja sredstev in mnogokratnika kapitala). Do te razčlenitve pridemo tako, da v enačbi dobičkonosnosti kapitala (6) najprej števec in imenoalec pomnožimo s sredstvi, nato pa ulomek preoblikujemo tako, da pridemo do zmnožka dobičkonosnosti sredstev in mnogokratnika kapitala (Tekavčič & Megušar, 2002, str. 24).

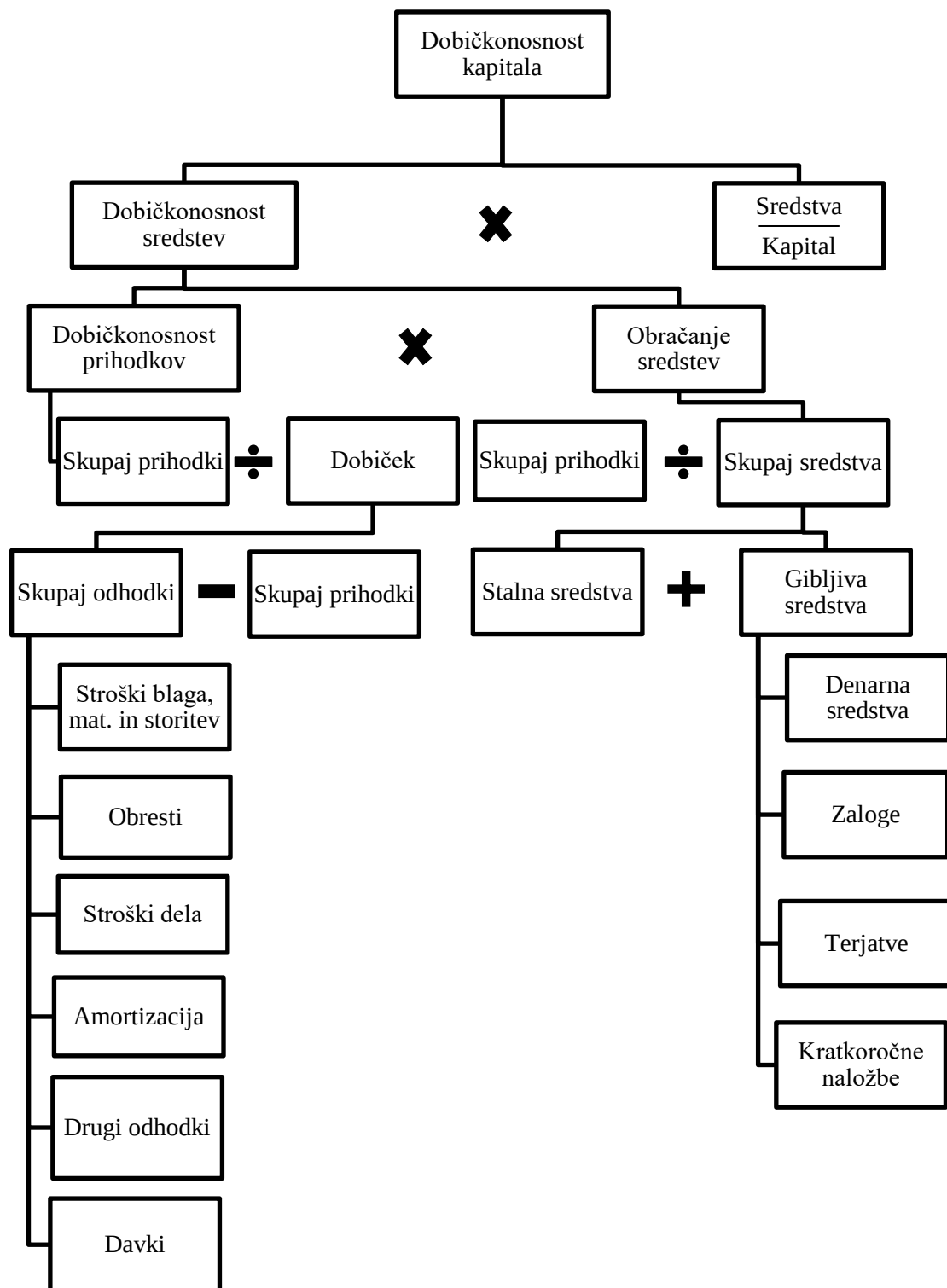
$$\frac{\text{dobiček}}{\text{kapital}} = \frac{\text{dobiček} * \text{sredstva}}{\text{kapital} * \text{sredstva}} = \frac{\text{dobiček}}{\text{sredstva}} * \frac{\text{sredstva}}{\text{kapital}} \quad (50)$$

ali

$$ROE = ROA * A/E \quad (51)$$

Razčlenitev enačbe (51) je grafično prikazana na Sliki 1.

Slika 1: DuPontov sistem medsebojno povezanih kazalnikov



Vir: M. Tekavčič in A. Megušar, *Analiziranje uspešnosti poslovanja s pomočjo sistema med seboj povezanih kazalnikov (uporaba konkretnih podatkov podjetja s simulacijo sprememb)*, 2002, str. 23, slika 1

Enačba (50) pove, da bi bila dobičkonosnost sredstev enaka dobičkonosnosti kapitala, če bi podjetje vsa sredstva financiralo z lastnimi viri (Tekavčič & Megušar, 2002, str. 24). Burns, D. C., Sale, J. T. in Stephan, J. A. (2008, str. 39) opozarjajo, da ima ta model DuPontovega sistema temeljno pomanjkljivost v dejstvu, da pri njem ni mogoče izolirati kazalnika ROA od učinkov finančnih odločitev.

Kakor hitro se del sredstev financira z dolgom (razmerje med sredstvi in kapitalom je v tem primeru večje od 1), je dobičkonosnost kapitala večja od dobičkonosnosti sredstev. Čim večji je delež dolga v virih sredstev, tem večja je dobičkonosnost kapitala v primerjavi z dobičkonosnostjo sredstev. Iz enačbe (50) izhaja, da je dobičkonosnost kapitala odvisna od dobičkonosnosti sredstev in strukture virov sredstev (Tekavčič & Megušar, 2002, str. 24).

Če števec in imenoalec v kazalniku dobičkonosnosti sredstev pomnožimo s prihodki in ulomek preoblikujemo, pridemo do zmnožka dobičkonosnosti prihodkov in obračanja sredstev.

$$\frac{\text{dobiček}}{\text{sredstva}} = \frac{\text{dobiček} * \text{prihodki}}{\text{sredstva} * \text{prihodki}} = \frac{\text{dobiček}}{\text{prihodki}} * \frac{\text{prihodki}}{\text{sredstva}} \quad (52)$$

ali

$$ROA = PM * ATO \quad (53)$$

Enačba (52) pove, da se dobičkonosnost sredstev poveča, če se ob dani dobičkonosnosti prihodkov poveča hitrost obračanja sredstev ali če se pri dani hitrosti obračanja sredstev poveča dobičkonosnost prihodkov (Tekavčič & Megušar, 2002, str. 25).

Bodie et al. (2005, str. 663–664) kazalnik ROE razčlenjujejo na zmnožek petih kazalnikov. Njihova enačba se glasi:

$$ROE = \frac{NI}{EBT} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{EBIT}{S} * \frac{S}{A} * \frac{A}{E} \quad (54)$$

V besednem zapisu se enačba (54) glasi:

$$\text{dobičkonosnost kapitala} = \text{davčna obremenitev} * \text{obrestna obremenitev} * \text{dobičkonosnost prihodkov} * \text{obračanje sredstev} * \text{mnogokratnik kapitala} \quad (55)$$

V literaturi je mogoče najti tudi DuPontovo enačbo, ki je zmnožek štirih kazalnikov (Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F., 2011, str. 718).

Če v enačbi (51) števec in imenoalec pomnožimo s prihodki in ulomek preoblikujemo, dobimo naslednjo zvezo (Ross et al., 2010):

$$ROE = \frac{\text{dobiček}}{\text{prihodki}} * \frac{\text{prihodki}}{\text{sredstva}} * \frac{\text{sredstva}}{\text{kapital}} \quad (56)$$

ali

$$ROE = PM * ATO * A/E \quad (57)$$

Ta enačba se v praksi najbolj pogosto uporablja. White et al. (2003, str. 143) podajajo enačbo (57) v naslednjem besednem zapisu:

$$ROE = \text{dobičkonosnost} * \text{aktivnost} * \text{solventnost} \quad (58)$$

Iz DuPontove enačbe (57) je razvidno, da je dobičkonosnost kapitala odvisna od (Igličar et al., 2013, str. 425):

- hitrosti obračanja sredstev – ATO,
- čiste dobičkonosnosti prihodkov – PM,
- načina (strukture) financiranja – A/E.

Obračanje sredstev odseva način investiranja podjetja. Čista dobičkonosnost prihodkov izraža odločitve o poslovanju. Struktura financiranja odraža delež kapitala v financiranju in s tem odseva način financiranja podjetja. Manjši je delež kapitala v financiranju, višja bo dobičkonosnost kapitala (Igličar et al., 2013, str. 425–426).

Bistvena prednost DuPontovega sistema medsebojno povezanih kazalnikov je, da z nekaj kazalniki prikaže celotno poslovanje in področje dela posloводства (Igličar et al., 2013, str. 426). Posloводство podjetja lahko uporablja DuPontov model, da analizira variante za izboljšanje poslovne uspešnosti podjetja (Brigham & Daves, 2013, str. 305).

3 IZRAČUN KAZALNIKOV ZA OBRAVNAVANA PODJETJA

3.1 Kratka predstavitev obravnavanih podjetij

Že v uvodu sem omenil, da so obravnavana podjetja multinacionalne družbe s sedežem v Veliki Britaniji. Vsa tri imajo podružnice in obrate v mnogih državah na več celinah. Izbrana podjetja spadajo v isto panogo, to je industrijsko, takšna izbira je bila narejena zato, da bi bili rezultati analize njihovega poslovanja, to je izračunani kazalniki in napovedani trendi njihovega gibanja, med seboj čim bolj primerljivi.

3.1.1 Smiths Group plc

Podjetje Smiths je multinacionalna družba, ki deluje v industrijski panogi, ukvarja se s proizvodnjo tehničnih izdelkov. Poslovalnice in proizvodne obrate ima v več kot 50

državah. Podjetje je uvrščeno na londonsko borzo in je konstitutivni član borznega indeksa FTSE 250. Podjetje Smiths je sestavljeno iz petih divizij, to so:

- John Crane,
- Smiths Medical,
- Smiths Detection,
- Smiths Interconnect,
- Flex-Tek.

Njegovi najbolj pomembni proizvodi so senzorji za detekcijo, mehanična tesnila, sklopke, hidrodinamični ležaji, filtrirni sistemi, medicinski pripomočki, elektronske komponente ter ogrevalni in cevni sistemi. V letu 2015 je Smiths kot celota imel zaposlenih približno 23.500 ljudi, ustvaril je 2,897 milijarde britanskih funtov prihodka in imel 248 milijonov funtov čistega dobička.

Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1851 v Londonu pod imenom S Smiths & Sons. Prvotno se je ukvarjalo s proizvodnjo ur in instrumentov. V začetku 20. stoletja je začelo proizvajati merilce hitrosti in razne komponente za motorje, kot so uplinjači, električni zaganjalniki, generatorji, merilci razdalj in svetila. Po prvi svetovni vojni je začelo proizvajati instrumente za letalstvo in mornarico. V 50-tih letih 20. stoletja je ustanovilo dve ločeni diviziji Smiths Aviation in Smiths Marine, katerih glavni proizvodi so bili instrumenti za industrijo. Leta 1967 se je podjetje preimenovalo v Smiths Industries Ltd.

Sledilo je več združitvev in prevzemov. Leta 2000 je podjetje prevzelo sedanje ime, Smiths Group plc. Istega leta se je združilo s podjetjem TI Group, ki je proizvajalo industrijska tesnila, avtomobilske dele in proizvode za letalstvo. Vendar je Smiths to podjetje kmalu prodal. Leta 2007 je Smiths prodal svojo aeronavtično podružnico General Electricu. Leta 2011 je Smiths prevzel podjetje Power Holdings Inc., ki se je ukvarjalo z energetiko.

Divizija John Crane se ukvarja s proizvodi in storitvami na področju energetike in procesne tehnike ter je vodilni proizvajalec tesnil. V letu 2015 je ustvarila 31 % celotnega prihodka skupine Smiths. Divizija Smiths Medical proizvaja medicinske pripomočke in opremo. V letu 2015 je ustvarila 29 % celotnega prihodka skupine Smiths. Divizija Smiths Detection proizvaja senzorje za detekcijo eksplozivov, orožja, kemičnih in bioloških nevarnih snovi, narkotikov in radioaktivnih materialov. V letu 2015 je ustvarila 16 % celotnega prihodka skupine Smiths. Divizija Smiths Interconnect je proizvajalec elektronskih komponent, zaščitnih in krmilnih sistemov za brezžično telekomunikacijo, letalstvo, obrambo, železnice in industrijo. V letu 2015 je ustvarila 15 % celotnega prihodka skupine Smiths. Divizija Flex-Tek proizvaja komponente za ogrevanje in cevne sisteme za tekočine in pline. V letu 2015 je ustvarila 9 % celotnega prihodka skupine Smiths.

3.1.2 Rolls-Royce Holdings plc

Podjetje Rolls-Royce je multinacionalna družba, ki proizvaja številne izdelke za letalstvo, obrambo, energetiko in ladjarstvo. Svoje poslovalnice in proizvodne obrate ima v več državah na treh celinah. Podjetje je uvrščeno na londonsko borzo in je konstitutivni član borznega indeksa FTSE 100. Podjetje Rolls-Royce ima dve diviziji:

- Aerospace Division, ki deluje na področju civilnega in vojaškega letalstva,
- Land & Sea Division, ki proizvaja motorje in pogonske sisteme, proizvode s področja energetike, ladjarstva in jedrske tehnike.

Njegovi najbolj pomembni proizvodi so letalski motorji za civilno in vojaško letalstvo, oprema za energetiko in pogonski sistemi za ladje. Za vojaška letala so drugi največji svetovni proizvajalec motorjev. V letu 2015 je imel Rolls-Royce kot celota zaposlenih približno 50.500 ljudi, ustvaril je 13,725 milijarde funtov prihodka in imel 84 milijonov funtov čistega dobička.

Podjetje z imenom Rolls-Royce Limited sta ustanovila Henry Royce in Charles Rolls leta 1906 v Manchestru. Sprva je podjetje proizvajalo luksuzne avtomobile, v času prve svetovne vojne pa je začelo izdelovati tudi letalske motorje, katerih proizvodnjo je še povečalo med drugo svetovno vojno. Po tej vojni je podjetje zelo napredovalo v proizvodnji plinskih turbin. Proizvodnjo avtomobilov je izločilo leta 1973 in jo pod imenom Rolls-Royce Motors prodalo podjetju Vickers. Leta 1978 se je tisti del podjetja, ki je proizvajal letalske motorje, preimenoval v Rolls-Royce plc. Leta 1978 je bil Rolls-Royce podržavljen, leta 1987 pa ponovno privatiziran.

Leta 1988 je podjetje prevzelo družbo Northern Engineering Industries, ki je proizvajala predvsem električne generatorje in pogonske sisteme. Leta 1990 je Rolls-Royce sklenil joint venture s podjetjem BMW za proizvodnjo letalskih motorjev. Leta 1995 je Rolls-Royce prevzel ameriško podjetje Allison Engine Company, proizvajalca plinskih turbin, komponent za letalstvo in ladijskih motorjev. Leta 1999 je Rolls-Royce prevzel ladijski del proizvodnje podjetja Vickers plc. Leta 2007 je zgradil tovarno letalskih motorjev v Singapurju. Leta 2014 je Rolls-Royce prodal proizvodnjo plinskih turbin in kompresorjev podjetju Siemens. Istega leta se je združil s svojima podružnicama Aero Engine Controls in Optimized Systems and Solutions.

3.1.3 GlaxoSmithKline plc

Podjetje GlaxoSmithKline je multinacionalna družba, ki deluje v farmacevtski in biotehnološki panogi, proizvaja tudi dobrine za zdravstveno varstvo in nego. Podjetje je uvrščeno na londonsko borzo in je konstitutivni član borznega indeksa FTSE 100.

Proizvodne obrate in poslovalnice ima v 115 državah na štirih celinah. Podjetje svoje poslovanje deli na štiri osnovna področja:

- raziskave in razvoj,
- proizvodnjo farmacevtskih izdelkov,
- proizvodnjo cepiv,
- proizvodnjo dobrin za zdravstveno varstvo in nego.

GlaxoSmithKline je trenutno šesta največja farmacevtska družba na svetu in ima zelo širok proizvodni asortima. V letu 2015 je GlaxoSmithKline kot celota imel zaposlenih približno 96.600 ljudi, ustvaril je 23,923 milijarde funtov prihodka in imel 8,372 milijarde funtov čistega dobička.

Podjetje je bilo ustanovljeno v 50-tih letih 19. stoletja na Novi Zelandiji kot trgovska družba pod imenom Glaxo. V začetku 20. stoletja je začelo proizvajati mleko v prahu. Glaxo je leta 1935 v Londonu odprl nove proizvodne obrate. Podjetje je po drugi svetovni vojni kupilo dve družbi, Joseph Nathan in Allen & Hanburys. Ko je Glaxo leta 1978 kupil še podjetje Meyer Laboratories, je zavzel pomembno vlogo na ameriškem tržišču. Leta 1995 se je Glaxo združil z ameriško farmacevtsko družbo Burroughs. S to združitvijo je nastalo podjetje z imenom Glaxo Wellcome, ki je še istega leta prevzelo podjetje Affymax. Nastalo združeno podjetje je bilo v letu 1999 po prihodkih tretja največja farmacevtska družba na svetu.

Na drugi strani je bilo leta 1843 v Angliji ustanovljeno podjetje Beecham's Pills. Leta 1830 je John Smith v Philadelphiji odprl farmacevtsko podjetje, ki se mu je leta 1865 pridružil Mahlon Kline, združeno podjetje se je kasneje poimenovalo Smith, Kline & Co. Leta 1891 se je združilo s French, Richard and Company in leta 1929 spremenilo ime v SmithKline & French Laboratories. Leta kasneje je kupilo Norden Laboratories in Recherche et Industrie Therapeutiques. Tudi ta nastala družba se je globalno širila.

SmithKline & French se je leta 1982 združil z Beckman Inc. in spremenil ime v SmithKline Beckman. Leta 1988 je kupil svojega največjega tekmeca, International Clinical Laboratories, leta 1989 pa se je združil s podjetjem Beecham in se poimenoval v SmithKline Beecham plc.

Glaxo Wellcome in SmithKline Beecham sta se združila konec leta 2000 in tedaj je združeno podjetje dobilo današnje ime. V naslednjih letih je GlaxoSmithKline prevzel več podjetij iz svoje panoge, največje med njimi je bilo Stiefel Laboratories. GlaxoSmithKline je več svojih blagovnih znamk tudi prodal, leta 2014 pa je od podjetja Novartis kupil proizvodnjo cepiv. Podjetje ima pomembno vlogo v raziskovalni dejavnosti na področju farmacevtskih izdelkov.

3.2 Makroekonomska analiza in analiza panoge

Navpična analiza pričakovanj uspešnosti podjetja se mora začeti z analizo globalnega gospodarstva. Mednarodno gospodarstvo lahko vpliva na izvozna pričakovanja podjetja, cenovna konkurenca se sooča s tekmeci. V vsakem trenutku obstaja upoštevanja vredna razlika v gospodarski uspešnosti različnih držav. Nacionalno gospodarsko okolje je lahko odločilni dejavnik uspešnosti panoge. Uspešno poslovanje je veliko težje v gospodarstvu, ki se krči, kot v gospodarstvu, ki je v porastu (Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J., 2011, str. 549).

Analiza panoge je pomembna iz istih razlogov kot makroekonomska analiza. Panoga težko dobro uspeva, če je gospodarstvo slabotno in nenavadno je, če podjetje iz panoge v težavah uspešno posluje (Bodie et al., 2011, str. 562). Oceniti panoge sledi ocena poslovnega ciklusa. Niso vse panoge enako občutljive na poslovni cikel. Tehnični proizvodi in oprema, kar proizvajata v mojem primeru podjetji Smiths in Rolls-Royce, so na krizne razmere bolj občutljivi kot farmacevtski izdelki, ki jih proizvaja GlaxoSmithKline, ker slednji spadajo med življenjske potrebščine.

V analizi sledi določitev občutljivosti posameznega podjetja na poslovni cikel. Trije dejavniki določajo občutljivost dohodkov podjetja na poslovni cikel: občutljivost prodaje, poslovni vzvod in finančni vzvod. Življenjske potrebščine so, kot je že bilo rečeno, manj občutljive na stanje gospodarstva. Poslovni vzvod je odvisen od razmerja med stalnimi in spremenljivimi stroški podjetja. Finančni vzvod je odvisen od stopnje zadolževanja podjetja, obresti na dolg je treba plačevati ne glede na višino prihodkov (Bodie et al., 2011, str. 567).

Časovno obdobje, za katero obravnavam izbrana podjetja, je močno zaznamovala gospodarska kriza. Ta se je začela v Ameriki kot finančna kriza, nato se je razširila po svetu in se spremenila iz finančne v gospodarsko krizo, ki je bila najhujša po veliki gospodarski krizi iz leta 1929. V času krize (2007–2009) se je zmanjšal bruto domači proizvod v mnogih državah, zmanjšalo se je povpraševanje, mnoge države in podjetja so se zelo zadolžila.

Finančna kriza je strukturni zlom gospodarskega sistema kot posledica krize bančnega oziroma finančnega sistema, dolžniške krize ali valutne krize (Kaur, 2015, str. 69). Filbeck, G., Louie, K. in Xin, Z. (2014, str. 173) ugotavljajo, da je kriza v evro območju Evrope imela povratni efekt na izvoz ameriškega blaga v Evropo, ki se je v letih 2008–2009 zmanjšal za skoraj 20 %.

Leto 2008, s katerim sem začel izvajati analizo izbranih podjetij, pomeni vrh gospodarske krize, ki se je pričela leta 2007, v letu 2009 pa je začela počasi pojemat. Pri izbiri

časovnega obdobja za analizo sem se sicer poskušal čim bolj ogniti obdobju največje krize, kar mi ni povsem uspelo, ker sem moral začeti z letom 2008, vendar so bila vsaj leta napovedi (2012–2014) tista leta, ko je že nastopilo okrevanje gospodarstva. Ker so obravnavana podjetja multinacionalne družbe, ki poslujejo v mnogih državah, je bil v veliki meri zmanjšan vpliv gospodarske situacije v le eni državi (Veliki Britaniji). Ni mi bilo treba upoštevati valutnih razmerij, ker so bili konsolidirani računovodski izkazi, iz katerih sem zajemal podatke, podani samo v britanskih funtih. Poenostavitev v analizi je bila tudi neupoštevanje inflacije.

Pri izbranih podjetjih se je gospodarska kriza najbolj vidno odrazila na upadu borzne cene njihovih delnic. V obdobju 2007–2008 se je najbolj zmanjšala borzna cena delnic podjetja Smiths, najmanj pa podjetja GlaxoSmithKline. Nasprotno pa ni upadla njihova prodaja (prihodek), po letu 2007 beležimo celo rast.

3.3 Izbira kazalnikov za statistično analizo

Pri izbiri kazalnikov se najprej postavita dve vprašanji: katere kazalnike izbrati in koliko. Na prvo vprašanje lahko odgovorimo: odvisno od namena analize. Navadno izberemo tiste kazalnike, ki nosijo kar največ informacij in so dobri predstavniki določenega pojava v podjetju. Če izberemo preveč kazalnikov, so lahko nekateri med njimi odveč, ker kažejo iste stvari. Če jih izberemo premalo, lahko zanemarimo kakšno lastnost, ki je za analizo pomembna. V praksi se uporablja število kazalnikov na treh nivojih: 10–15 za grobo analizo, okrog 25 za bolj podrobno in 50–60 kazalnikov pri bolj kompleksni analizi (Pahor, 1999, str. 358).

V svojem magistrskem delu ne analiziram same uspešnosti podjetij, temveč ugotavljam možnost napovedovanja njihove bodoče uspešnosti na način, da poskušam napovedati bodoče vrednosti posameznih kazalnikov. Zato ni potrebno, da bi obravnaval večje število kazalnikov, temveč bo zadoščalo, če bom uporabil le najbolj pomembne. Za mojo analizo je izhodišče DuPontov sistem medsebojno povezanih kazalnikov. Ta izhaja iz kazalnika čiste dobičkonosnosti kapitala kot enega najbolj pomembnih ciljev podjetja (Igličar et al., 2013, str. 424). Osnovnim kazalnikom DuPontovega sistema dodajam še nekaj kazalnikov, ki so z njim posredno povezani oziroma jih smatram za pomembne pri analizi podjetja. Pri tem si prizadevam, da bodo kazalniki izbrani iz čim večjega števila različnih skupin, da se bo dalo z njimi zajeti čim več dejavnikov, ki vplivajo na uspešnost poslovanja podjetja.

V okviru svoje analize sem izračunal oziroma obravnaval (v kolikor so bili že podani v podatkovnih zbirkah) 28 različnih kazalnikov in 14 različnih kazalcev (EBIT, NI, dolg, obveznosti, sredstva, lastniški kapital, zaloge itd.), dobljenih iz letnih poročil podjetij in podatkovnih zbirk. Ugotovil sem, da se vrednosti nekaterih medsebojno sorodnih kazalnikov in medsebojno sorodnih kazalcev gibljejo vzporedno skozi obravnavano

časovno obdobje. Taki primeri so npr. kratkoročni in hitri koeficient ali koeficient celotne gospodarnosti in koeficient gospodarnosti poslovanja pri kazalnikih, pri kazalcih pa npr. EBIT in EBITDA. To dejstvo je nekoliko zmanjšalo potrebno število izbranih kazalnikov.

Nazadnje sem za nadaljnjo analizo izbral 18 kazalnikov iz 7 različnih skupin, ki jih navajam v nadaljevanju. Pri vsakem kazalniku navajam tudi zaporedno številko enačbe, po kateri sem izračunal njegovo vrednost. Kazalniki so:

- kazalniki dobičkonosnosti:
 - čista dobičkonosnost prihodkov – PM, enačba (5),
 - dobičkonosnost lastniškega kapitala – ROE, enačba (6),
 - dobičkonosnost sredstev – ROA, enačba (7),
- kazalnik likvidnosti:
 - kratkoročni koeficient – CR, enačba (14),
- kazalnika obračanja:
 - obračanje sredstev – ATO, enačba (20),
 - obračanje zalog – IT, enačba (23),
- kazalniki financiranja:
 - mnogokratnik kapitala – A/E, enačba (30),
 - finančni vzvod – D/E, enačba (31),
 - delež dolgov v financiranju – D/A, enačba (32),
 - delež obveznosti v financiranju – L/A, enačba (33),
 - pokritje odhodkov za obresti – TIE, enačba (35),
 - razmerje med denarnim tokom iz poslovanja in dolgom – CFO/D, enačba (36),
- kazalniki tržne vrednosti:
 - razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico – P/E, enačba (37),
 - razmerje med tržno ceno delnice in njeno knjigovodsko vrednostjo – P/B, enačba (38),
 - delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend – DPR, enačba (40),
- kazalnika produktivnosti:
 - prihodki na zaposlenega – S/W, enačba (43),
 - sredstva na zaposlenega – A/W, enačba (44),
- kazalnik gospodarnosti:
 - koeficient gospodarnosti poslovanja – KGP, enačba (46).

Posebej moram obrazložiti, zakaj med izbrane kazalnike nisem uvrstil kazalca EVA, za katerega je že bilo povedano, da ni kazalnik, vendar ima veliko izrazno moč v finančni analizi. Kazalec EVA lahko računamo po dveh enačbah, (48) in (49). V enačbi (48) nastopa kot faktor EBIT, v enačbi (49) pa faktor ROIC. EVA kot posamezni dejavnik ne more dajati točnejše napovedi za bodočnost, kot jo lahko tisti že izbrani kazalniki, ki

vsebujejo EBIT ali se v danem časovnem obdobju gibljejo podobno kot ROIC (to sta ROE in ROA).

3.4 Preglednica izračunanih kazalnikov za podjetje Smiths

V Tabeli 2 predstavljam vrednosti izračunanih kazalnikov za podjetje Smiths.

Tabela 2: Izračunani kazalniki za podjetje Smiths

KAZALNIKI	LETO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kazalniki dobičkonosnosti							
Čista dobičkonosnost prihodkov – PM (v %)	11,57	10,11	11,19	13,50	8,47	10,13	7,89
Dobičkonosnost lastniškega kapitala – ROE (v %)	29,52	30,37	31,73	31,10	21,87	25,62	17,10
Dobičkonosnost sredstev – ROA (v %)	12,30	13,85	13,69	14,01	11,40	12,68	9,90
Kazalnik likvidnosti							
Kratkoročni koeficient – CR (x)	1,33	1,28	1,81	2,11	1,60	1,84	2,03
Kazalnika obračanja							
Obračanje sredstev – ATO (x)	0,81	0,87	0,83	0,80	0,84	0,81	0,77
Obračanje zalog – IT (x)	3,62	3,65	3,67	3,73	3,78	3,71	3,60
Kazalniki financiranja							
Mnogokratnik kapitala – A/E (x)	3,14	3,44	3,40	2,87	3,08	3,12	2,80
Finančni vzvod – D/E (v %)	98,60	113,69	92,23	72,09	102,49	76,59	80,36
Delež dolgov v financiranju – D/A (v %)	30,79	30,75	29,20	27,30	27,65	27,99	27,90
Delež obveznosti v financiranju – L/A (v %)	68,70	72,83	68,20	61,95	72,80	63,27	65,06

se nadaljuje

Tabela 2: Izračunani kazalniki za podjetje Smiths (nad.)

KAZALNIKI	LETO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kazalniki financiranja							
Pokritje odhodkov za obresti – TIE (x)	8,13	7,78	6,98	8,23	6,36	7,57	6,05
Razmerje med denarnim tokom iz poslovanja in dolgom – CFO/D (v %)	23,55	35,34	41,33	32,17	33,37	33,10	24,03
Kazalniki tržne vrednosti							
Razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico – P/E (x)	15,11	10,39	14,04	11,58	16,31	17,29	21,61
Razmerje med tržno ceno delnice in njeno knjig. vrednostjo – P/B (x)	4,44	3,26	3,99	3,24	4,30	3,67	4,06
Delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend – DPR (v %)	49,06	49,06	42,77	36,99	58,10	49,31	68,22
Kazalniki produktivnosti							
Prihodki na zaposlenega – S/W (v 000 £)	102,708	122,229	117,605	124,105	130,608	133,703	127,224
Sredstva na zaposlenega – A/W (v 000 £)	126,361	140,122	140,856	154,701	155,869	164,976	164,453
Kazalnik gospodarnosti							
Koeficient gospodarnosti poslovanja – KGP (x)	1,17	1,19	1,19	1,21	1,16	1,19	1,15

Podatke za izračun kazalnikov, katerih vrednosti so navedene v Tabeli 2, sem našel v letnih poročilih 2008–2014 podjetja Smiths, podatkovni bazi Thomson Datastream in podatkovni bazi Yahoo!Finance.

Iz pregleda gibanja vrednosti izračunanih kazalnikov se vidi, da prihodki naraščajo od leta 2008 do 2013, potem začnejo padati in se tak trend nadaljuje tudi v letu 2015. Tržna cena delnice in vrednost kazalnika P/E nihata v obdobju 2008–2011, potem naraščata. Poslovanje podjetja Smiths je videti stabilno, ker kazalniki ATO, IT, A/E, D/A, KGP izkazujejo stabilno vrednost. Likvidnost podjetja se nekoliko izboljšuje, polagoma rasteta vrednosti kazalnikov A/W in S/W do leta 2013. Po letu 2011 začnejo nihati in padati vrednosti kazalnikov PM, ROE in ROA. Možno je, da je to posledica poslovne politike podjetja, lahko pa je ob zmanjšanih prihodkih v letu 2014 to znak prihajajočih poslovnih težav, ker se v tem letu poslabšajo tudi vrednosti nekaterih drugih kazalnikov (TIE, KGP, CFO/D).

3.5 Preglednica izračunanih kazalnikov za podjetje Rolls-Royce

V Tabeli 3 predstavljam vrednosti izračunanih kazalnikov za podjetje Rolls-Royce.

Tabela 3: Izračunani kazalniki za podjetje Rolls-Royce

KAZALNIKI	LETO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kazalniki dobičkonosnosti							
Čista dobičkonosnost prihodkov – PM (v %)	- 14,75	21,33	4,86	7,64	19,09	9,34	0,50
Dobičkonosnost lastniškega kapitala – ROE (v %)	- 49,68	74,06	13,90	20,02	44,22	23,60	1,15
Dobičkonosnost sredstev – ROA (v %)	6,43	7,62	7,16	7,28	12,02	9,09	6,78
Kazalnik likvidnosti							
Kratkoročni koeficient – CR (x)	0,94	1,29	1,20	1,00	1,33	1,31	1,46
Kazalnika obračanja							
Obračanje sredstev – ATO (x)	0,68	0,68	0,70	0,68	0,70	0,71	0,61
Obračanje zalog – IT (x)	3,03	3,30	3,66	3,48	3,57	3,80	3,46

se nadaljuje

Tabela 3: Izračunani kazalniki za podjetje Rolls-Royce (nad.)

KAZALNIKI	LETO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kazalniki financiranja							
Mnogokratnik kapitala – A/E (x)	4,97	5,13	4,08	3,85	3,29	3,56	3,78
Finančni vzvod – D/E (v %)	60,83	50,58	46,59	26,65	23,13	42,30	35,43
Delež dolgov v financiranju – D/A (v %)	8,78	12,40	11,41	7,33	7,62	10,28	10,17
Delež obveznosti v financiranju – L/A (v %)	85,50	75,48	75,49	72,48	66,96	72,67	71,26
Pokritje odhodkov za obresti – TIE (x)	12,49	18,31	18,00	23,31	40,73	32,29	24,37
Razmerje med denarnim tokom iz poslovanja in dolgom – CFO/D (v %)	85,37	52,68	71,18	85,47	97,02	108,68	56,17
Kazalniki tržne vrednosti							
Razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico – P/E (x)	(- 4,56)	4,02	21,34	16,25	6,97	17,40	236,41
Razmerje med tržno ceno delnice in njeno knjig. vrednostjo – P/B (x)	2,79	2,37	2,93	3,09	2,74	4,28	2,57
Delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend – DPR (v %)	(- 0,19)	12,46	54,79	38,08	15,55	30,03	627,72
Kazalnika produktivnosti							
Prihodki na zaposlenega – S/W (v 000 £)	232,872	270,494	284,961	275,347	284,136	265,254	253,900
Sredstva na zaposlenega – A/W (v 000 £)	343,679	399,610	406,889	404,171	403,843	373,270	418,549

se nadaljuje

Tabela 3: Izračunani kazalniki za podjetje Rolls-Royce (nad.)

KAZALNIKI	LETO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kazalnik gospodarnosti							
Koeficient gospodarnosti poslovanja – KGP (x)	1,10	1,12	1,11	1,12	1,19	1,14	1,12

Podatke za izračun kazalnikov, katerih vrednosti so navedene v Tabeli 3, sem našel v letnih poročilih 2008–2014 podjetja Rolls-Royce, podatkovni bazi Thomson Datastream in podatkovni bazi Yahoo!Finance.

Vrednosti kazalnikov P/E in DPR za leto 2008 sta v Tabeli 3 zapisani v oklepaju. To je zato, ker imata negativni vrednosti, kar je ekonomsko nesmiselno.

Iz pregleda gibanja vrednosti izračunanih kazalnikov se vidi, da ima podjetje v letu 2008 izgubo, zato imata tedaj PM in ROE negativno vrednost. Podjetje izkazuje solidno rast prihodkov od leta 2008 do 2013, potem v letu 2014 sledi njihovo zmanjševanje, ki se nadaljuje v letu 2015. Do leta 2013 raste tudi tržna cena delnice, potem se zmanjša. Poslovanje podjetja v letih 2008–2013 je stabilno. Večina kazalnikov doseže največjo vrednost v letu 2012. Likvidnost podjetja po letu 2011 raste. V letu 2009 podjetje začne spet poslovati z dobičkom, vrednosti kazalnikov dobičkonosnosti (PM, ROE in ROA) začnejo rasti, vendar se njihove vrednosti po letu 2012 močno zmanjšajo. Po letu 2012 se začnejo zmanjševati tudi vrednosti nekaterih drugih kazalnikov, v letu 2014 vrednosti skoraj vseh. Upad vrednosti večine kazalnikov ob zmanjševanju prihodkov v letu 2014 nakazuje, da je podjetje nekoliko v težavah, ki pa še niso videti velike.

3.6 Preglednica izračunanih kazalnikov za podjetje GlaxoSmithKline

V Tabeli 4 predstavljam vrednosti izračunanih kazalnikov za podjetje GlaxoSmithKline.

Tabela 4: Izračunani kazalniki za podjetje GlaxoSmithKline

KAZALNIKI	LETO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kazalniki dobičkonosnosti							
Čista dobičkonosnost prihodkov – PM (v %)	18,90	19,50	5,76	19,02	17,02	20,51	11,98
Dobičkonosnost lastniškega kapitala – ROE (v %)	52,49	61,67	17,30	61,56	65,05	84,96	48,95
Dobičkonosnost sredstev – ROA (v %)	20,42	20,92	9,10	20,01	17,75	17,60	8,77
Kazalnik likvidnosti							
Kratkoročni koeficient – CR (x)	1,72	1,45	1,25	1,08	0,99	1,11	1,10
Kazalnika obračanja							
Obračanje sredstev – ATO (x)	0,69	0,69	0,67	0,66	0,64	0,63	0,56
Obračanje zalog – IT (x)	1,80	1,82	2,00	1,98	2,02	2,18	1,80
Kazalniki financiranja							
Mnogokratnik kapitala – A/E (x)	4,01	4,59	4,50	4,92	5,97	6,53	7,35
Finančni vzvod – D/E (v %)	204,10	162,49	169,91	185,52	315,55	260,75	440,63
Delež dolgov v financiranju – D/A (v %)	41,09	37,93	35,76	36,27	44,12	43,35	46,21
Delež obveznosti v financiranju – L/A (v %)	78,88	74,94	76,92	78,51	83,76	81,44	87,86
Pokritje odhodkov za obresti – TIE (x)	10,83	10,93	5,05	11,64	10,03	10,39	5,45
Razmerje med denarnim tokom iz poslovanja in dolgom – CFO/D (v %)	53,85	48,34	43,35	41,67	26,35	39,52	27,96

se nadaljuje

Tabela 4: Izračunani kazalniki za podjetje GlaxoSmithKline (nad.)

KAZALNIKI	LETO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kazalniki tržne vrednosti							
Razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico – P/E (x)	14,50	12,09	38,63	14,20	14,57	14,32	24,01
Razmerje med tržno ceno delnice in njeno knjig. vrednostjo – P/B (x)	9,18	7,47	7,91	10,17	12,42	12,30	17,29
Delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend – DPR (v %)	64,33	55,91	202,49	72,39	80,79	69,33	139,62
Kazalnika produktivnosti							
Prihodki na zaposlenega – S/W (v 000 £)	240,530	285,226	289,163	282,559	268,501	266,462	233,123
Sredstva na zaposlenega – A/W (v 000 £)	347,659	413,516	433,316	429,765	419,351	420,061	419,193
Kazalnik gospodarnosti							
Koeficient gospodarnosti poslovanja – KGP (x)	1,40	1,41	1,15	1,41	1,35	1,35	1,18

Podatke za izračun kazalnikov, katerih vrednosti so navedene v Tabeli 4, sem našel v letnih poročilih 2008–2014 podjetja GlaxoSmithKline, podatkovni bazi Thomson Datastream in podatkovni bazi Yahoo!Finance.

Iz pregleda gibanja vrednosti izračunanih kazalnikov se vidi, da se podjetje sooča s stagnacijo prihodkov, po letu 2010 pride celo do njihovega rahlega zmanjševanja, njihov padec se poveča v letu 2014. Vrednosti kazalnikov PM, ROA in ROE v letih 2008–2013 izkazujejo nestabilnost, ki je verjetno posledica poslovne politike podjetja, v letu 2014 pa močno padejo. Likvidnost podjetja, ki se v letih 2008–2012 zmanjšuje, se po letu 2012 stabilizira. Vrednosti kazalnikov ATO, IT, S/W, A/W in KGP so sicer stabilne, vendar se zmanjšajo v letu 2014. Narašča delež dolga v financiranju, kar ni dobro. Precej stabilna je cena delnice, zaradi nihanja vrednosti EPS niha vrednost kazalnika P/E. Za podjetje se zdi, da stagnira, v letu 2015 pa pride do znatne rasti prihodkov.

4 NAPOVEDOVANJE BODOČIH VREDNOSTI KAZALNIKOV Z UPORABO STATISTIČNE ANALIZE

4.1 Določitev uporabljenih statističnih metod analize

Osnovno smer razvoja pojava hočemo spoznati zato, ker (Pfajfar & Arh, 2004, str. 224):

- hočemo spoznati osnovno tendenco razvoja pojava,
- je primerjava med pojavi bolj nazorna, če poznamo njihove trende,
- poznavanje trenda olajšuje ugotavljanje ostalih sestavin pojava in nakazuje njegovo pomembnost.

Najbolj preprosto osnovno smer razvoja se da pojasniti s premico. Premica je lahko dober približek tudi za bolj zapletene oblike osnovne smeri razvoja. Trend predstavlja učinek dejavnikov, ki delujejo na dolgi rok. Postopkov in metod za ugotavljanje trenda je več (Pfajfar & Arh, 2004, str. 224).

Večina podatkov, ki jih uporablja finančna analiza, je v obliki časovnih vrst s podobnimi značilnostmi, skozi čas se njihove vrednosti največkrat spreminjajo v določeni smeri. Osnovno smer sprememb označujemo kot trend. Trend je običajno najpomembnejša sestavina časovnih vrst. Za namene kolikor toliko natančnega napovedovanja je potreben zanesljiv postopek določitve trenda (Mramor, 1993, str. 182–183).

Da bi se lahko ocenile vrednosti finančnih kazalnikov v bodočnosti, je treba na osnovi njihovih znanih vrednosti v preteklem obdobju najprej izračunati trend gibanja njihove vrednosti. Napoved bodoče uspešnosti podjetij bom naredil na osnovi določitve trendov gibanja vrednosti finančnih kazalnikov v letih 2008–2011. Za ugotovljene trende predpostavljam, da se bodo nadaljevali v obdobju 2012–2014.

V uvodu navedeno hipotezo, da je mogoče z ugotovitvijo trenda gibanja vrednosti finančnih kazalnikov v preteklosti napovedati njihovo bodočo vrednost in s tem napovedati tudi bodočo uspešnost podjetja, bom preveril s tremi različnimi metodami določitve trenda. Za vsaj tri metode sem se odločil zato, da bi povečal zanesljivost raziskave, ker se z uporabo več metod zmanjša vpliv šibkosti posamezne metode na zanesljivost rezultatov. Kot prvo bom uporabil v statistiki dobro uveljavljeno metodo, ki se imenuje linearni trend, kot drugo metodo, ki izhaja iz povprečne vrednosti, in kot tretjo metodo, ki sem jo razvil sam in predpostavlja, da ima pretekla uspešnost podjetja na njegovo sedanjo uspešnost tem manjši vpliv, čim bolj je časovno oddaljena od sedanjosti.

Vse tri metode, ki jih bom uporabil, so v osnovi linearni trendi, ker temeljijo na linearni funkciji. Pri prvi metodi (linearnem trendu) uporabljam kot osnovo za izračun trenda

dejanske vrednosti kazalnika v posameznih letih 2008–2011. Pri drugi metodi, ki jo imenujem trend povprečne vrednosti, in pri tretji, ki jo imenujem trend tehtanih vrednosti, pa kot osnove za izračun trenda ne uporabljam posameznih vrednosti kazalnika v preteklih letih, temveč spremembo vrednosti kazalnika v obdobju dveh (preteklih) zaporednih let. Obdobja, ki jih zajema izračun trenda, so tri (2008–2009, 2009–2010 in 2010–2011). Premici trenda povprečne vrednosti in trenda tehtanih vrednosti v napovedanem obdobju (2012–2014) vedno izhajata iz zadnje dejanske vrednosti kazalnika, to je v mojem primeru iz njegove vrednosti v letu 2011.

4.1.1 Linearni trend

Linearni trend se matematično najbolj pogosto računa z metodo najmanjših kvadratov. Ta metoda, ki minimizira vsoto kvadratov ostankov regresijskega modela, ima izredne statistične lastnosti. V praksi je metoda široko uporabljiva, zanjo velja, da se lahko z njo najbolj natančno določi trend dinamike pojavov. Metoda vključuje vse opazovane podatke in poskuša najti premico, ki bi se jim najbolj prilagajala.

Enačba linearne funkcije trenda ima naslednjo obliko:

$$T = a + b * t \quad (59)$$

V enačbi (59) se z matematično proceduro določi koeficienta a in b . Koeficient a predstavlja povprečno vrednost pojava na časovno enoto v proučevanem obdobju, koeficient b pa je smerni koeficient linearnega trenda in predstavlja spremembo proučevanega pojava na časovno enoto. Če je b pozitiven, je osnovna smer razvoja pozitivna, če je negativna, pojav odraža tendenco upadanja (Pfajfar & Arh, 2004, str. 225–226).

Linearni trend se v praksi največkrat določa z računalniškim programom Excel, ki sem ga tudi sam uporabil za izračun svojega linearnega trenda. Za ugotovljeni trend iz časovnega intervala 2008–2011 predvidevam njegovo linearno podaljšanje v letih 2011–2014.

4.1.2 Trend povprečne vrednosti

Kot drugo metodo za napovedovanje bodočih vrednosti kazalnikov sem si zamislil trend, ki temelji na izračunu povprečne spremembe vrednosti kazalnika v časovnem intervalu, ki služi za pripravo napovedi (2008–2011). V izračunu se seštejejo spremembe vrednosti kazalnika v obdobjih dveh zaporednih let (2008–2009, 2009–2010 in 2010–2011) in se nato seštevek deli s številom teh obdobj, ki sestavljajo zgoraj navedeni časovni interval. V mojem primeru gre za tri obdobja, zato se seštevek deli s 3. Tako izračunana povprečna sprememba vrednosti kazalnika v posameznem obdobju časovnega intervala 2008–2011 se

prišteje dejanski vrednosti kazalnika iz leta 2011 in se dobi napovedano vrednost kazalnika za leto 2012.

Napovedana vrednost kazalnika za leto 2012 se izračuna z enačbo:

$$NVK_{2012} = K_{2011} + PSVK \quad (60)$$

NVK_{2012} je napovedana vrednost kazalnika za leto 2012.

K_{2011} je dejanska vrednost kazalnika v letu 2011.

$PSVK$ je povprečna sprememba vrednosti kazalnika v posameznem obdobju dveh zaporednih let v časovnem intervalu 2008–2011.

$PSVK$ se izračuna z enačbo:

$$PSVK = [(K_{2009} - K_{2008}) + (K_{2010} - K_{2009}) + (K_{2011} - K_{2010})] / 3 \quad (61)$$

K_{2008} , K_{2009} , K_{2010} in K_{2011} so dejanske vrednosti kazalnika v letih 2008, 2009, 2010 in 2011.

Povprečna sprememba vrednosti kazalnika se za ta trend lahko poenostavljeno izračuna z naslednjo enačbo, ki da enak rezultat kot enačba (61):

$$PSVK = (K_{2011} - K_{2008}) / 3 \quad (62)$$

V nadaljevanju izračuna trenda se napovedana vrednost kazalnika za leto 2013 izračuna z enačbo:

$$NVK_{2013} = NVK_{2012} + PSVK \quad (63)$$

Na enak način nadaljujemo računanje napovedane vrednosti kazalnika za leto 2014. Po metodi tega trenda izračunano povprečno vrednost spremembe kazalnika v posameznem obdobju dveh zaporednih let v časovnem intervalu 2008–2011 v vsakem naslednjem letu napovedi prištevam izračunani napovedani vrednosti kazalnika iz predhodnega leta.

Trend povprečne vrednosti se da določiti tudi grafično, in sicer tako, da se s premico povežeta dejanski vrednosti kazalnika za leto 2008 in za leto 2011 ter se premica podaljša do leta 2014. Pri vsakem letu (2012, 2013 in 2014) se potem lahko odčita napovedana vrednost kazalnika za tisto leto.

4.1.3 Trend tehtanih vrednosti

Pri oblikovanju tretje metode je bila osnova zamisli znano dejstvo, da pretekla uspešnost podjetja vpliva na njegovo bodočo uspešnost tem manj, čim bolj je njeno obdobje časovno oddaljeno od sedanjosti in obratno. Po tej logiki je treba vsaki spremembi vrednosti kazalnika v obdobjih dveh zaporednih let, ki sestavljajo časovni interval, predviden za pripravo napovedi (2008–2011), določiti primerno utež, to pomeni, da jo je treba pomnožiti z nekim koeficientom. Tretja metoda je sorodna trendu povprečne vrednosti, le da imajo posamezna obdobja (2008–2009, 2009–2010 in 2010–2011) pri njej različno težo. Po tej metodi se dejanski vrednosti kazalnika iz leta 2011 prištejejo tehtane spremembe vrednosti kazalnika iz vseh posameznih obdobj dveh zaporednih let v časovnem intervalu 2008–2011 in se dobi napovedana vrednost kazalnika za leto 2012.

Napovedana vrednost kazalnika za leto 2012 se izračuna z enačbo:

$$NVK_{2012} = K_{2011} + VTSVK \quad (64)$$

VTSVK je vsota tehtanih sprememb vrednosti kazalnika iz posameznih obdobj dveh zaporednih let v časovnem intervalu 2008–2011, kjer se sprememba vrednosti kazalnika v vsakem obdobju dveh zaporednih let pomnoži z različnim koeficientom.

Z enačbo se izračun VTSVK zapiše na naslednji način:

$$VTSVK = a * (K_{2009} - K_{2008}) + b * (K_{2010} - K_{2009}) + c * (K_{2011} - K_{2010}) \quad (65)$$

Koeficienti a, b in c so predvidene uteži, od katerih je a najmanjša zaradi največje časovne oddaljenosti, c pa največja, ker nastopa v zadnjem obdobju. Seštevek vrednosti vseh koeficientov, ki jih je toliko kot obdobj (v mojem primeru so 3 obdobja), je 1.

V nadaljevanju izračuna trenda se napovedana vrednost kazalnika za leto 2013 izračuna po enačbi:

$$NVK_{2013} = NVK_{2012} + VTSVK \quad (66)$$

Na enak način nadaljujemo računanje napovedane vrednosti kazalnika za leto 2014. Tudi pri trendu tehtanih vrednosti se vsota tehtanih sprememb vrednosti kazalnika v časovnem intervalu 2008–2011 v vsakem naslednjem letu napovedi prišteje izračunani napovedani vrednosti kazalnika iz predhodnega leta.

Tukaj se pojavita dve vprašanji. Prvo vprašanje je, kakšno številčno vrednost je treba dodeliti koeficientom a, b in c, da se bodo napovedane vrednosti kazalnikov kar najbolj približale njihovim dejanskim vrednostim. Z računskim preizkušanjem sem ugotovil, da

dobim približno najboljše rezultate, če koeficientom a , b in c dodelim naslednje vrednosti: $a = 0,17$; $b = 0,33$; $c = 0,5$.

Drugo vprašanje je, ali za izračun napovedanih vrednosti kazalnika za leta 2012–2014 uporabiti spremembo vrednosti kazalnika iz let 2008–2011 ali pa za vsako naslednje leto napovedi premakniti celoten časovni interval za eno leto naprej. V primeru premika bi v račun spremembe vrednosti kazalnika (v enačbo (65), kjer bi bile letnice kazalnikov premaknjene za eno leto naprej) za leto 2013 vstopila napovedana vrednost kazalnika za leto 2012, v izračun kazalnika za leto 2014 pa bi vstopili že dve napovedani vrednosti (dodatno še tista za leto 2013).

Preizkusi opisanega premika časovnega intervala za eno leto naprej so dali precej slabše rezultate. To je logično, ker v primeru premika v izračun napovedane vrednosti kazalnika za naslednje leto vstopa že za predhodno leto napovedani kazalnik, ki se pri računanju pomnoži z največjo utežjo, kar pomeni znatno multipliciranje odstopanja izračunane vrednosti od njegove dejanske vrednosti. Zato sem se za računanje trenda tehtanih vrednosti odločil uporabiti kar prvotno enačbo (65).

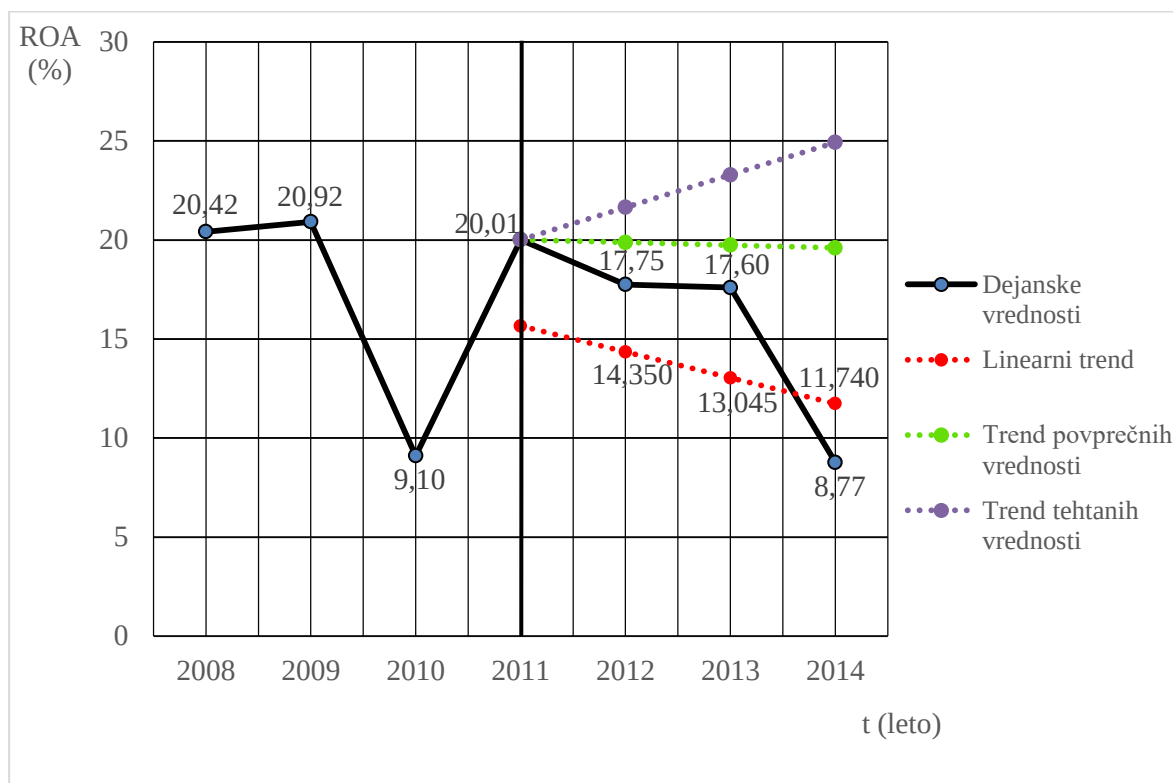
4.2 Rezultati izračunov trendov

Rezultati izračunov vseh treh trendov so zapisani v tabelah in grafikoni, ki so umeščeni v priloge. V Prilogi 1 so navedeni rezultati izračunov trendov za podjetje Smiths, v Prilogi 2 za podjetje Rolls-Royce, v Prilogi 3 pa rezultati izračunov trendov za podjetje GlaxoSmithKline. V Prilogi 4 je naveden seznam kratic, pripadajočih angleških izrazov in njihovih slovenskih prevodov.

V Sliki 2 je prikazan primer grafikona, v Tabeli 5 pa primer temu grafikonu pripadajoče tabele.

V grafikonu je narisana krivulja dejanskih vrednosti kazalnika za celotno obdobje 2008–2014 in premice vseh treh trendov za leta 2012–2014. Napovedane vrednosti kazalnika za leta 2012–2014 so v grafikonu zaradi pomanjkanja prostora vpisane samo za linearni trend. V tabeli, ki pripada grafikonu, so poleg dejanskih vrednosti kazalnika navedene še po metodah vseh treh trendov napovedane vrednosti kazalnika za leta 2012–2014.

Slika 2: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA



V Tabeli 5 je za vsak trend, po katerega metodi se napovedujejo bodoče vrednosti kazalnika, vpisano tudi mesto, ki ga dosega s točnostjo svojih napovedi. Trend, po katerega metodi napovedane vrednosti kazalnika se najbolj približajo dejanskim vrednostim, ima dodeljeno prvo mesto, trend, po katerega metodi napovedane vrednosti kazalnika so najbolj oddaljene od dejanskih vrednosti, pa tretje mesto. V tabeli vpisano mesto za posamezen trend je bilo določeno po drugi metodi, ki je opisana v podpoglavju 4.3.2.

Tabela 5: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ROA (dejanska vrednost)	17,750	17,600	8,770	
Linearni trend	14,350	13,045	11,740	1.
Trend povprečne vrednosti	19,873	19,737	19,600	2.
Trend tehtanih vrednosti	21,649	23,289	24,928	3.

Pri izračunu napovedanih kazalnikov za podjetje Rolls-Royce je prišlo do dveh izjem. Prva izhaja iz dejstva, da je podjetje imelo v letu 2008 izgubo in ima posledično njegov kazalnik EPS negativno vrednost. Zato sta vrednosti kazalnikov P/E in DPR, v katerih izračun vstopa EPS, ekonomsko nesmiselni. Iz tega razloga nisem napovedoval njunih bodočih vrednosti. Če bi za izračun njunih napovedanih vrednosti upošteval skrajšan časovni interval (2009–2011), bi dobil napoved vrednosti kazalnikov dvomljive veljave.

Druga izjema pri istem podjetju je bil izračun trendov kazalnika D/E. Ta kazalnik je že takoj po začetku leta 2013 dosegel negativne napovedane vrednosti, ki so ravno tako ekonomsko nesmiselne. Zato sem premice njegovih trendov končal na abscisni osi po letu 2013 tam, kjer je kazalnik D/E dosegel vrednost 0.

4.3 Analiza in interpretacija rezultatov

4.3.1 Analiza rezultatov

Ne glede na gospodarsko krizo, ki je segla preko leta 2008 v leto 2009 in še čez, vsa tri obravnavana podjetja v tem obdobju izkazujejo rast prodaje in s tem prihodkov. Delna izjema je podjetje GlaxoSmithKline, pri katerem se je rast prihodkov ustavila že v letu 2009 in se v letu 2010 celo nekoliko prevesila v upadanje. Pri vseh treh podjetjih se je po letu 2013 rast prodaje (prihodkov) spremenila v padec. To je seveda vplivalo na točnost napovedi, ki so bile narejene v časovnem intervalu rasti, ko so trendi predvidevali nadaljnjo rast vrednosti večine kazalnikov.

Primerjava izračunanih vrednosti napovedanih kazalnikov z njihovimi dejanskimi vrednostmi kaže na zelo različno približevanje premic trendov lomljeni krivulji dejanskih vrednosti. Čeprav ponekod pride do precejšnjega približevanja, so druge razlike zelo velike, ponekod celo več kot stokratne.

Najslabšo točnost napovedi izkazujejo kazalniki P/E, P/B, DPR, PM, ROE in ROA. Ker so PM, ROE in ROA jedro DuPontovega sistema medsebojno povezanih kazalnikov, ki najbolje prikazuje, kateri kazalniki so bistveni za prikaz uspešnosti podjetja, to napeljuje k zaključku, da iz pretekle uspešnosti podjetja ni mogoče zanesljivo sklepati na njegovo bodočo uspešnost. Možna razlaga ugotovljenega je, da na vrednosti teh kazalnikov v največji meri vpliva ravno poslovna politika podjetja oziroma njegovega posloводства in se zato njihove vrednosti gibljejo nestabilno. Kazalniki ROA, ROE, PM in DPR so že v časovnem intervalu 2008–2011, ki je služil kot obdobje priprave napovedi, izkazovali znatna nihanja vrednosti, verjetno je bil tu pomemben tudi vpliv gospodarske krize. Bolj jasen je vzrok za volatilnost kazalnikov P/E in P/B, ker sta vrednosti obeh odvisni od nihanja borznih cen pripadajočih delnic. Nihanja borznih cen delnic velikokrat niso neposredna posledica uspešnosti podjetij.

Boljše, vendar ne dobre, točnosti napovedi izkazujejo kazalniki D/E, D/A, TIE, CFO/D in CR. Verjetno so manj občutljivi na poslovno politiko podjetja, še najbolj občutljivi so tisti med njimi, ki imajo v enačbi kot faktor dolg. Tudi njihove točnosti napovedi niso dovolj dobre, da bi se iz njih lahko zanesljivo sklepalo na bodoče stanje podjetja.

Najboljšo točnost napovedi je možno doseči pri kazalnikih A/E, ATO, IT, L/A, S/W, A/W in KGP, zlasti pri zadnjih treh. To se da razložiti z dejstvom, da za njihov izračun v enačbe vstopajo faktorji (kazalci), katerih vrednosti se časovno bolj enakomerno gibljejo. Ti kazalci so prihodki, odhodki, sredstva, kapital in zaloge. Že pri analizi računovodskih izkazov obravnavanih podjetij sem ugotovil večjo stabilnost njihovega gibanja. Najbolj enakomerna so gibanja celotnih prihodkov, odhodkov in števila zaposlenih.

Najbolj bistvena ugotovitev analize rezultatov je, da napovedi bodočih vrednosti kazalnikov nikoli ne morejo predvideti časovne točke preloma, to je napovedati, kdaj se bo rast prevesila v padec ali obratno. Pri točki preloma ni mišljena samo enkratna enoletna sprememba smeri gibanja vrednosti kazalnikov iz rasti v padec ali obratno, temveč je predvsem pomembna več let trajajoča sprememba. Relativno točno se da napovedati bodoče vrednosti kazalnikov le takrat, kadar je gibanje njihove vrednosti v časovnem intervalu, ki služi za pripravo napovedi, dokaj enakomerno in se podoben trend nadaljuje tudi v obdobju napovedi. To velja, kot je bilo že povedano, predvsem za tiste kazalnike, ki so manj odvisni od poslovne politike podjetja, ali pa za tiste, katerih v enačbe za izračun vstopajo bolj stabilni faktorji.

Opozoriti moram še na dejstvo, da uporabljam zelo majhen statistični vzorec (samo 3 podjetja), kar zagotovo relativizira veljavnost rezultatov. Seveda je to predvsem posledica prostorske in časovne omejitve magistrskega dela. Postavlja se tudi vprašanje, ali ne bi moral biti časovni interval za pripravo napovedi daljši (npr. 5 let). Na drugi strani verjetno drži, da je obdobje napovedi (3 leta) dovolj dolgo in bi bile napovedi za daljše obdobje (npr. 5 let) še manj točne.

Izračuni posameznih trendov ne izkazujejo kakšnih posebnosti v rezultatih. Delna izjema je trend tehtanih vrednosti, pri katerem je opazno, da na njegovo točnost napovedi precej vpliva časovna pozicija enkratne večje spremembe dejanskih vrednosti kazalnikov v intervalu 2008–2011. Če je precejšnja sprememba vrednosti v obdobju 2008–2009, to bistveno manj vpliva na izračunano vsoto tehtanih sprememb kazalnika, ki se potem letno prišteva naprej, kot če se večja sprememba vrednosti kazalnika zgodi v obdobju 2010–2011. To je logično, ker je sprememba vrednosti kazalnika v obdobju 2008–2009 pomnožena z majhno utežjo (0,17), v obdobju 2010–2011 pa s precej večjo (0,5). Posledično sem ugotovil, da je trend tehtanih vrednosti točnejši v napovedih v primerih, ko se enkratne večje spremembe dejanskih vrednosti kazalnikov dogajajo v začetnem obdobju za pripravo napovedi (2008–2009), in manj točen, kadar do enkratnih večjih sprememb pride v zadnjem obdobju (2010–2011).

4.3.2 Interpretacija rezultatov

Rezultate analize je potrebno še ovrednotiti, in sicer ugotoviti, kateri trend daje najbolj točne napovedi. Za ugotovitev točnosti napovedi sem si zamislil dve možni metodi.

Po prvi metodi sem v obdobju napovedi (2012–2014) za vsako leto posebej ugotovil, po katerem trendu napovedana vrednost kazalnika se najbolj približa njegovi dejanski vrednosti v tistem letu. Trendu z najbolj točno napovedjo v tistem letu sem dodelil prvo mesto, trendu z najslabšo točnostjo pa tretje mesto. Postopek sem opravil za vse kazalnike vseh treh obravnavanih podjetij za vsa tri leta. Nato sem ločeno seštel vsa dosežena prva, druga in tretja mesta za vsak trend vseh treh podjetij posebej in rezultate prikazal v Tabeli 6. Obenem sem izračunal in prikazal številom pripadajoče odstotke.

Tabela 6: Prikaz uspešnosti trendov po prvi metodi

TREND	1. mesto		2. mesto		3. mesto	
	Št.	%	Št.	%	Št.	%
Linearni trend	69	44,52	26	16,77	60	38,71
Trend povprečne vrednosti	28	18,06	106	68,39	21	13,55
Trend tehtanih vrednosti	58	37,42	23	14,84	74	47,74

Opisana metoda je na videz sicer najbolj natančna, vendar ima znatno pomanjkljivost, ker upošteva le, katero mesto doseže po posameznem trendu napovedana vrednost kazalnika v posameznem letu, ne ovrednoti pa, koliko se po zadevnem trendu napovedana vrednost kazalnika v tistem letu približa njegovi dejanski vrednosti. To pomanjkljivost odpravlja druga metoda, ki sem jo uporabil za razvrščanje trendov, ki je navedeno za vsak kazalnik posebej v tabelah, pripadajočih grafikonom v prilogah.

Po drugi metodi, ki jo imam za bolj pravilno, sem za vsak kazalnik seštel njegove po vsakem trendu napovedane vrednosti za vsa leta od 2012–2014 in njihov seštevek pri vsakem trendu primerjal s seštevkom dejanskih vrednosti kazalnika v istem časovnem intervalu. Trendu, katerega seštevek napovedanih vrednosti se je najbolj približal seštevku dejanskih vrednosti, sem dodelil prvo mesto, trendu, katerega seštevek napovedanih vrednosti je bil najbolj oddaljen od seštevka dejanskih vrednosti, pa tretje mesto. Nato sem ločeno seštel dosežena prva, druga in tretja mesta (navedena so v tabelah prilog) za vsak trend za vse kazalnike vseh podjetij in rezultate prikazal v Tabeli 7. Izračunal in prikazal sem tudi številom pripadajoče odstotke.

Tabela 7: Prikaz uspešnosti trendov po drugi metodi

TREND	1. mesto		2. mesto		3. mesto	
	Št.	%	Št.	%	Št.	%
Linearni trend	21	40,38	8	15,38	23	44,23
Trend povprečne vrednosti	11	21,15	36	69,23	5	9,62
Trend tehtanih vrednosti	20	38,46	8	15,38	24	46,15

S primerjavo rezultatov, izraženih v odstotkih, iz obeh tabel se vidi, da se z izračunom po eni ali drugi metodi dobi le majhna razlika v odstotkih, ki jih doseže posamezen trend za posamezno mesto.

Tabelarični prikaz rezultatov izračunov vseh trendov kaže, da nobeden med njimi ni prepričljivo najboljši. To je presenečenje, ker je linearni trend od začetka veljal za favorita, kot dobro uveljavljena statistična metoda. Verjetna razlaga za tak rezultat je majhen statistični vzorec, ki sem ga uporabljal za izračun. Linearni trend sicer doseže največje število prvih mest, vendar ima na drugi strani tudi precej tretjih (najslabših) mest. Trend povprečne vrednosti ima manj prvih mest, zato pa veliko drugih mest, ki jih ima linearni trend malo. Trend tehtanih vrednosti je po medsebojni številčni razporeditvi prvih, drugih in tretjih mest dokaj podoben linearnemu trendu, le malo slabše se približa dejanskim vrednostim kazalnikov.

Posameznemu trendu bi bilo treba na neki način določiti vrstni red uspešnosti glede na dejstvo, da izračuni niso pokazali prepričljivega zmagovalca. Žal je takšno razvrščanje povsem subjektivno, saj ni mogoče objektivno določiti, koliko je prvo mesto vrednejše od drugega in drugo od tretjega. Vseeno sem naredil razvrščanje po dveh variantah. Po prvi varianti sem dodelil prvemu mestu trenda 3 točke, drugemu 2 točki, tretjemu pa 1 točko. Po drugi varianti sem dodelil prvemu mestu trenda 2 točki, drugemu 1 točko, tretjemu pa 0 točk.

V primeru uporabe prve metode (Tabela 6) je po obeh variantah prvi linearni trend, zadnji pa trend tehtanih vrednosti. Razlike v številu doseženih točk med prvo- in zadnjeuvrščenim trendom so po prvi varianti minimalne, po drugi varianti pa do 15 %. Pri prvi metodi sta si po rezultatih zelo blizu linearni trend in trend povprečne vrednosti, bolj zaostaja trend tehtanih vrednosti. V primeru uporabe druge metode (Tabela 7) je na prvem mestu po številu doseženih točk po obeh variantah trend povprečne vrednosti, na drugem mestu linearni trend, na tretjem pa trend tehtanih vrednosti. Pri drugi metodi je razlika med prvo in zadnje uvrščenim trendom po številu doseženih točk po prvi varianti do 10 %, po drugi

varianti pa do 20 %. Pri drugi metodi sta si po rezultatih zelo blizu linearni trend in trend tehtanih vrednosti, po boljši uspešnosti nekoliko izstopa trend povprečne vrednosti.

Pregledal sem tudi možnosti izboljšanja metod, po katerih se določajo trendi. Pri linearnem trendu in trendu povprečne vrednosti je izboljšanje nemogoče, ker sta določena matematično enolično. Pri trendu tehtanih vrednosti bi lahko izboljšal njegovo točnost napovedi, če bi mi uspelo pravilneje določiti koeficiente, to je uteži, s katerimi se množijo spremembe vrednosti kazalnikov, da bi se napovedane vrednosti kazalnikov bolj približale njihovim dejanskim vrednostim. To bi se dalo doseči z uporabo velikega vzorca (velikega števila podjetij) in uporabo računalnika pri določanju koeficientov. Vendar tudi tako izboljšana metoda ne bi uspela predvideti točke preloma.

Če na koncu naredim povzetek analize rezultatov, ugotavljam naslednje:

1. Iz preteklih vrednosti kazalnika ni mogoče predvideti časovne točke preloma, v kateri se bo rast spremenila v upadanje ali obratno. To je najbolj bistvena in najbolj pomembna ugotovitev moje analize.
2. Z določanjem trenda gibanja vrednosti kazalnika je mogoče le delno oziroma občasno napovedati njegove kolikor toliko točne bodoče vrednosti. Pogoji za sprejemljivo točnost napovedi je, da se dejanske vrednosti kazalnika v obdobju napovedi gibljejo v isti smeri, kot so se gibale v obdobju, ki je služilo za osnovo napovedi, to je, da samo rastejo ali samo padajo, obenem pa spremembe njihovih vrednosti ne smejo biti prevelike.
3. Slabše točnosti napovedi bodočih vrednosti kazalnikov se dosežejo za kazalnike dobičkonosnosti. Tega primanjkljaja za napovedovanje uspešnosti podjetja ne morejo nadomestiti nekoliko točnejše napovedi bodočih vrednosti kazalnikov obračanja.
4. Kot najbolj primerno metodo za določanje trenda vseeno priporočam linearni trend, čeprav v moji analizi ni izkazal izrazite prednosti. Linearni trend je zagotovo matematično najbolj izpopolnjena in v praksi preverjena metoda, zanj obstajajo računalniški programi, ki omogočajo njegovo enostavno določitev (npr. Excel).
5. Kot najbolj pomembne kazalnike za ocenjevanje uspešnosti podjetja opredeljujem kazalnike dobičkonosnosti in kazalnike likvidnosti, čeprav ne gre prezreti tudi drugih vrst kazalnikov, zlasti kazalnikov financiranja.

SKLEP

V svojem magistrskem delu sem raziskoval, ali je možno z ugotovitvijo trenda gibanja vrednosti finančnih kazalnikov napovedati njihove bodoče vrednosti in s tem tudi bodočo uspešnost poslovanja podjetja. Obenem sem hotel ugotoviti, kateri finančni kazalniki so najbolj primerni za ugotavljanje uspešnosti podjetja in katera statistična metoda je najustreznejša za postavljanje napovedi.

Raziskavo sem naredil na vzorcu treh britanskih podjetij iz industrijske panoge, vsa tri so multinacionalne družbe.

Moje magistrsko delo je sestavljeno iz uvoda, štirih poglavij, sklepa, seznama uporabljene literature in prilog z rezultati raziskave. V prvem poglavju sem opisal finančno analizo in predstavil računovodske izkaze poslovanja podjetja. V drugem poglavju sem predstavil finančne kazalnike iz več različnih skupin. V tretjem poglavju sem opisal podjetja, ki sem jih izbral za analizo, makroekonomski okvir, v katerem so poslovala v obravnavanem časovnem obdobju, navedel izbrane kazalnike, s katerimi sem hotel napovedati bodočo uspešnost podjetij in izračunal njihove vrednosti. V četrtem poglavju sem predstavil tri statistične metode za izračun trendov gibanja vrednosti kazalnikov in po njih izračunal napovedane bodoče vrednosti kazalnikov ter analiziral dobljene rezultate. V sklepu podajam zaključne ugotovitve.

Kazalnike sem izbiral iz čim večjega števila skupin, da bi z njimi zajel čim več dejavnikov, ki vplivajo na uspešnost poslovanja podjetja. Izbral sem 18 kazalnikov, ki spadajo v 7 različnih skupin, s tem sem zajel vse najpomembnejše.

Izračunanim vrednostim kazalnikov za leta 2008–2011 sem določal napovedane vrednosti za leta 2012–2014 s tremi različnimi metodami določitve trenda. Prva metoda je imenovana linearni trend, ki se izračuna po metodi najmanjših kvadratov in je uveljavljena statistična metoda za določanje trenda. Druga metoda, imenoval sem jo trend povprečne vrednosti, izhaja iz povprečne spremembe vrednosti kazalnika v letih 2008–2011, ki se prišteva vsakoletni vrednosti kazalnika v enakem iznosu po letu 2011 do konca obdobja napovedi. Tretja metoda, ki sem jo razvil sam in jo imenoval trend tehtanih vrednosti, izhaja iz dejstva, da časovno bolj oddaljena poslovna uspešnost podjetja manj vpliva na njegovo bodočo uspešnost kot uspešnost v zadnjem letu. Pri tretji metodi sem vsakemu obdobju dodelil različno utež, nato pa trend računal naprej podobno kot pri drugi metodi.

Napovedane vrednosti kazalnikov, izračunane po vseh treh metodah, sem vnesel v tabele in narisal grafikone trendov za vsak kazalnik posebej. Določil sem dve metodi, s katerima sem razvrstil trende na prvo, drugo ali tretje mesto. Pri prvi sem ločeno sešteval prva, druga in tretja mesta, pri drugi metodi pa sem naredil seštevke vrednosti kazalnikov po

posameznem trendu in skupni seštevek primerjal s seštevkom dejanskih vrednosti kazalnikov. Naredil sem tudi poskus ovrednotenja doseženih mest po dveh variantah.

Ob pregledu rezultatov vidim, da noben trend ne da izrazito najboljše točnosti napovedi. Linearni trend sicer doseže največ prvih mest, vendar tudi precej tretjih (najslabših) mest. Trend povprečne vrednosti doseže manj prvih, hkrati pa izrazito veliko drugih mest. Trend tehtanih vrednosti doseže podobno medsebojno razvrstitev mest kot linearni trend, samo nekoliko slabši rezultat. V mojem primeru je kakršnokoli verodostojno razvrščanje trendov po točnosti njihovih napovedi skoraj nemogoče. Verjetno je to posledica premajhnega vzorca.

Dodatno je iz rezultatov možno razbrati, da se iz preteklih vrednosti kazalnikov z nobenim trendom ne da predvideti časovne točke preloma, v kateri se rast spremeni v upadanje ali obratno. Z določitvijo trenda gibanja vrednosti kazalnikov je mogoče napovedati njihove bodoče vrednosti kolikor toliko natančno le, če se bo trend njihovih dejanskih vrednosti v bodočnosti nadaljeval vsaj približno v isti smeri, kot se je do sedaj. Vsaj v mojem primeru so kazalniki dobičkonosnosti dosegli slabšo točnost napovedi kot ostali kazalniki. Vseeno bi se odločil za izbiro linearnega trenda kot najbolj zanesljivega, čeprav ni bil prepričljivo najboljši.

Moje magistrsko delo potrjuje trditve finančnih analitikov, da iz pretekle uspešnosti podjetja ni mogoče zanesljivo sklepati na njegovo bodočo uspešnost, vsaj ne z metodami, ki sem jih uporabil. Ugotavljam, da je šibkost uporabljene analize v tem, da obravnava kazalnike neodvisno enega od drugega, kar v stvarnosti ne drži. Skoraj vsaka sprememba v podjetju ima širši vpliv na njegovo bodočo uspešnost, kot ga lahko pokaže posamezen kazalnik.

Če se na koncu vprašam, kateri način je najboljši za predvidevanje bodoče uspešnosti poslovanja podjetja, lahko iz objavljenih znanstvenih raziskav sklepam, da so to modeli, ki kazalnikov ne obravnavajo posamično, kot sem jih jaz v magistrskem delu, ampak upoštevajo njihov medsebojni vpliv in soodvisnost, za to pa uporabljajo metodo multivariatne diskriminantne analize.

Primer take raziskave je povzet v članku treh raziskovalcev (Fazlzadeh, A., Mohammadzadeh, P., & Sheikhi, M., 2012), ki so raziskovali, ali je možno napovedati krizo v podjetju na podlagi njegovih računovodskih izkazov. V raziskavi so obravnavali vzorec 100 industrijskih podjetij, izračunali 64 različnih kazalnikov in za končno analizo uporabili Altmanov model. Ugotovili so, da je možno z več kot 80 % verjetnosti napovedati, ali se bo podjetje v naslednjem letu znašlo v krizi. Po njihovem mnenju so najbolj pomembni kazalniki finančni kazalniki, kazalniki vzvoda in kazalniki aktivnosti (Fazlzadeh et al., 2012, str. 67).

LITERATURA IN VIRI

1. Analysis and Use of Financial Statements. (2014). Najdeno 2. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.academia.edu/8557268/Analysis_and_Use_of_Financial_Statements
2. Benedik, B. (2003). *Ugotavljanje uspešnosti podjetij z računovodskimi in finančnimi kazalniki* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Bergant, Ž. (1997). Izrazna moč računovodskih izkazov. *Zbornik XXIX. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah* (str. 365–379). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
4. Bergant, Ž. (2013). *Analiza poslovanja od teorije do prakse (računovodski in finančni vidiki)*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo.
5. Bernstein, L. A. (1989). *Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation* (4th ed.). Homewood: Irwin.
6. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2005). *Investments* (6th ed.). New York: McGraw-Hill, Inc.
7. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments* (9th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
8. Bragg, S. M. (2007). *Financial Analysis: A Controller's Guide* (2nd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
9. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin, Inc.
10. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2005). *Financial Management: Theory and Practice* (11th ed.). Mason: Thomson South-Western.
11. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2013). *Intermediate Financial Management* (11th ed.). Mason: South-Western, Cengage Learning.
12. Burns, D. C., Sale, J. T., & Stephan, J. A. (2008). A Better Way to Gauge Profitability: Systematic ratio analysis using the Advanced DuPont model. *Journal of Accountancy*, 38–42.
13. Costales, S. B., & Szurovy, G. (1994). *The Guide to Understanding Financial Statements* (2nd ed.). New York: McGraw-Hill, Inc.
14. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
15. Daves, P. R., Ehrhardt, M. C., & Shrieves, R. E. (2004). *Corporate Valuation: A Guide for Managers and Investors*. Mason: Thomson South-Western.
16. Duhovnik, M. (2013). *Finančna analiza računovodskih izkazov. Gradivo za predmet Poslovne finance in finančno analiziranje*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
17. Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2003). *Financial Management and Analysis* (2nd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

18. Fazlzadeh, A., Mohammadzadeh, P., & Sheikhi, M. (2012). Evaluation of the Financial Ratio Capability to Predict the Financial Crisis of Companies. *The IUP Journal of Behavioral Finance*, IX(1), 57–69.
19. Fields, E. (2002). *The Essentials of Finance and Accounting for Nonfinancial Managers*. New York: AMACOM, American Management Association.
20. Filbeck, G., Louie, K., & Xin, Z. (2013). The Impact of the Euro Crisis on the Financial Performance of European and North American Firms. *International Journal of Finance & Economics*, 19, 173–187.
21. Fraser, L. M., & Ormiston, A. (2013). *Understanding Financial Statements* (10th ed.). Harlow: Pearson Education Limited.
22. Fridson, M., & Alvarez, F. (2002). *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide* (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
23. Friedlob, G. T., & Schleifer, L. L. F. (2003). *Essentials of Financial Analysis*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
24. Gibson, C. H. (2011). *Financial Statement Analysis* (12th ed.). Norwalk: South-Western, Cengage Learning.
25. Giroux, G. A. (2003). *Financial Analysis: A User Approach*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
26. Gitman, L. J. (2006). *Managerial Finance* (11th ed.). Boston: Pearson/Addison-Wesley.
27. GlaxoSmithKline plc. (b.l.). *About us / GSK*. Najdeno 28. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.gsk.com/en-gb/about-us/>
28. GlaxoSmithKline plc. (2009). *Annual Report 2008*. Najdeno 29. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.gsk.com/media/279935/annual-report-2008.pdf>
29. GlaxoSmithKline plc. (2010). *Annual Report 2009*. Najdeno 28. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.gsk.com/media/279942/annual-report-2009.pdf>
30. GlaxoSmithKline plc. (2011). *Annual Report 2010*. Najdeno 28. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.gsk.com/media/279952/annual-report-2010.pdf>
31. GlaxoSmithKline plc. (2012). *Annual Report 2011*. Najdeno 28. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.gsk.com/media/325141/annual-report-2011.pdf>
32. GlaxoSmithKline plc. (2013). *Annual Report 2012*. Najdeno 28. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.gsk.com/media/279963/annual-report-2012.pdf>
33. GlaxoSmithKline plc. (2014). *Annual Report 2013*. Najdeno 5. maja 2014 na spletnem naslovu <https://www.gsk.com/media/325156/annual-report-2013.pdf>
34. GlaxoSmithKline plc. (2015). *Annual Report 2014*. Najdeno 4. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.gsk.com/media/603031/annual-report-2014.pdf>
35. Hagel, J. III., Brown, J. S., & Davison, L. (2010). The Best Way to Measure Company Performance. *Harvard Business Review*, 89, 1–4. Najdeno 17. maja 2016 na spletnem naslovu <https://hbr.org/2010/03/the-best-way-to-measure-compan.html>
36. Helfert, E. A. (2001). *Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide for Managers*. New York: McGraw-Hill Irwin, Inc.

37. Higgins, R. C. (2012). *Analysis for Financial Management* (10th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin, Inc.
38. Holmes, G., Sugden A., Gee, P., Vrankar, M., Hribar, V., Šribar, M., & Hauptman, M. (2002). *Interpretacija poslovnih poročil in računovodskih izkazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
39. Igličar, A. (2009). Računovodski izkazi in njihova analiza. Gradivo za gostujoče predavanje pri predmetu Finance. Najdeno 27. septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.pf.uni-lj.si/media/simoneti.gradivo.2009.pdf>
40. Igličar, A., Hočevnar, M., & Zaman G. M. (2013). *Uvod v računovodstvo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Koletnik, F. (1997). *Analiziranje računovodskih izkazov (bilanc)*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
42. Kaur, I. (2015). Early Warning System of Currency Crisis: Insights from Global Financial Crisis 2008. *The IUP Journal of Applied Economics*, XIV(1), 69–83.
43. Košir, A. (2003). *Sistem kazalnikov za presojanje uspešnosti poslovanja v podjetju Telekom Slovenija* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
44. Lermack, H. B. (2003). Steps to a Basic Company Financial Analysis. Najdeno 18. junija 2014 na spletnem naslovu http://faculty.philau.edu/lermack/financial_analysis.htm
45. Lucouw, P. (2013). Interpreting Financial Statements. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2(1), 69–76.
46. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
47. Mramor, D. (1997). Nekateri elementi analize vrednostnih papirjev podjetij. *Zbornik XXIX. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah* (str. 389–402). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
48. Mramor, D. (1999a). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
49. Mramor, D. (1999b). Sodobna finančna analiza podjetja. *Zbornik XXXI. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah* (str. 327–338). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
50. Odar, M., Hieng, R., Koželj, S., Prusnik, M., & Zupančič, V. (2011). *Finančno računovodstvo za družbe*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
51. Pahor, M. (1999). Zveza med plačilno sposobnostjo oziroma dobičkonosnostjo in finančnimi kazalci. *Zbornik XXXI. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah* (str. 357–365). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
52. Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). New York: McGraw-Hill, Inc.
53. Peršak, C. (1998). *Finančna analiza podjetja*. Ljubljana: Podjetnik. Najdeno 30. aprila 2014 na spletnem naslovu

- <http://www.podjetnik.si/clanek/financna-analiza-podjetja-19981003>
54. Peterson D. P. (2006). *Financial Ratio Analysis*. Najdeno 12. avgusta 2015 na spletnem naslovu http://educ.jmu.edu/~drakepp/principles/module2/fin_rat.pdf
 55. Pfajfar, L., & Arh, F. (2004). *Statistika 1. Študij na daljavo. Zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 56. Prusnik, M. (1997). *Finančna analiza in napovedovanje uspešnosti poslovanja slovenskih podjetij* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 57. Pučko, D. (2006). *Analiza poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 58. Rebernik, Miroslav. (1995). *Ekonomika podjetja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
 59. Rees, B. (1995). *Financial Analysis* (2nd ed.). Hemel Hempstead: Prentice Hall International (UK) Limited.
 60. Repovž, L., & Peterlin, J. (2000). *Financiranje*. Koper: Visoka šola za management.
 61. Robinson, T. R., Henry, E., Pirie, W. L., & Broihahn, M. A. (2015). *International Financial Statement Analysis* (3rd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
 62. Rolls-Royce Group plc. (b.l.). *About-Rolls-Royce*. Najdeno 28. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.rolls-royce.com/about.aspx>
 63. Rolls-Royce Group plc. (2009). *Annual Report 2008*. Najdeno 29. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.rolls-royce.com/~media/Files/R/Rolls-Royce/documents/investors/annual-reports/2008-plc-annual-report-tcm92-11543.pdf>
 64. Rolls-Royce Group plc. (2010). *Annual Report 2009*. Najdeno 29. oktobra 2013 na spletnem naslovu http://ar.rolls-royce.com/2009/img/downloads/RR_full_annual_report_2009.pdf
 65. Rolls-Royce Group plc. (2011). *Annual Report 2010*. Najdeno 29. oktobra 2013 na spletnem naslovu http://ar.rolls-royce.com/2010/img/downloads/RR_full_AR_2010.pdf
 66. Rolls-Royce Holdings plc. (2012). *Annual Report 2011*. Najdeno 29. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.google.com/search?q=rolls-royce+group+plc+annual+report+2008&ie=utf-8&oe=utf-8#q=rolls-royce+group+plc+annual+report+2011&start=10>
 67. Rolls-Royce Holdings plc. (2013). *Annual Report 2012*. Najdeno 29. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://workspace.imperial.ac.uk/ref/Public/UoA%2013B%20%20Metallurgy%20and%20Materials/Metals/B.%20Annual%20Report%20of%20RollsRoyce%20Holdings%20plc.pdf>
 68. Rolls-Royce Holdings plc. (2014). *Annual Report 2013*. Najdeno 5. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.rolls-royce.com/~media/Files/R/Rolls-Royce/documents/investors/annual-reports/rr-full%20annual%20report--tcm92-55530.pdf>
 69. Rolls-Royce Holdings plc. (2015). *Annual Report 2014*. Najdeno 4. marca 2015 na spletnem naslovu

- <http://www.rolls-royce.com/~media/Files/R/Rolls-Royce/documents/investors/annual-reports/2014-annual-report-v2.pdf>
70. Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2010). *Corporate Finance* (9th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
 71. Russel, P. (2004). Financial Statement Analysis. Najdeno 18. junija 2014 na spletnem naslovu http://faculty.philau.edu/lermack/financial_analysis.htm
 72. Slapničar, S. (2002). *Analiza računovodskih izkazov. Zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 73. Slovenski računovodski standardi. (2016). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
 74. Smiths Group plc. (b.l.). *Who we are – Smiths Group plc*. Najdeno 27. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.smiths.com/who-we-are.aspx>
 75. Smiths Group plc. (2009). *Annual Report 2008*. Najdeno 29. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.smiths.com/ar08/siteFiles/resources/pdf/SmithsAnnualReport2008.pdf>
 76. Smiths Group plc. (2010). *Annual Report 2009*. Najdeno 14. oktobra 2013 na spletnem naslovu https://www.smiths.com/siteFiles/resources/documents/smiths_ar_2009.pdf
 77. Smiths Group plc. (2011). *Annual Report 2010*. Najdeno 14. oktobra 2013 na spletnem naslovu https://www.smiths.com/siteFiles/resources/documents/smiths_ar_2010.pdf
 78. Smiths Group plc. (2012). *Annual Report 2011*. Najdeno 14. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.smiths.com/siteFiles/resources/documents/annual-report-2011.pdf>
 79. Smiths Group plc. (2013). *Annual Report 2012*. Najdeno 14. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.smiths.com/siteFiles/resources/documents/annual-report-2012.pdf>
 80. Smiths Group plc. (2014). *Annual Report 2013*. Najdeno 14. oktobra 2013 na spletnem naslovu <https://www.smiths.com/siteFiles/resources/documents/annual-report-2013.pdf>
 81. Smiths Group plc. (2015). *Annual Report 2014*. Najdeno 10. februarja 2015 na spletnem naslovu <https://www.smiths.com/siteFiles/resources/documents/annual-report-2014.pdf>
 82. Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (2009). *Financial Statement Analysis* (10th ed.). Boston: McGraw-Hill, Inc.
 83. Štamcar, S. (2009). *Primerjalna analiza uspešnosti dveh podjetij s finančnimi kazalniki in z modelom ekonomske dodane vrednosti* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomska-poslovna fakulteta.
 84. Tekavčič, M., & Megušar, A. (2002). Analiziranje uspešnosti poslovanja s pomočjo sistema med seboj povezanih kazalnikov (uporaba konkretnih podatkov podjetja s simulacijo sprememb). *Zbornik VIII. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije* (str. 21–39). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije.

85. Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M., Koželj, S., & Odar, M. (2004). *Finančno računovodstvo: splošni del*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
86. Valentinčič, A. (1999a). Analiza kazalcev poslovanja slovenskih podjetij po panogah v letih 1996 in 1997 z vidika plačilne sposobnosti podjetij. *Zbornik XXXI. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah* (str. 339–355). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
87. Valentinčič, A. (1999b). *Finančna analiza s pomočjo finančnih kazalnikov v Sloveniji. Gradivo za delavnico Analiza bilanc II*. Ljubljana: CISEF.
88. Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice* (6th ed.). Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.
89. Walsh, C. (2008). *Key Management Ratios: The 100+ ratios every manager needs to know* (4th ed.). Harlow: FT Prentice Hall.
90. Walton, P. (2000). *Financial Statement Analysis: An International Perspective*. London: Business Press/Thomson Learning.
91. White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements* (3rd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Grafikoni in tabele dejanskih vrednosti kazalnikov ter trendov njihovega gibanja za podjetje Smiths	1
Priloga 2: Grafikoni in tabele dejanskih vrednosti kazalnikov ter trendov njihovega gibanja za podjetje Rolls-Royce	19
Priloga 3: Grafikoni in tabele dejanskih vrednosti kazalnikov ter trendov njihovega gibanja za podjetje GlaxoSmithKline	35
Priloga 4: Seznam kratic in slovar slovenskih prevodov angleških izrazov	53

PRILOGA 1: Grafikoni in tabele dejanskih vrednosti kazalnikov ter trendov njihovega gibanja za podjetje Smiths

Slika 1: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja PM

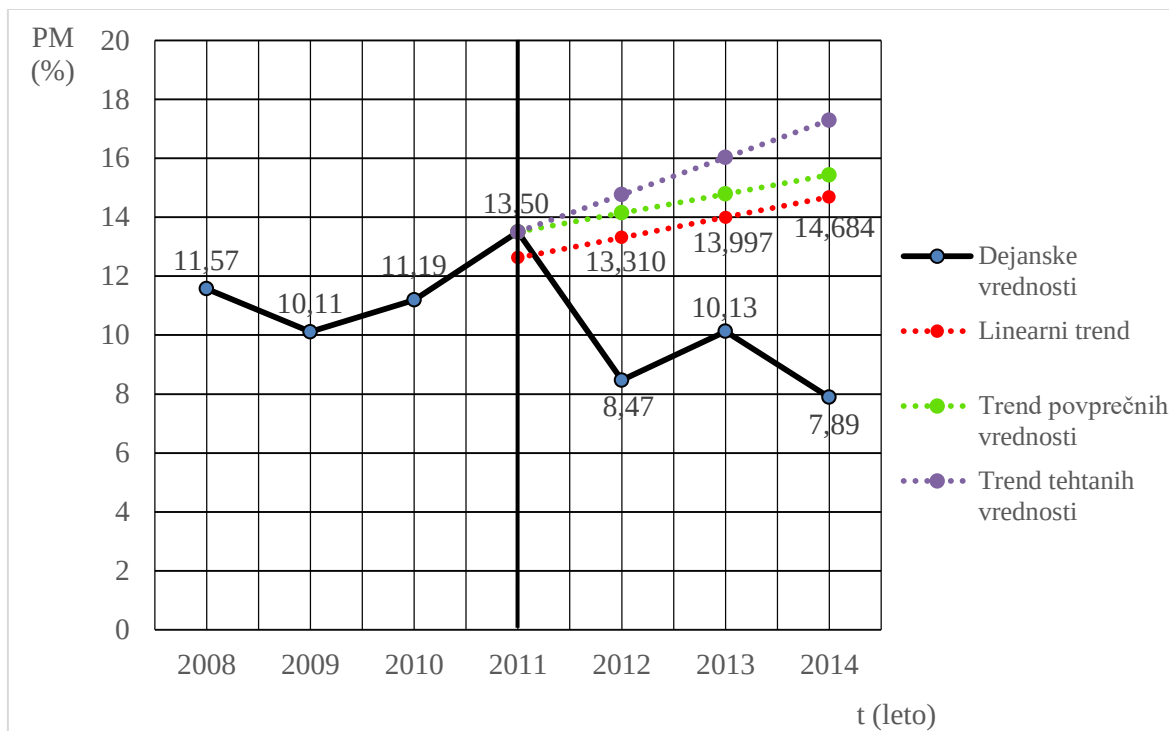


Tabela 1: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja PM od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
PM (dejanska vrednost)	8,470	10,130	7,890	
Linearni trend	13,310	13,997	14,684	1.
Trend povprečne vrednosti	14,143	14,787	15,430	2.
Trend tehtanih vrednosti	14,763	16,026	17,290	3.

Slika 2: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROE

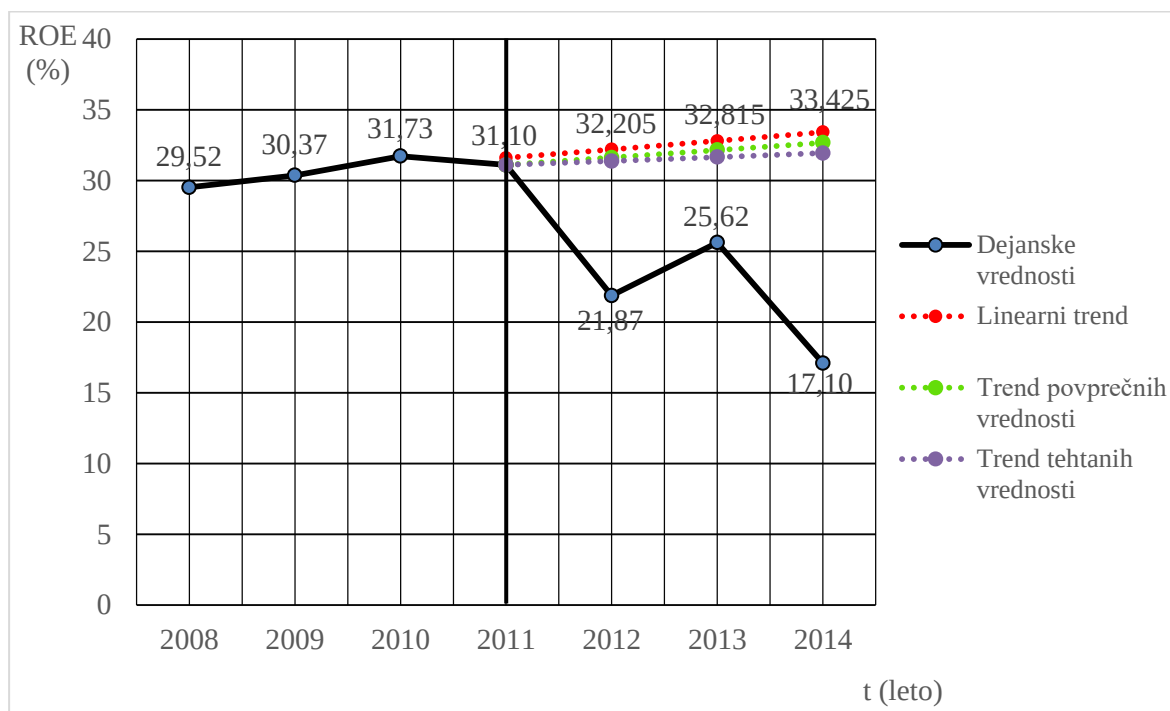


Tabela 2: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROE od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ROE (dejanska vrednost)	21,870	25,620	17,100	
Linearni trend	32,205	32,815	33,425	3.
Trend povprečne vrednosti	31,627	32,153	32,680	2.
Trend tehtanih vrednosti	31,378	31,657	31,935	1.

Slika 3: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA

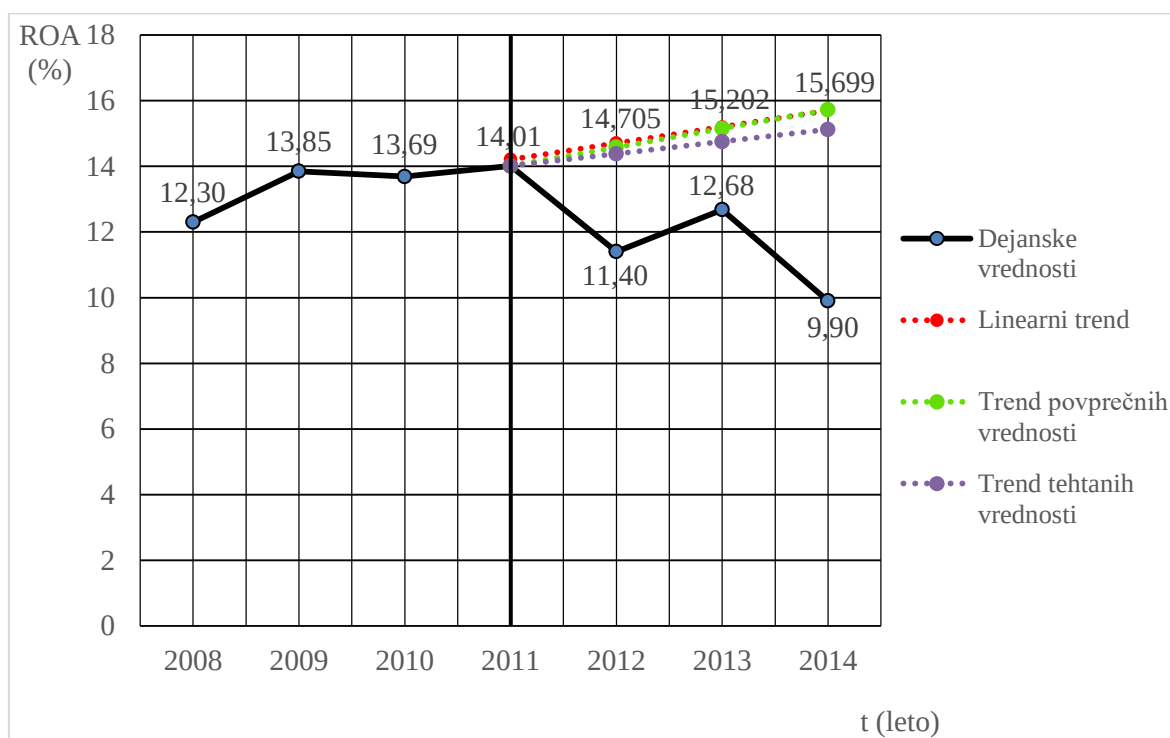


Tabela 3: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ROA (dejanska vrednost)	11,400	12,680	9,900	
Linearni trend	14,705	15,202	15,699	3.
Trend povprečne vrednosti	14,580	15,150	15,720	2.
Trend tehtanih vrednosti	14,381	14,751	15,122	1.

Slika 4: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja CR

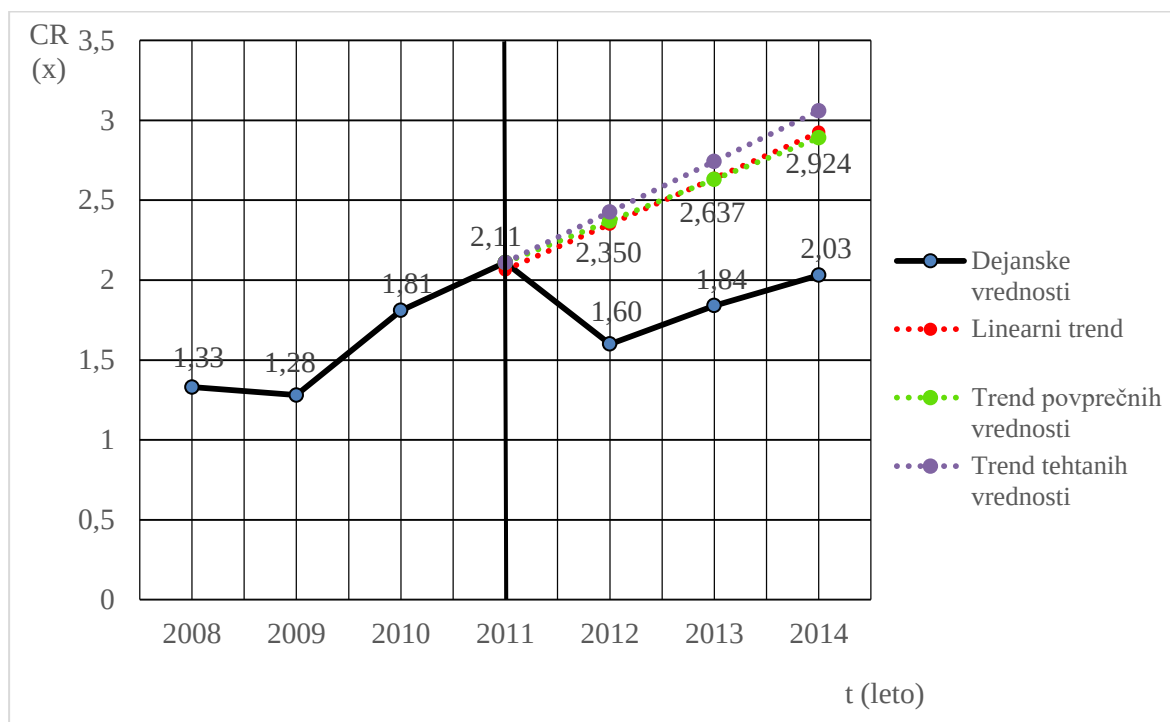


Tabela 4: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja CR od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
CR (dejanska vrednost)	1,600	1,840	2,030	
Linearni trend	2,350	2,637	2,924	2.
Trend povprečne vrednosti	2,370	2,630	2,890	1.
Trend tehtanih vrednosti	2,426	2,743	3,059	3.

Slika 5: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ATO

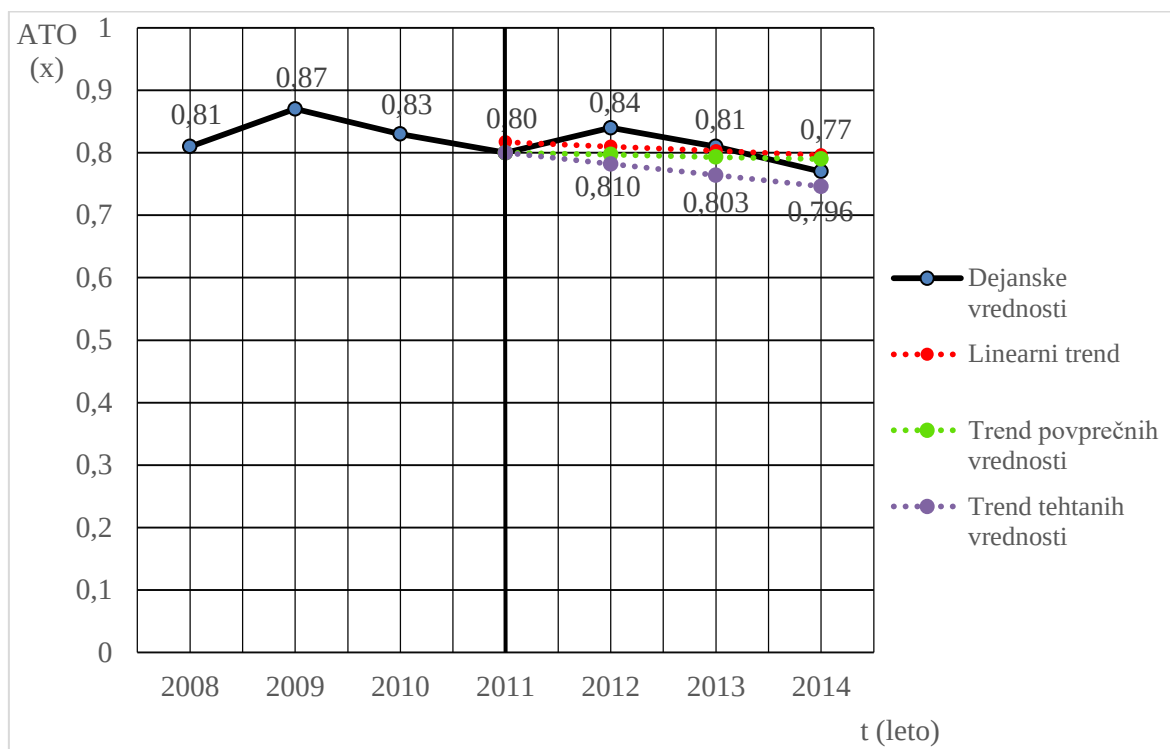


Tabela 5: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ATO od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ATO (dejanska vrednost)	0,840	0,810	0,770	
Linearni trend	0,810	0,803	0,796	1.
Trend povprečne vrednosti	0,797	0,793	0,790	2.
Trend tehtanih vrednosti	0,782	0,764	0,746	3.

Slika 6: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja IT

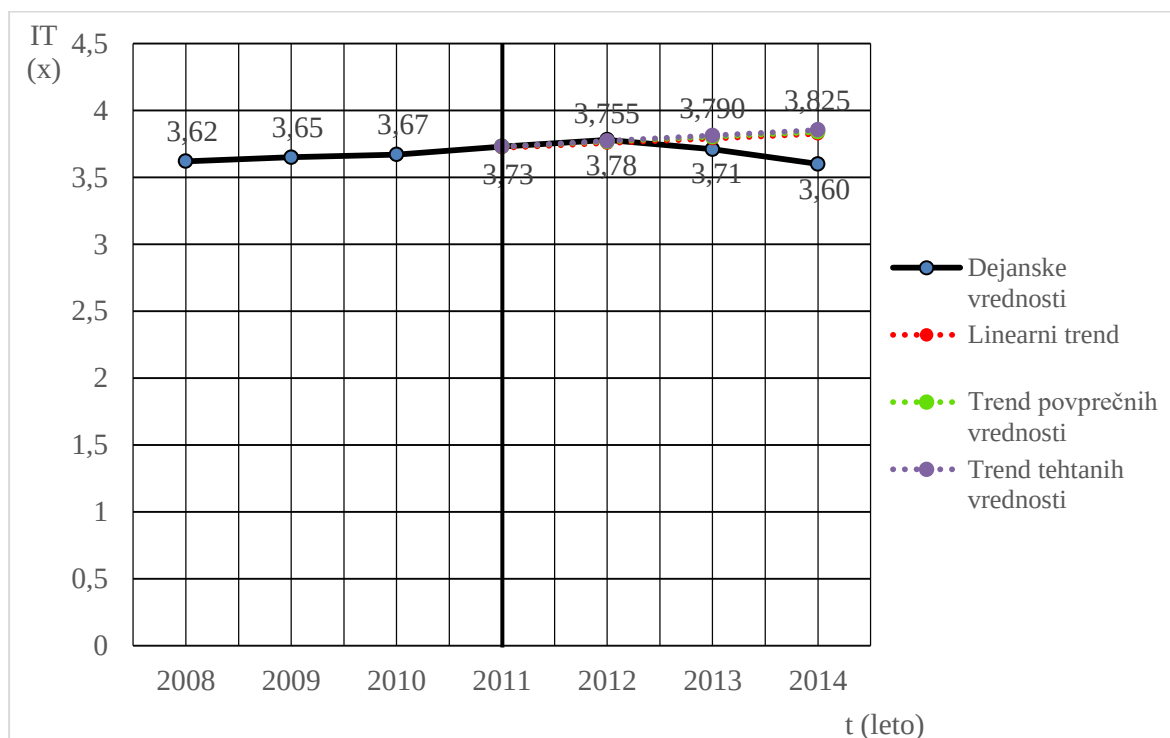


Tabela 6: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja IT od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
IT (dejanska vrednost)	3,780	3,710	3,600	
Linearni trend	3,755	3,790	3,825	1.
Trend povprečne vrednosti	3,767	3,803	3,840	2.
Trend tehtanih vrednosti	3,772	3,813	3,855	3.

Slika 7: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/E

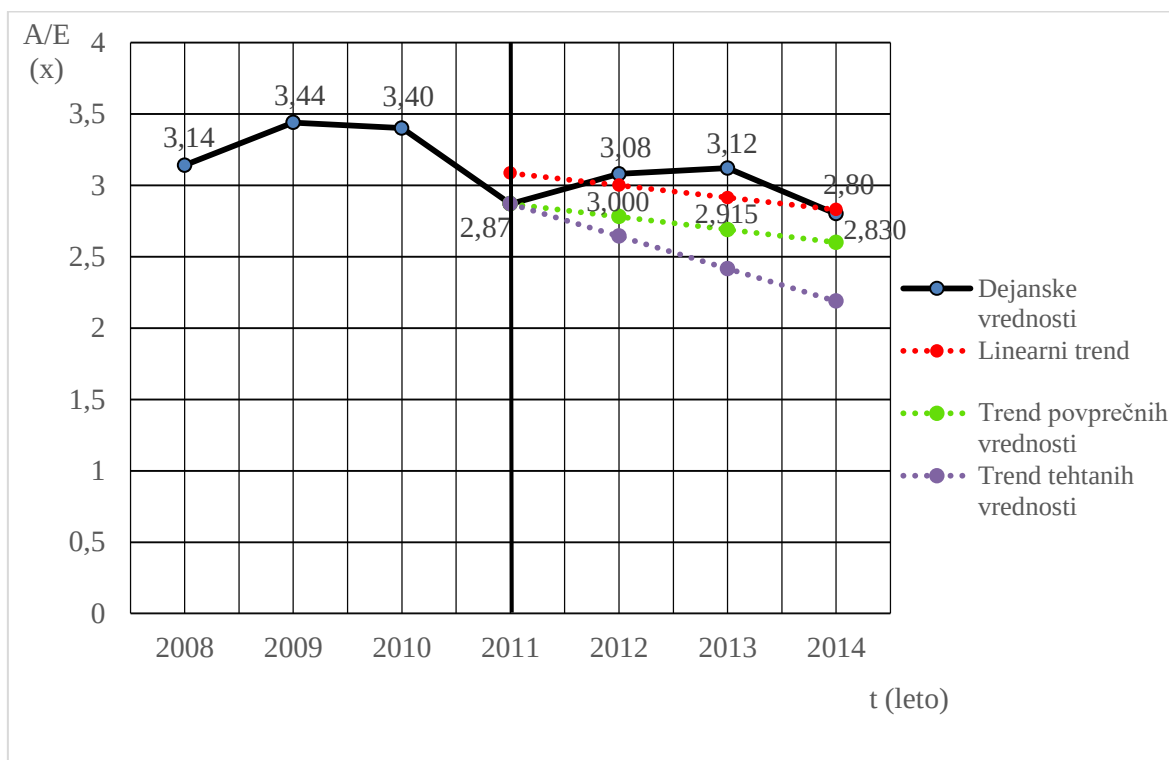


Tabela 7: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/E od 2012 do 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
A/E (dejanska vrednost)	3,080	3,120	2,800	
Linearni trend	3,000	2,915	2,830	1.
Trend povprečne vrednosti	2,780	2,690	2,600	2.
Trend tehtanih vrednosti	2,643	2,416	2,188	3.

Slika 8: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/E

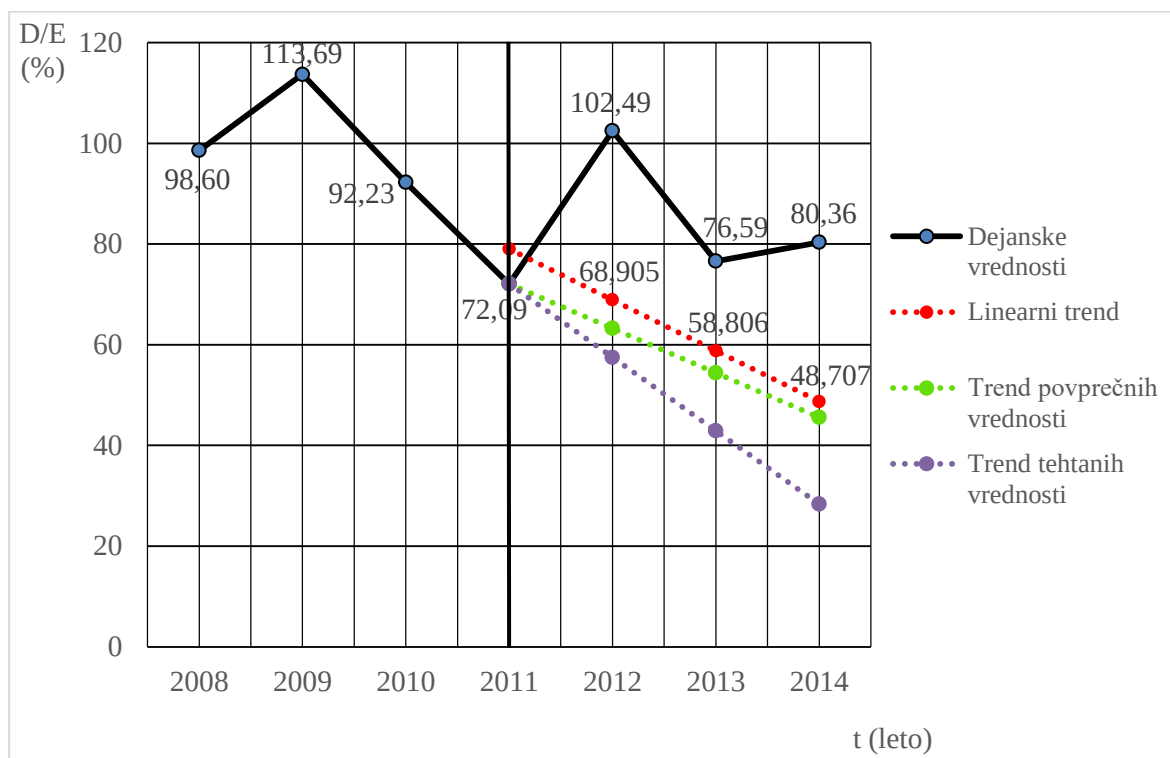


Tabela 8: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/E od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
D/E (dejanska vrednost)	102,490	76,590	80,360	
Linearni trend	68,905	58,806	48,707	1.
Trend povprečne vrednosti	63,253	54,417	45,580	2.
Trend tehtanih vrednosti	57,504	42,917	28,331	3.

Slika 9: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/A

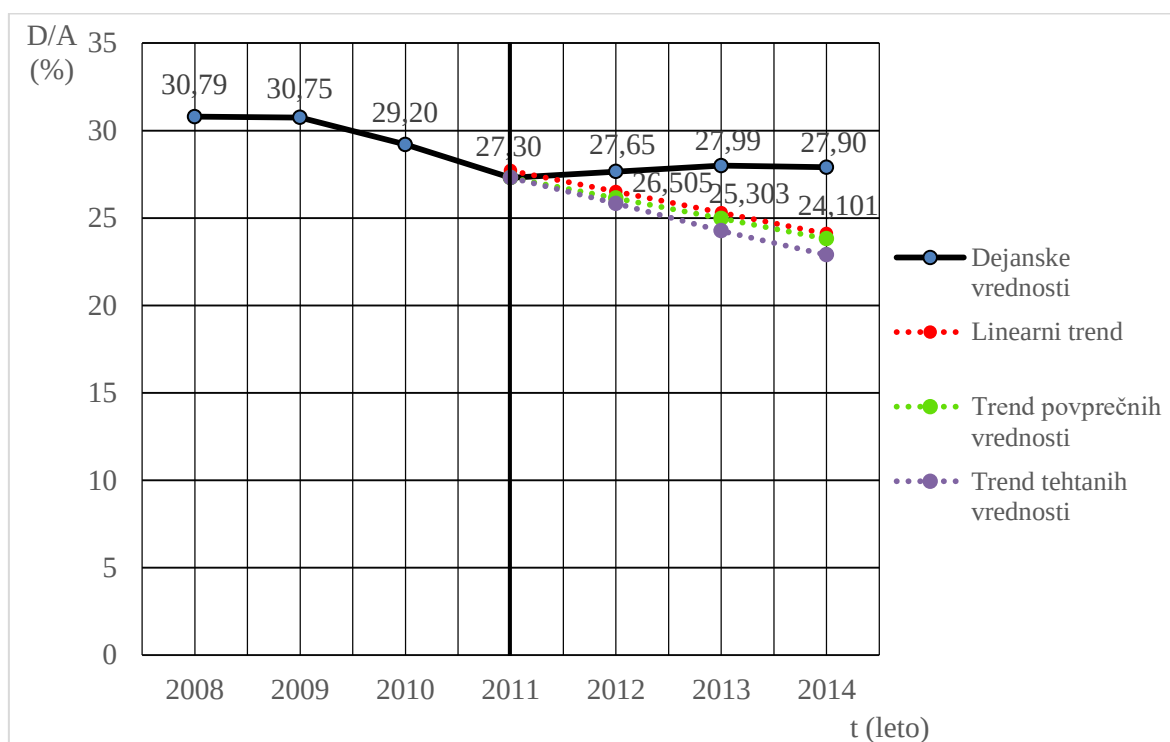


Tabela 9: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/A od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
D/A (dejanska vrednost)	27,650	27,990	27,900	
Linearni trend	26,505	25,303	24,101	1.
Trend povprečne vrednosti	26,137	24,973	23,810	2.
Trend tehtanih vrednosti	25,832	24,363	22,895	3.

Slika 10: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja L/A

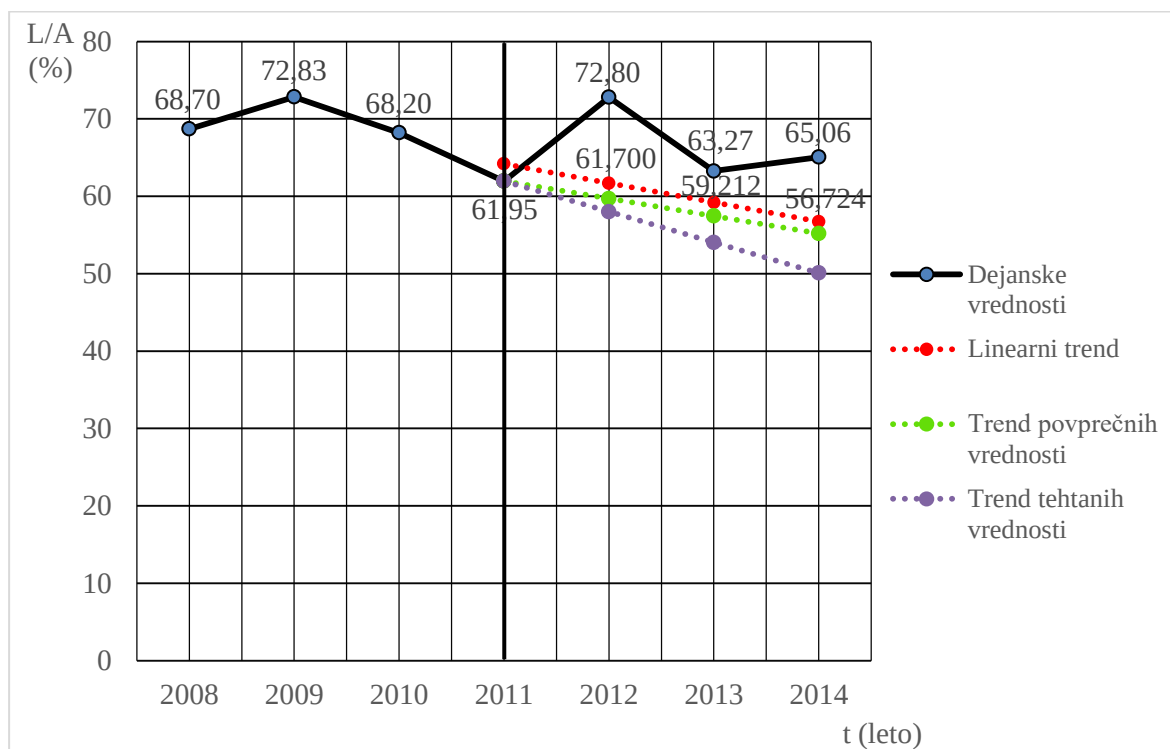


Tabela 10: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja L/A od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
L/A (dejanska vrednost)	72,800	63,270	65,060	
Linearni trend	61,700	59,212	56,724	1.
Trend povprečne vrednosti	59,700	57,450	55,200	2.
Trend tehtanih vrednosti	57,999	54,048	50,098	3.

Slika 11: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja TIE

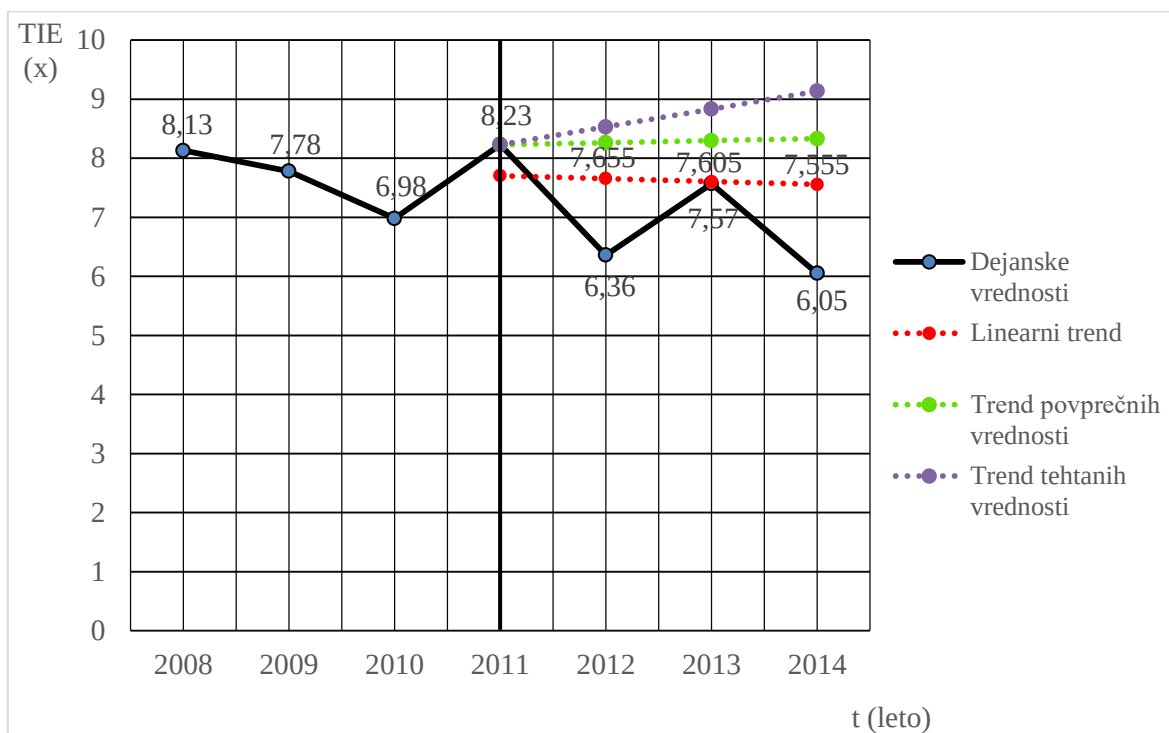


Tabela 11: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja TIE od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
TIE (dejanska vrednost)	6,360	7,570	6,050	
Linearni trend	7,655	7,605	7,555	1.
Trend povprečne vrednosti	8,263	8,297	8,330	2.
Trend tehtanih vrednosti	8,532	8,833	9,135	3.

Slika 12: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja CFO/D

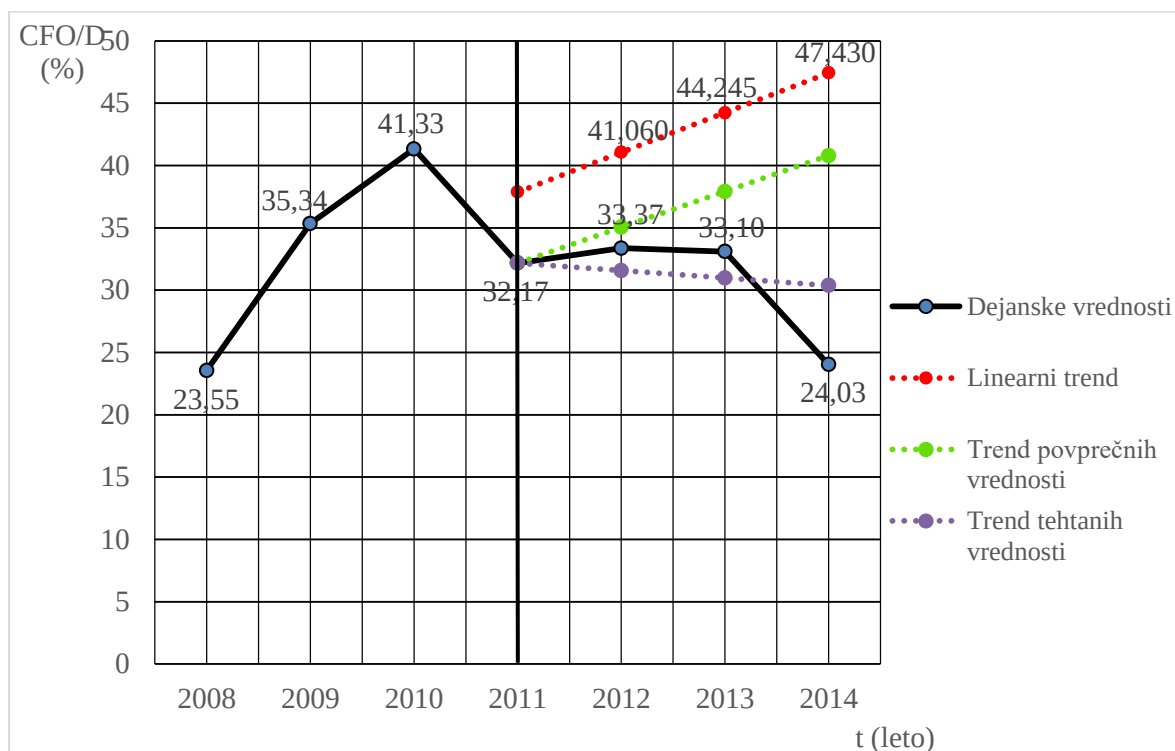


Tabela 12: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja CFO/D v letih 2012–2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
CFO/D (dejanska vrednost)	33,370	33,100	24,030	
Linearni trend	41,060	44,245	47,430	3.
Trend povprečne vrednosti	35,043	37,917	40,790	2.
Trend tehtanih vrednosti	31,571	30,972	30,373	1.

Slika 13: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/E

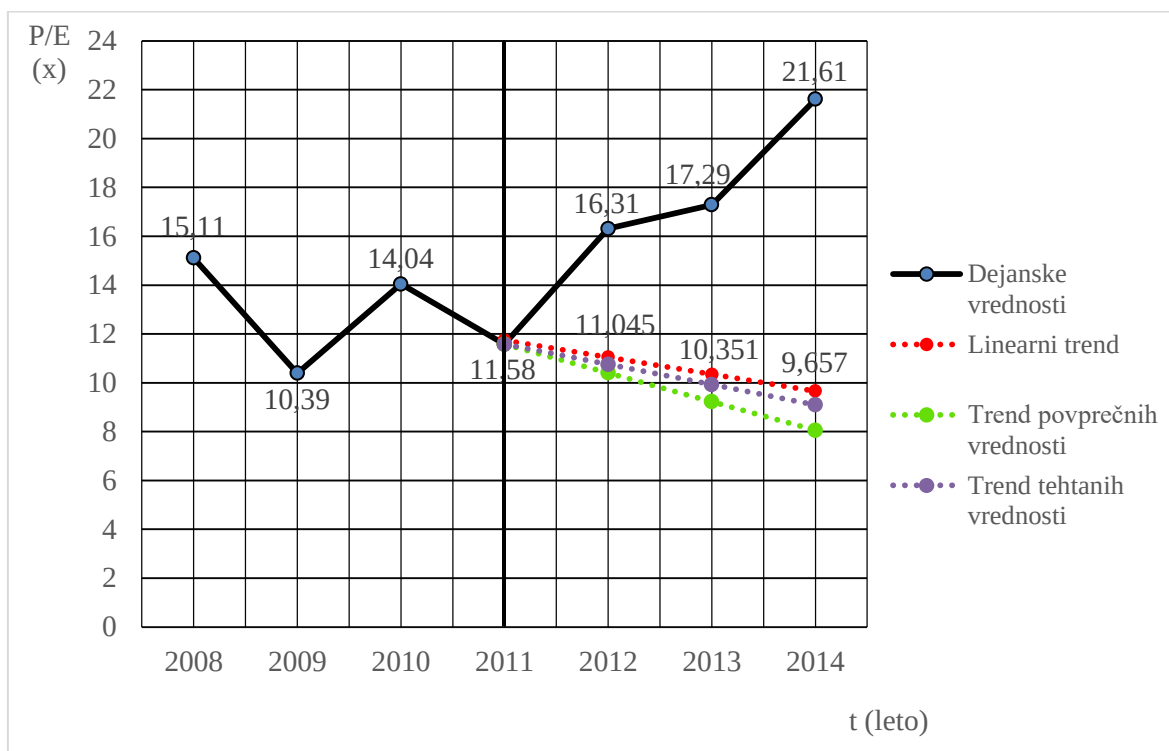


Tabela 13: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/E od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
P/E (dejanska vrednost)	16,310	17,290	21,610	
Linearni trend	11,045	10,351	9,657	1.
Trend povprečne vrednosti	10,403	9,227	8,050	3.
Trend tehtanih vrednosti	10,752	9,924	9,096	2.

Slika 14: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/B

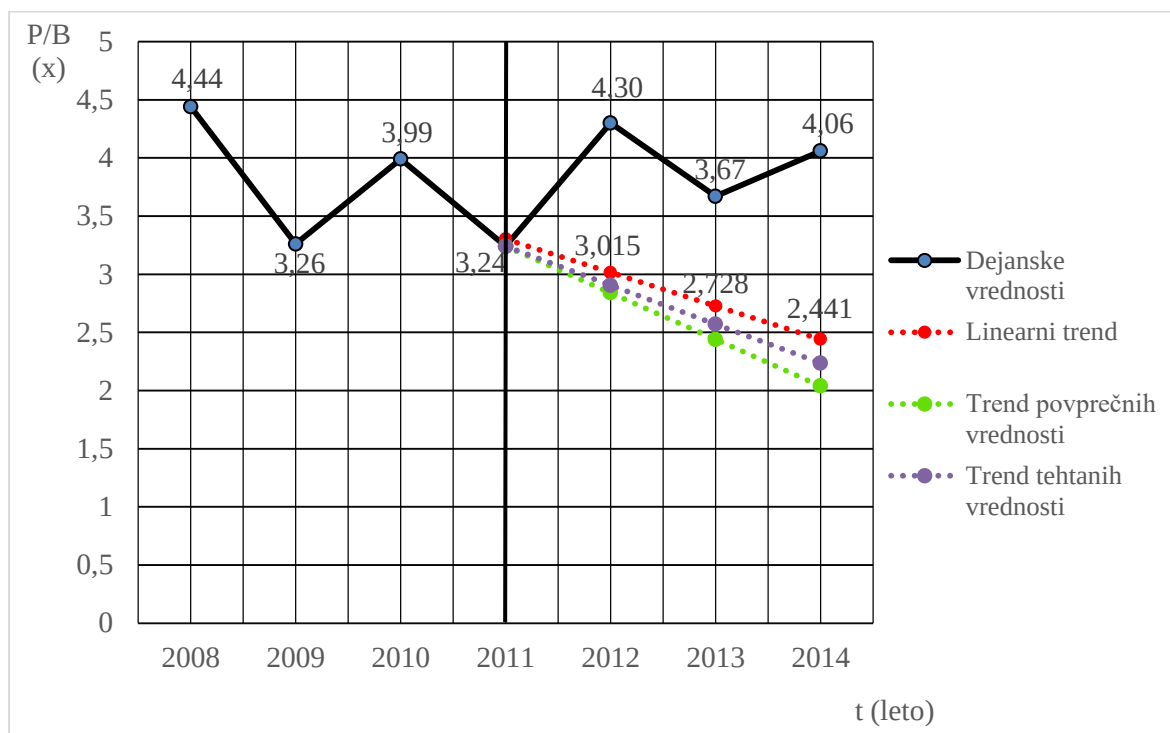


Tabela 14: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/B od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
P/B (dejanska vrednost)	4,300	3,670	4,060	
Linearni trend	3,015	2,728	2,441	1.
Trend povprečne vrednosti	2,840	2,440	2,040	3.
Trend tehtanih vrednosti	2,905	2,571	2,236	2.

Slika 15: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja DPR

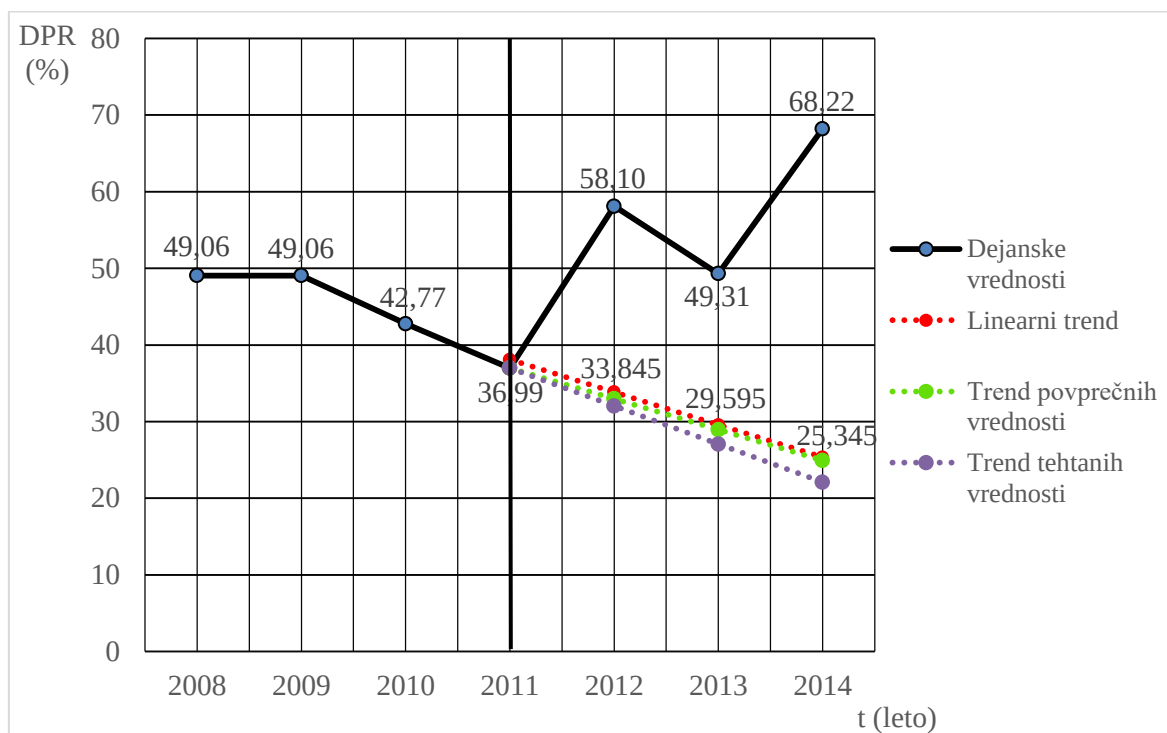


Tabela 15: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja DPR od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
DPR (dejanska vrednost)	58,100	49,310	68,220	
Linearni trend	33,845	29,595	25,345	1.
Trend povprečne vrednosti	32,967	28,943	24,920	2.
Trend tehtanih vrednosti	32,024	27,059	22,093	3.

Slika 16: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja S/W

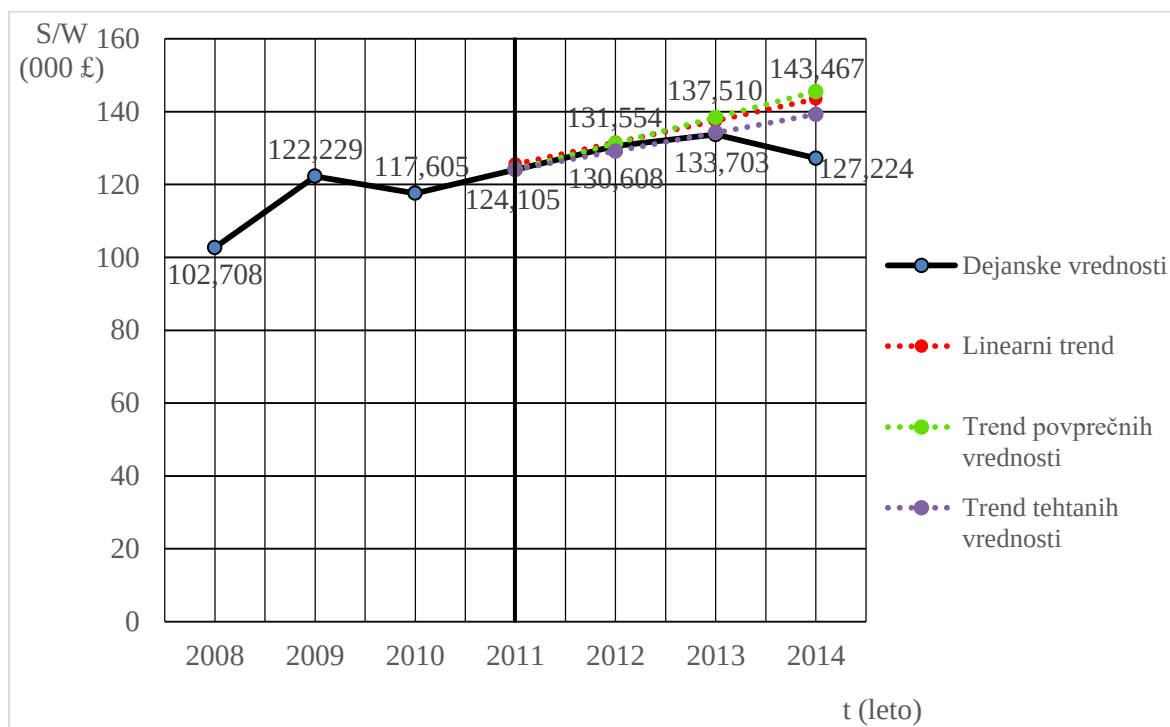


Tabela 16: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja S/W od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
S/W (dejanska vrednost)	130,608	133,703	127,224	
Linearni trend	131,554	137,510	143,467	2.
Trend povprečne vrednosti	131,237	138,370	145,502	3.
Trend tehtanih vrednosti	129,148	134,190	139,233	1.

Slika 17: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/W

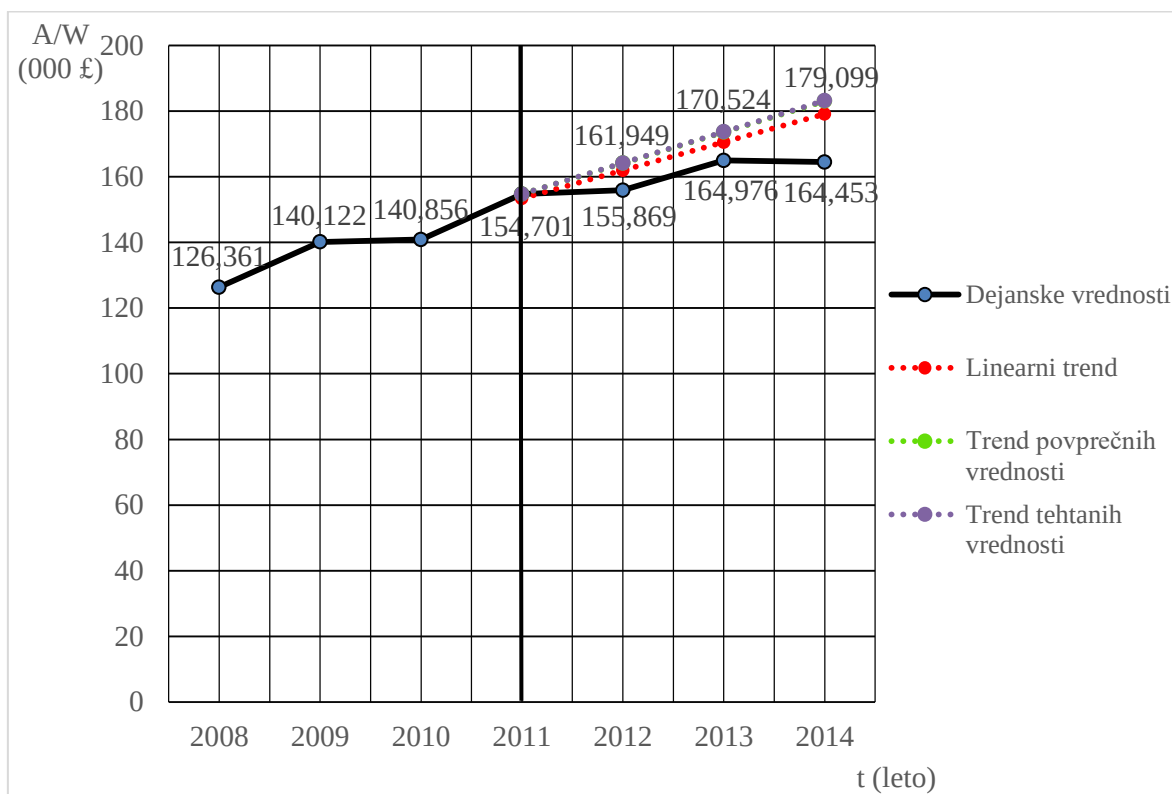


Tabela 17: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/W od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
A/W (dejanska vrednost)	155,869	164,976	164,453	
Linearni trend	161,949	170,524	179,099	1.
Trend povprečne vrednosti	164,148	173,594	183,041	2.
Trend tehtanih vrednosti	164,205	173,709	183,213	3.

Slika 18: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja KGP

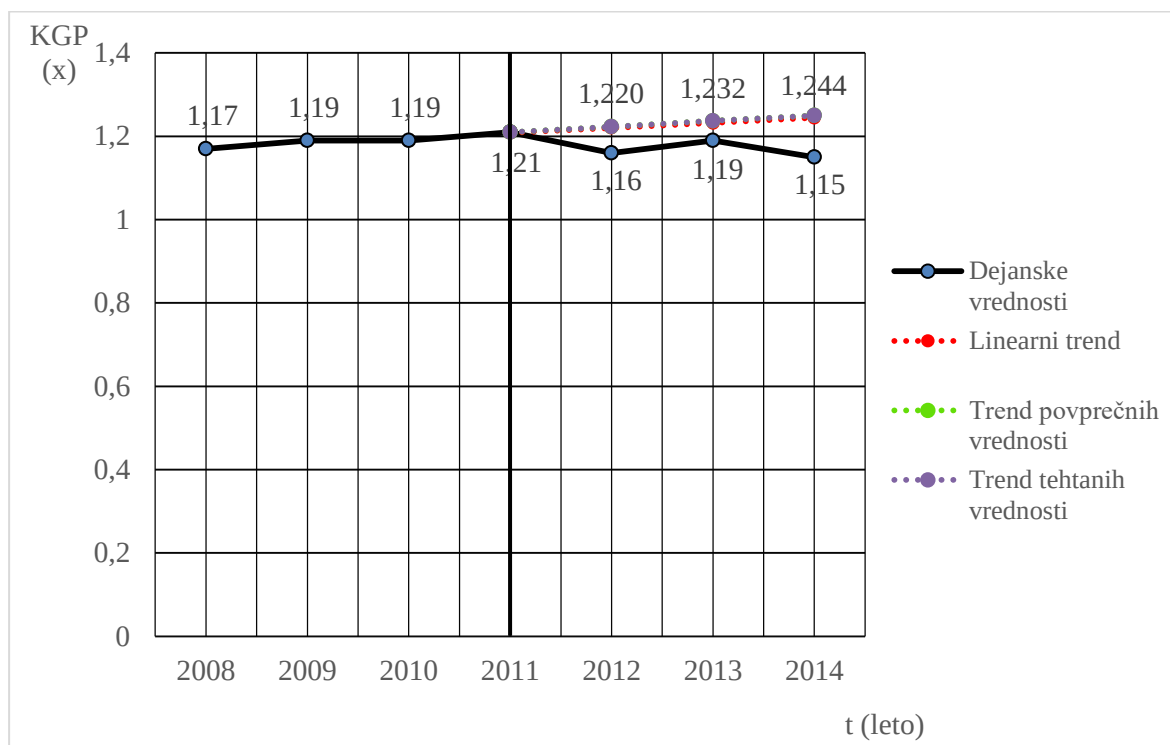


Tabela 18: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja KGP od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
KGP (dejanska vrednost)	1,160	1,190	1,150	
Linearni trend	1,220	1,232	1,244	1.
Trend povprečne vrednosti	1,223	1,237	1,250	2.
Trend tehtanih vrednosti	1,223	1,237	1,250	3.

PRILOGA 2: Grafikoni in tabele dejanskih vrednosti kazalnikov ter trendov njihovega gibanja za podjetje Rolls-Royce

Slika 19: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja PM

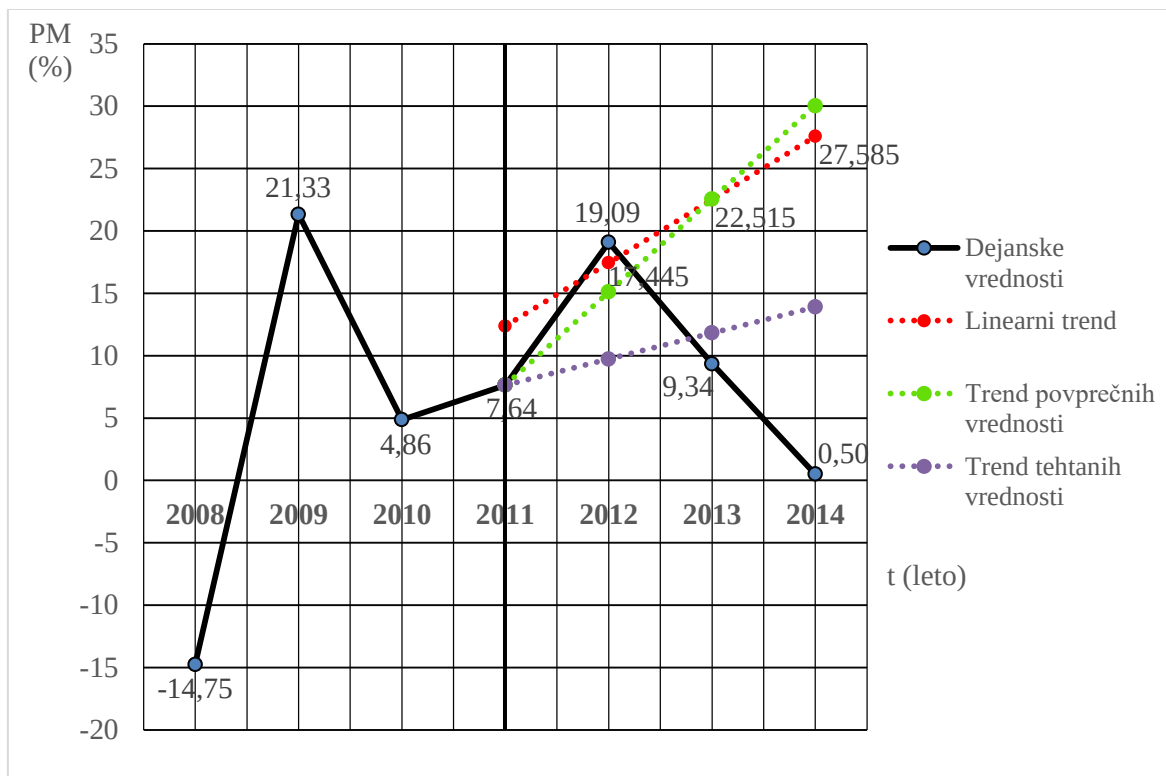


Tabela 19: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja PM od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
PM (dejanska vrednost)	19,090	9,340	0,500	
Linearni trend	17,445	22,515	27,585	2.
Trend povprečne vrednosti	15,103	22,567	30,030	3.
Trend tehtanih vrednosti	9,729	11,817	13,906	1.

Slika 20: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROE

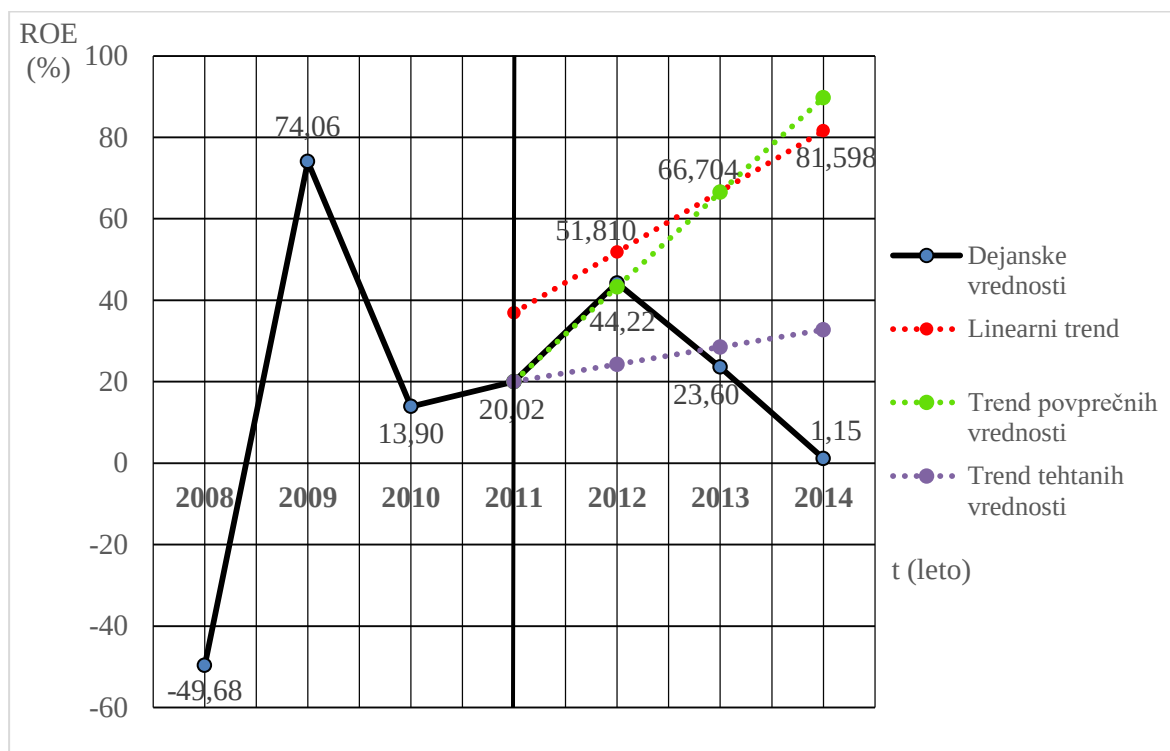


Tabela 20: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROE od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ROE (dejanska vrednost)	44,220	23,600	1,150	
Linearni trend	51,810	66,704	81,598	3.
Trend povprečne vrednosti	43,253	66,487	89,720	2.
Trend tehtanih vrednosti	24,263	28,506	32,749	1.

Slika 21: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA

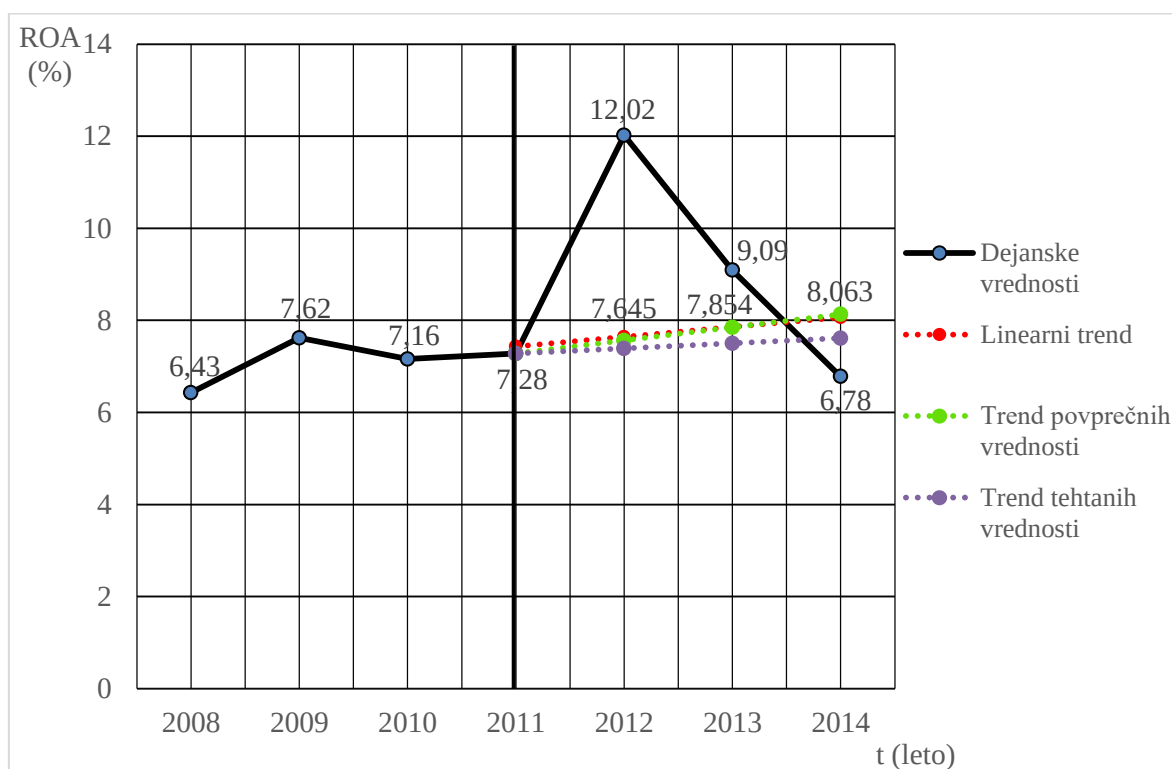


Tabela 21: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ROA (dejanska vrednost)	12,020	9,090	6,780	
Linearni trend	7,645	7,854	8,063	1.
Trend povprečne vrednosti	7,563	7,847	8,130	2.
Trend tehtanih vrednosti	7,391	7,501	7,612	3.

Slika 22: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja CR

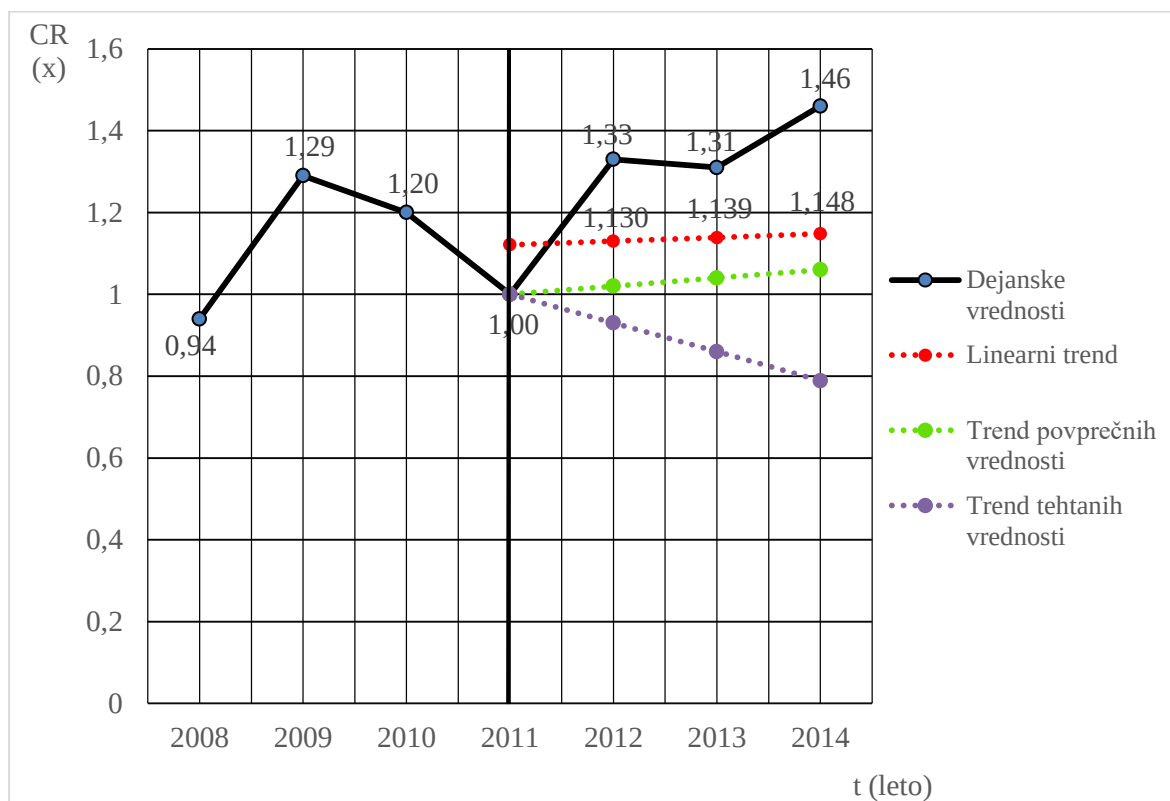


Tabela 22: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja CR od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
CR (dejanska vrednost)	1,330	1,310	1,460	
Linearni trend	1,130	1,139	1,148	1.
Trend povprečne vrednosti	1,020	1,040	1,060	2.
Trend tehtanih vrednosti	0,930	0,860	0,789	3.

Slika 23: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ATO

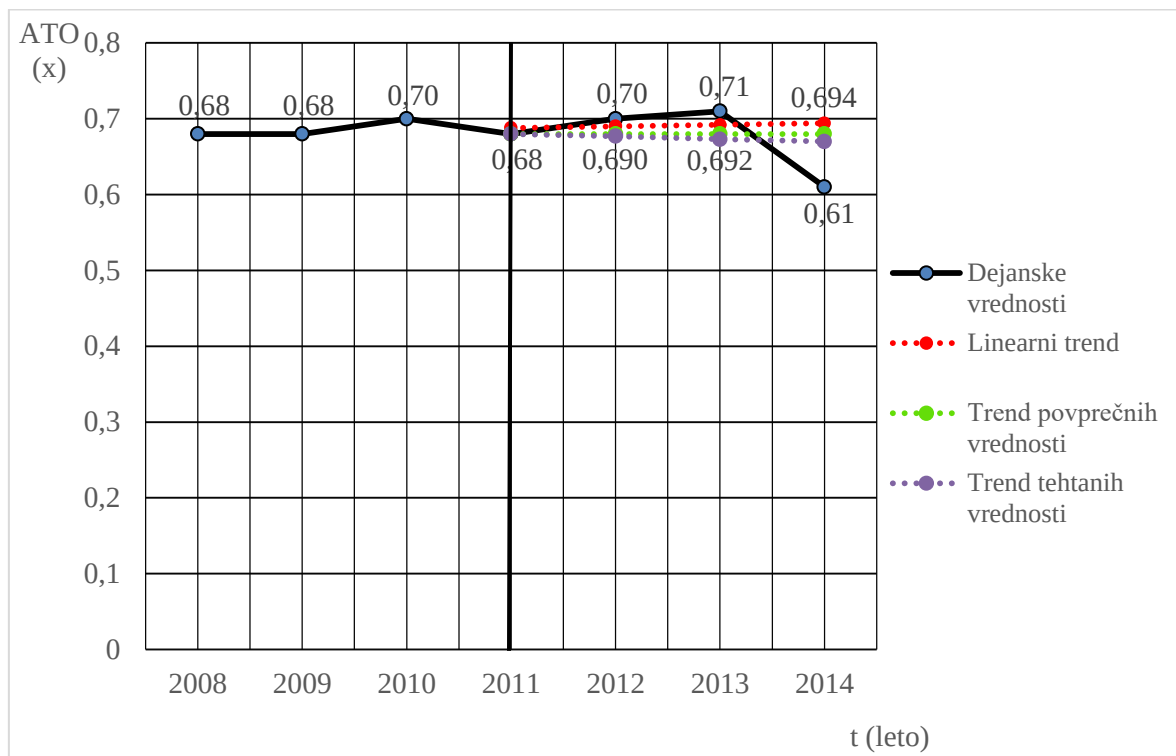


Tabela 23: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ATO od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ATO (dejanska vrednost)	0,700	0,710	0,610	
Linearni trend	0,690	0,692	0,694	3.
Trend povprečne vrednosti	0,680	0,680	0,680	2.
Trend tehtanih vrednosti	0,677	0,673	0,670	1.

Slika 24: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja IT

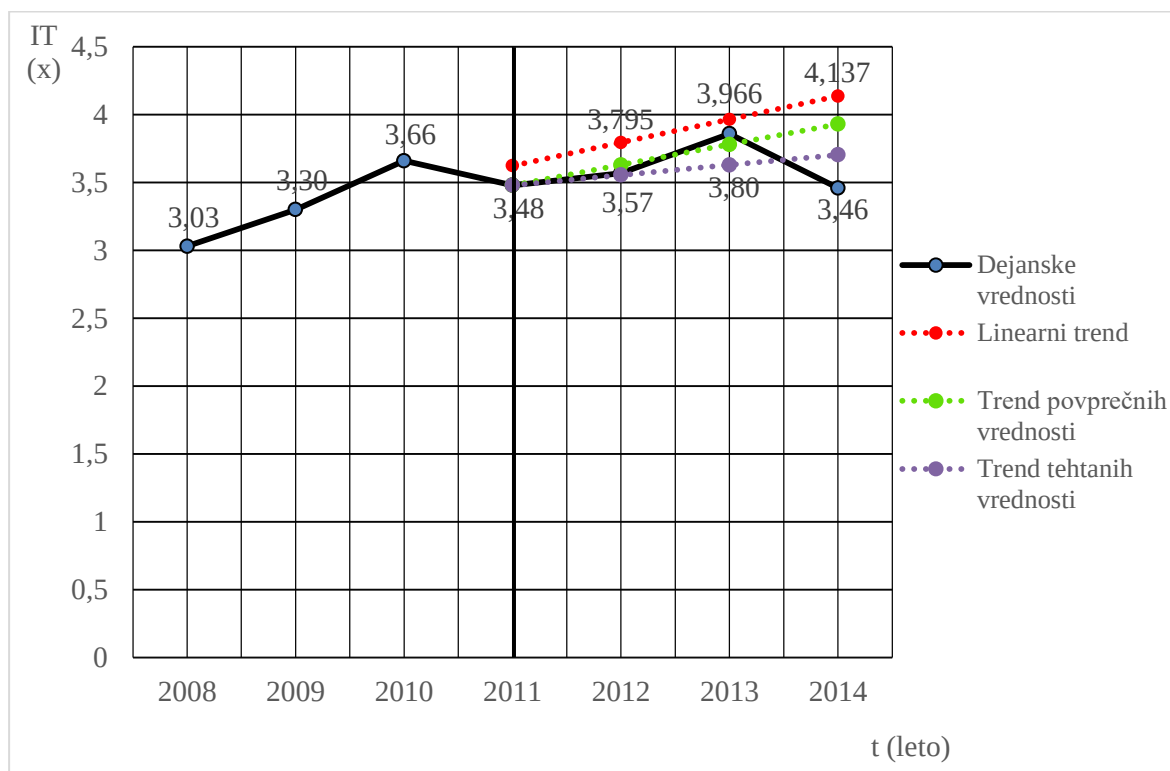


Tabela 24: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja IT od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
IT (dejanska vrednost)	3,570	3,800	3,460	
Linearni trend	3,795	3,966	4,137	3.
Trend povprečne vrednosti	3,630	3,780	3,930	2.
Trend tehtanih vrednosti	3,555	3,629	3,704	1.

Slika 25: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/E

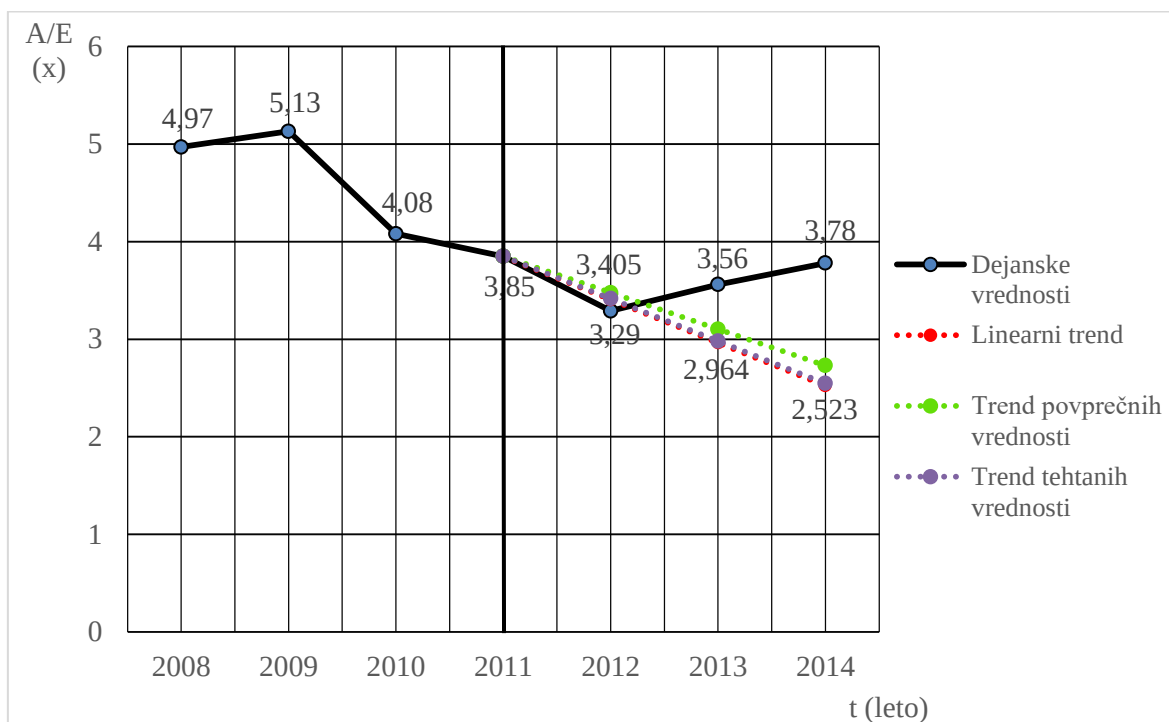


Tabela 25: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/E od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
A/E (dejanska vrednost)	3,290	3,560	3,780	
Linearni trend	3,405	2,964	2,523	3.
Trend povprečne vrednosti	3,477	3,103	2,730	1.
Trend tehtanih vrednosti	3,416	2,981	2,547	2.

Slika 26: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/E

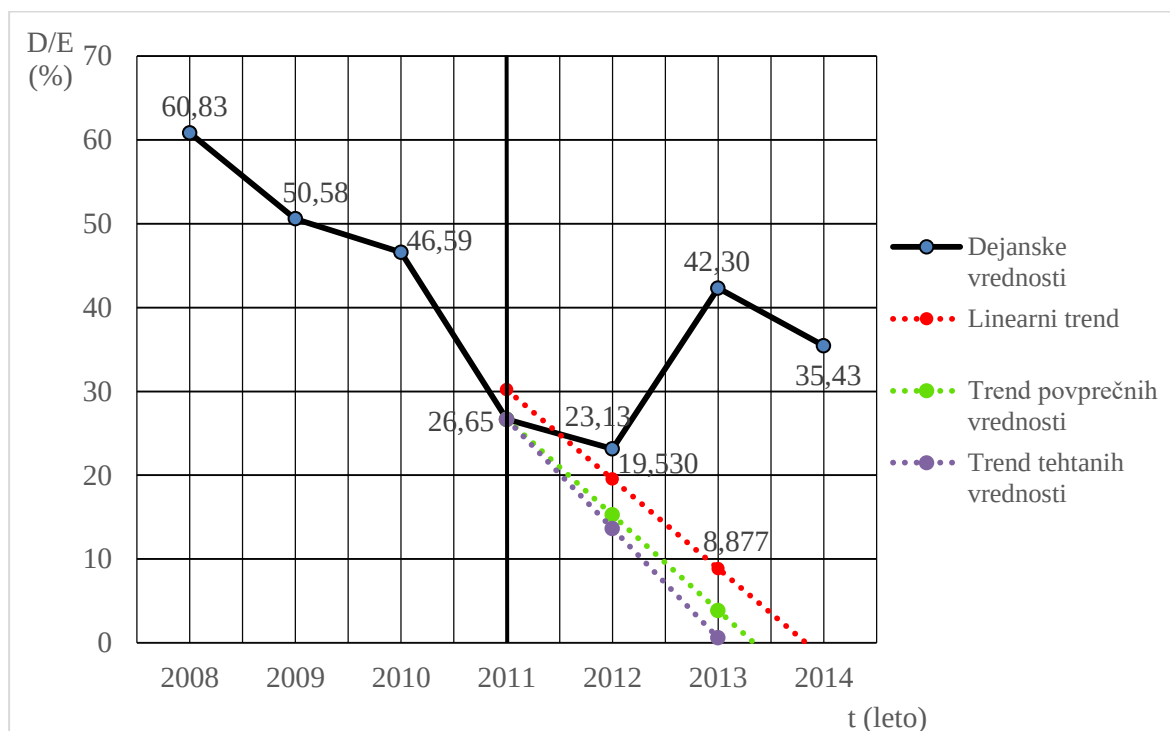


Tabela 26: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/E od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
D/E (dejanska vrednost)	23,130	42,300	35,430	
Linearni trend	19,530	8,877	-	1.
Trend povprečne vrednosti	15,257	3,863	-	2.
Trend tehtanih vrednosti	13,621	0,592	-	3.

Slika 27: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/A

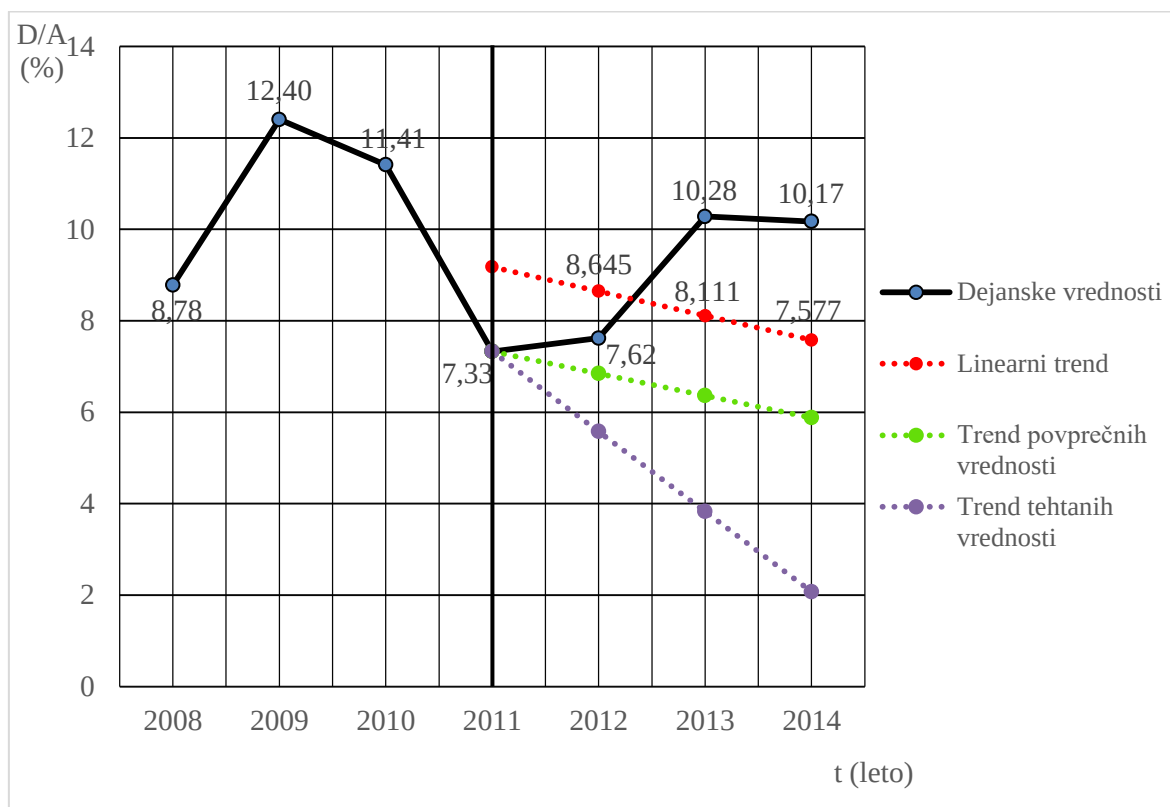


Tabela 27: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/A od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
D/A (dejanska vrednost)	7,620	10,280	10,170	
Linearni trend	8,645	8,111	7,577	1.
Trend povprečne vrednosti	6,847	6,363	5,880	2.
Trend tehtanih vrednosti	5,579	3,827	2,076	3.

Slika 28: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja L/A

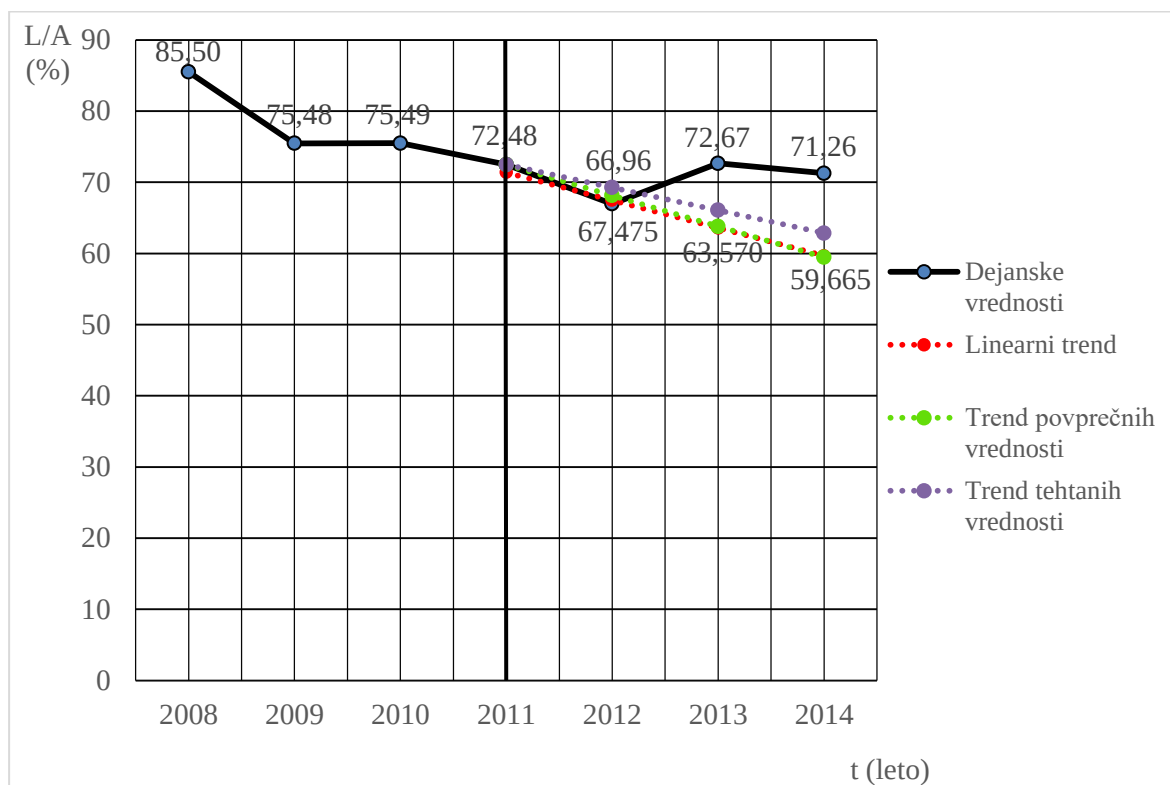


Tabela 28: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja L/A od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
L/A (dejanska vrednost)	66,960	72,670	71,260	
Linearni trend	67,475	63,570	59,665	3.
Trend povprečne vrednosti	68,140	63,800	59,460	2.
Trend tehtanih vrednosti	69,275	66,070	62,865	1.

Slika 29: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja TIE

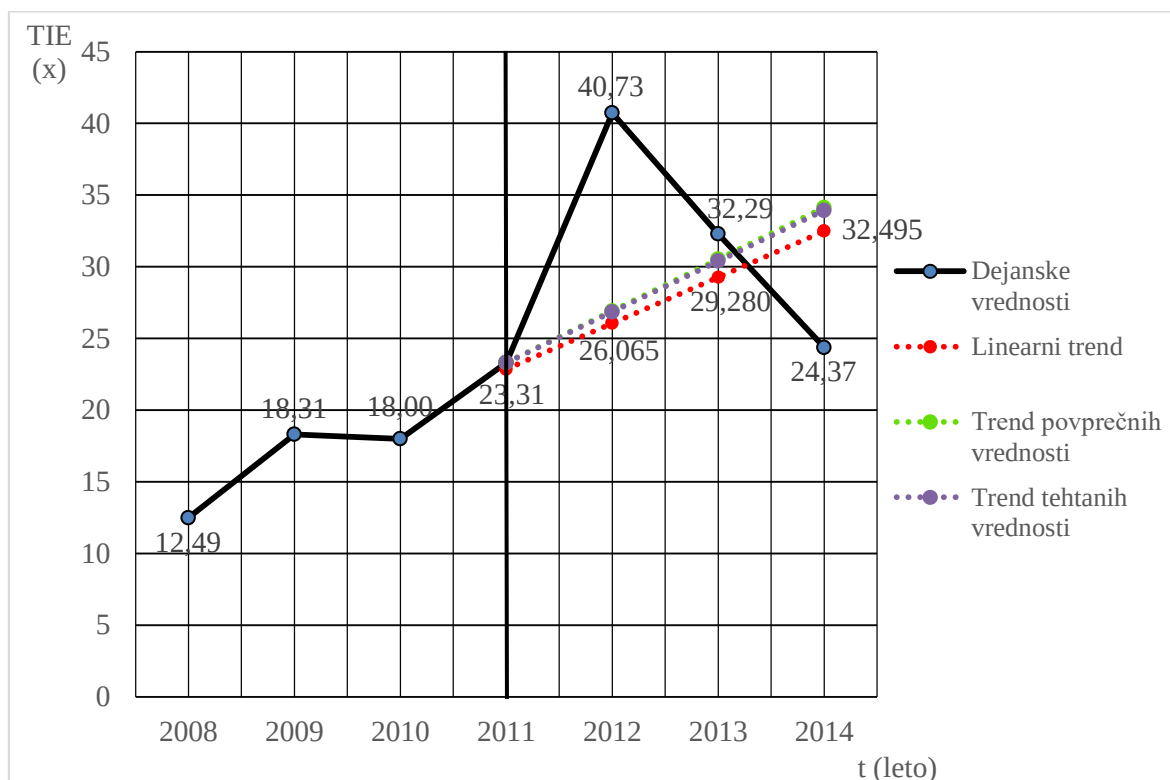


Tabela 29: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja TIE od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
TIE (dejanska vrednost)	40,730	32,290	24,370	
Linearni trend	26,065	29,280	32,495	3.
Trend povprečne vrednosti	26,917	30,523	34,130	1.
Trend tehtanih vrednosti	26,852	30,394	33,936	2.

Slika 30: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja CFO/D

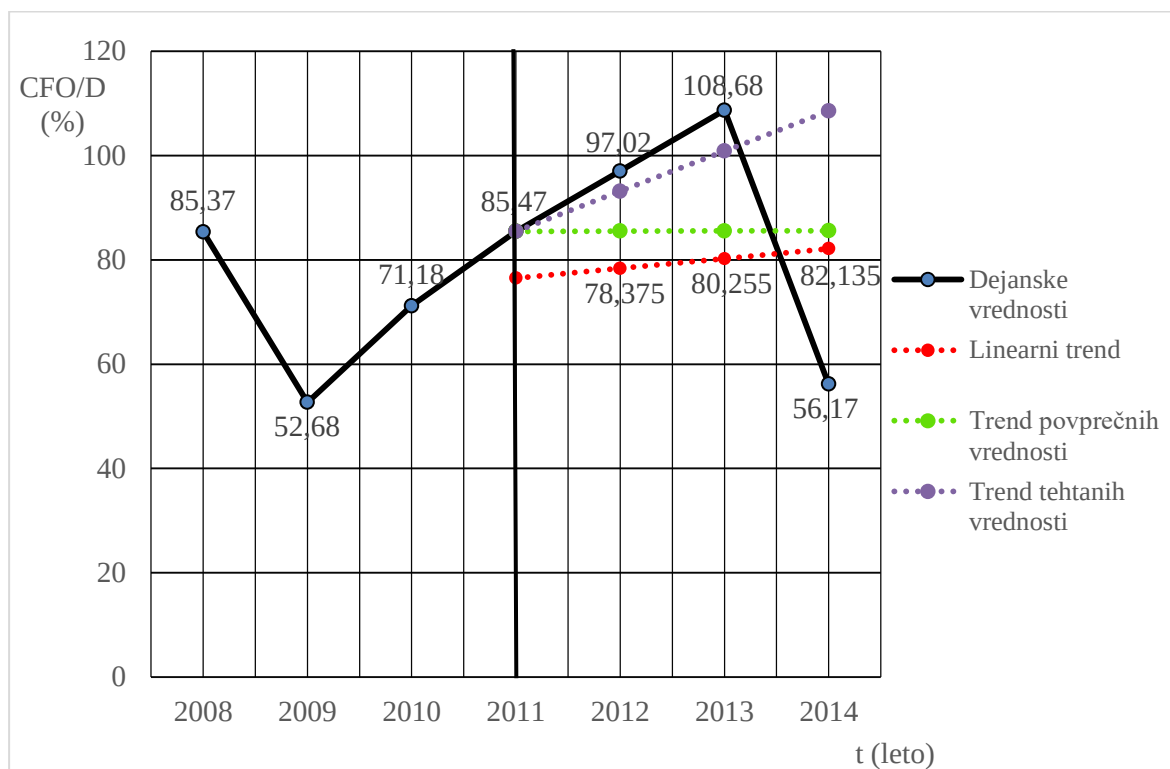


Tabela 30: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja CFO/D v letih 2012–2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
CFO/D (dejanska vrednost)	97,020	108,680	56,170	
Linearni trend	78,375	80,255	82,135	2.
Trend povprečne vrednosti	85,503	85,537	85,570	1.
Trend tehtanih vrednosti	93,163	100,855	108,548	3.

Slika 31: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/B

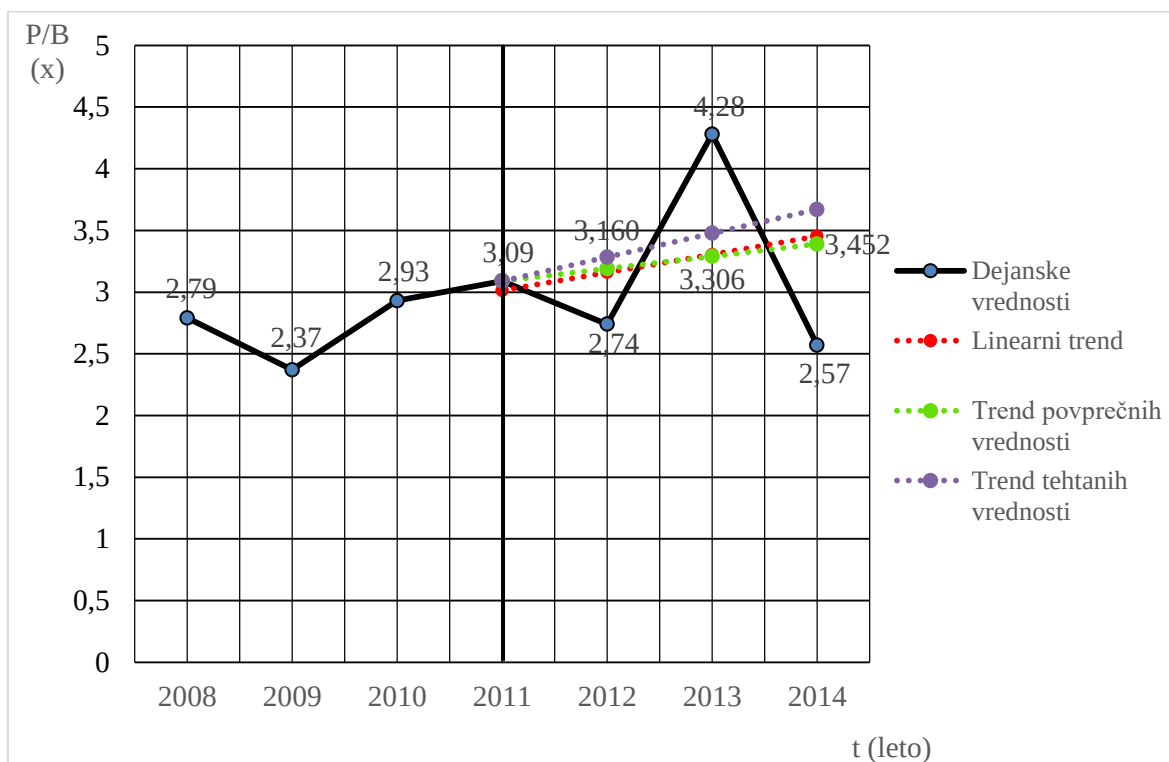


Tabela 31: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/B od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
P/B (dejanska vrednost)	2,740	4,280	2,570	
Linearni trend	3,160	3,306	3,452	2.
Trend povprečne vrednosti	3,190	3,290	3,390	1.
Trend tehtanih vrednosti	3,283	3,477	3,670	3.

Slika 32: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja S/W

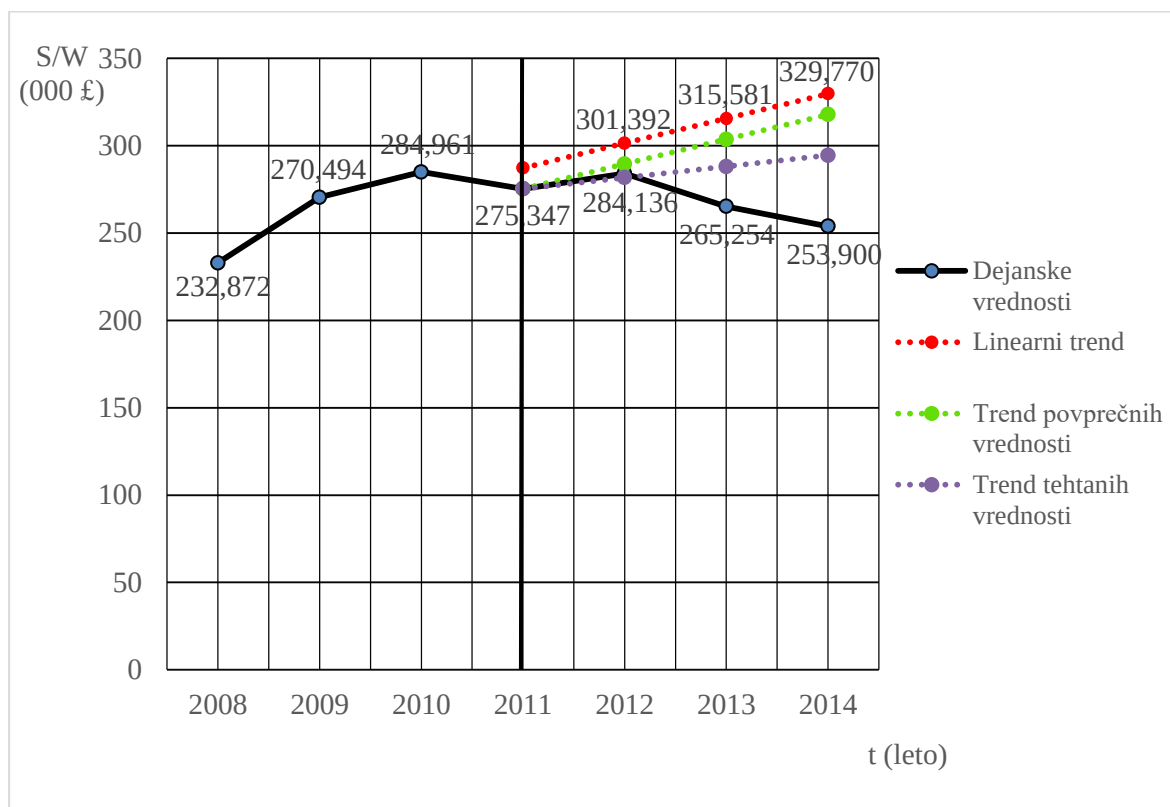


Tabela 32: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja S/W od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
S/W (dejanska vrednost)	284,136	265,254	253,900	
Linearni trend	301,392	315,581	329,770	3.
Trend povprečne vrednosti	289,505	303,664	317,822	2.
Trend tehtanih vrednosti	281,710	288,073	294,436	1.

Slika 33: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/W

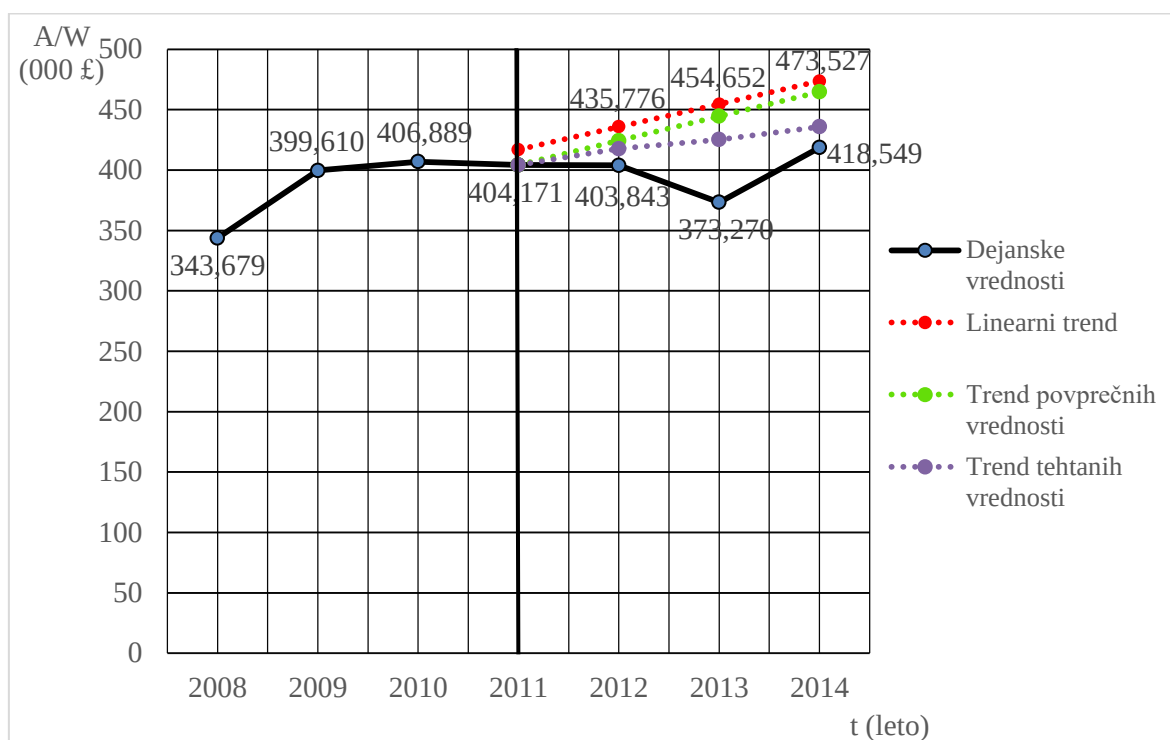


Tabela 33: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/W od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
A/W (dejanska vrednost)	403,843	373,270	418,549	
Linearni trend	435,776	454,652	473,527	3.
Trend povprečne vrednosti	424,335	444,499	464,663	2.
Trend tehtanih vrednosti	414,722	425,274	435,825	1.

Slika 34: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja KGP

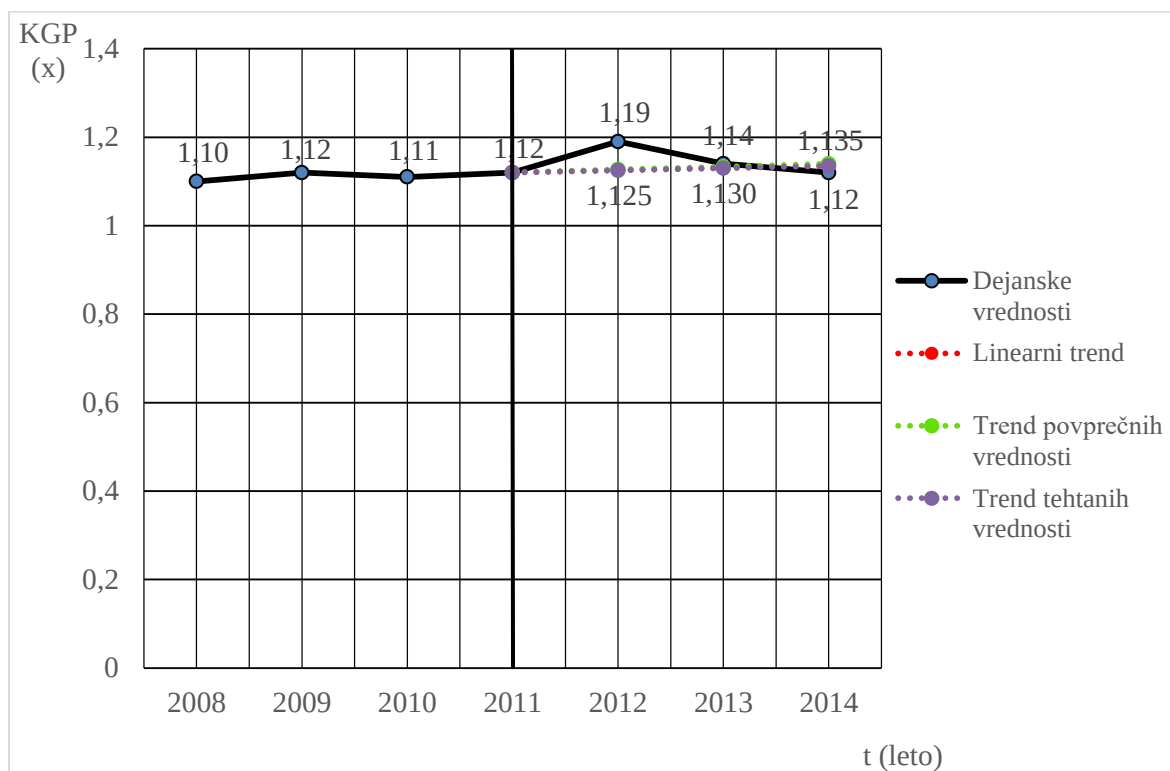


Tabela 34: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja KGP od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
KGP (dejanska vrednost)	1,190	1,140	1,120	
Linearni trend	1,125	1,130	1,135	2.
Trend povprečne vrednosti	1,127	1,133	1,140	1.
Trend tehtanih vrednosti	1,125	1,130	1,135	3.

PRILOGA 3: Grafikoni in tabele dejanskih vrednosti kazalnikov ter trendov njihovega gibanja za podjetje GlaxoSmithKline

Slika 35: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja PM

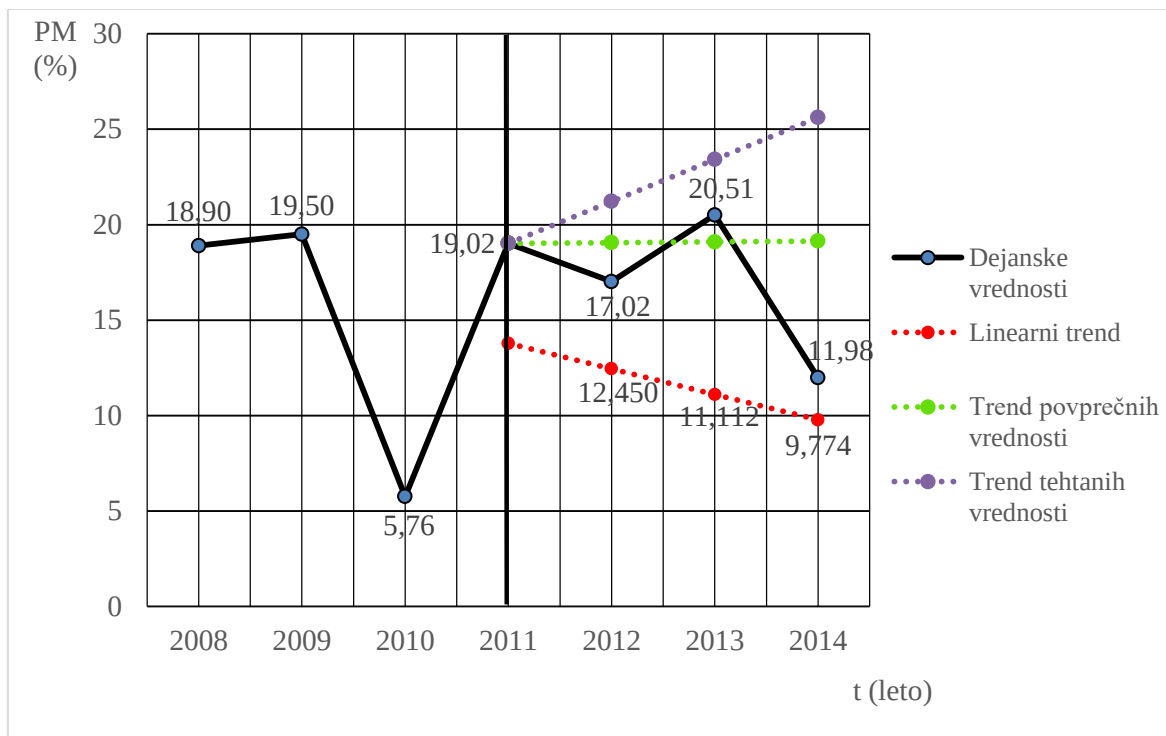


Tabela 35: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja PM od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
PM (dejanska vrednost)	17,020	20,510	11,980	
Linearni trend	12,450	11,112	9,774	2.
Trend povprečne vrednosti	19,060	19,100	19,140	1.
Trend tehtanih vrednosti	21,218	23,416	25,613	3.

Slika 36: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROE

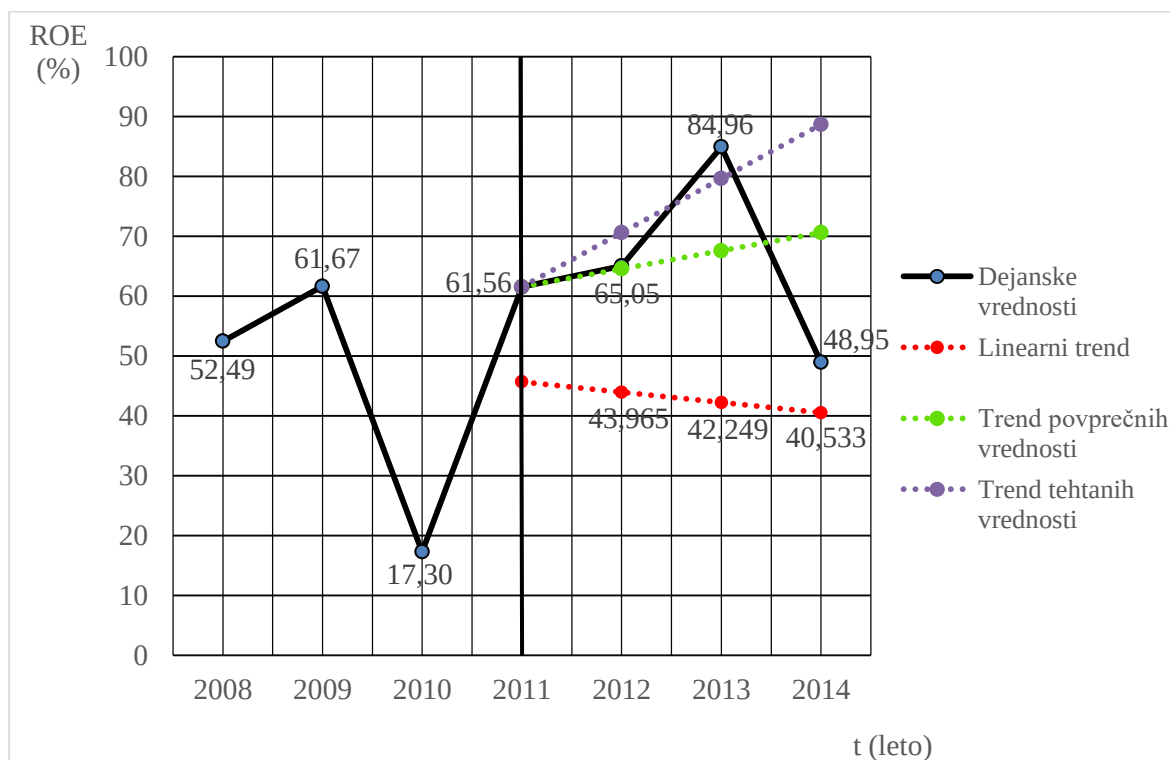


Tabela 36: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROE od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ROE (dejanska vrednost)	65,050	84,960	48,950	
Linearni trend	43,965	42,249	40,533	3.
Trend povprečne vrednosti	64,583	67,607	70,630	1.
Trend tehtanih vrednosti	70,609	79,657	88,706	2.

Slika 37: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA

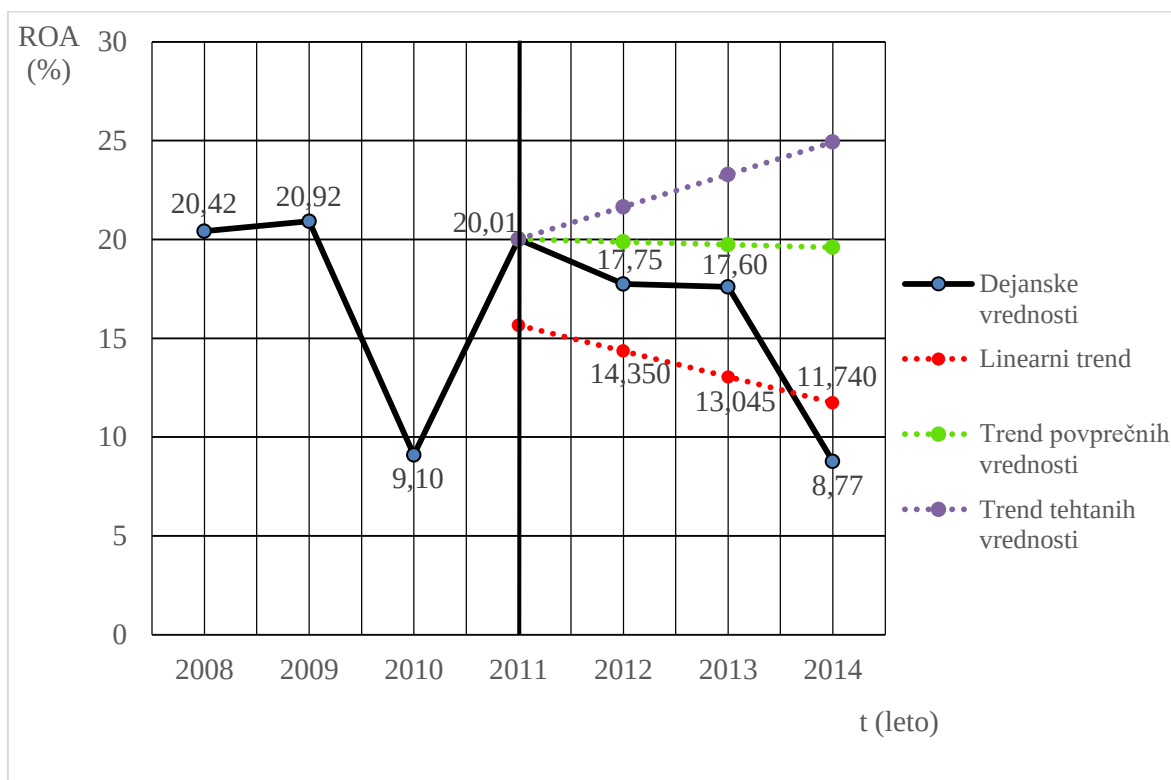


Tabela 37: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ROA od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ROA (dejanska vrednost)	17,750	17,600	8,770	
Linearni trend	14,350	13,045	11,740	1.
Trend povprečne vrednosti	19,873	19,737	19,600	2.
Trend tehtanih vrednosti	21,649	23,289	24,928	3.

Slika 38: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja CR

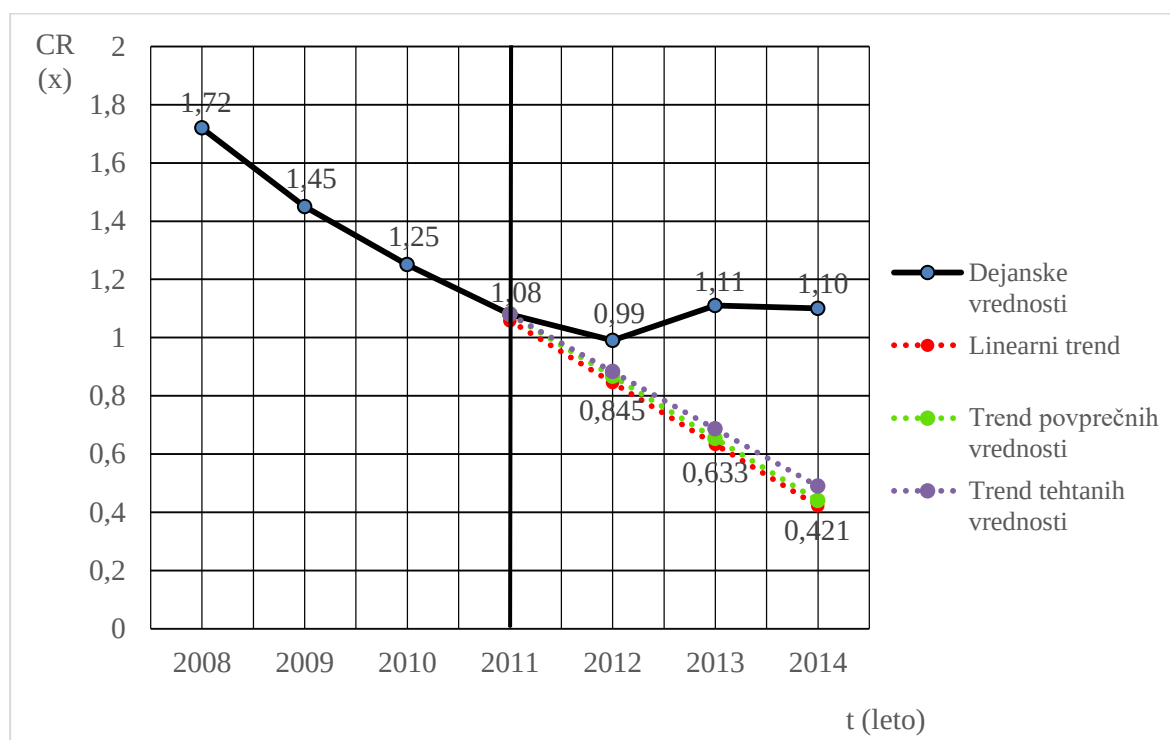


Tabela 38: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja CR od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
CR (dejanska vrednost)	0,990	1,110	1,100	
Linearni trend	0,845	0,633	0,421	3.
Trend povprečne vrednosti	0,867	0,653	0,440	2.
Trend tehtanih vrednosti	0,883	0,686	0,489	1.

Slika 39: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja ATO

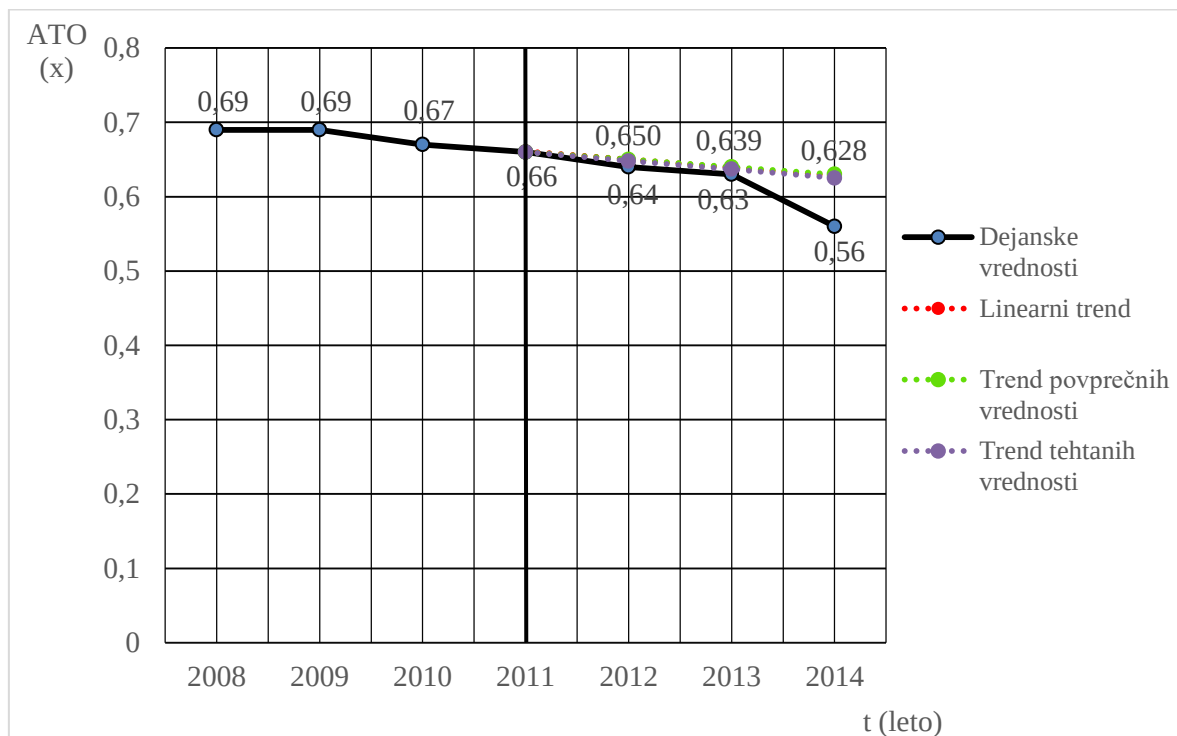


Tabela 39: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja ATO od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
ATO (dejanska vrednost)	0,640	0,630	0,560	
Linearni trend	0,650	0,639	0,628	2.
Trend povprečne vrednosti	0,650	0,640	0,630	3.
Trend tehtanih vrednosti	0,648	0,637	0,625	1.

Slika 40: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja IT

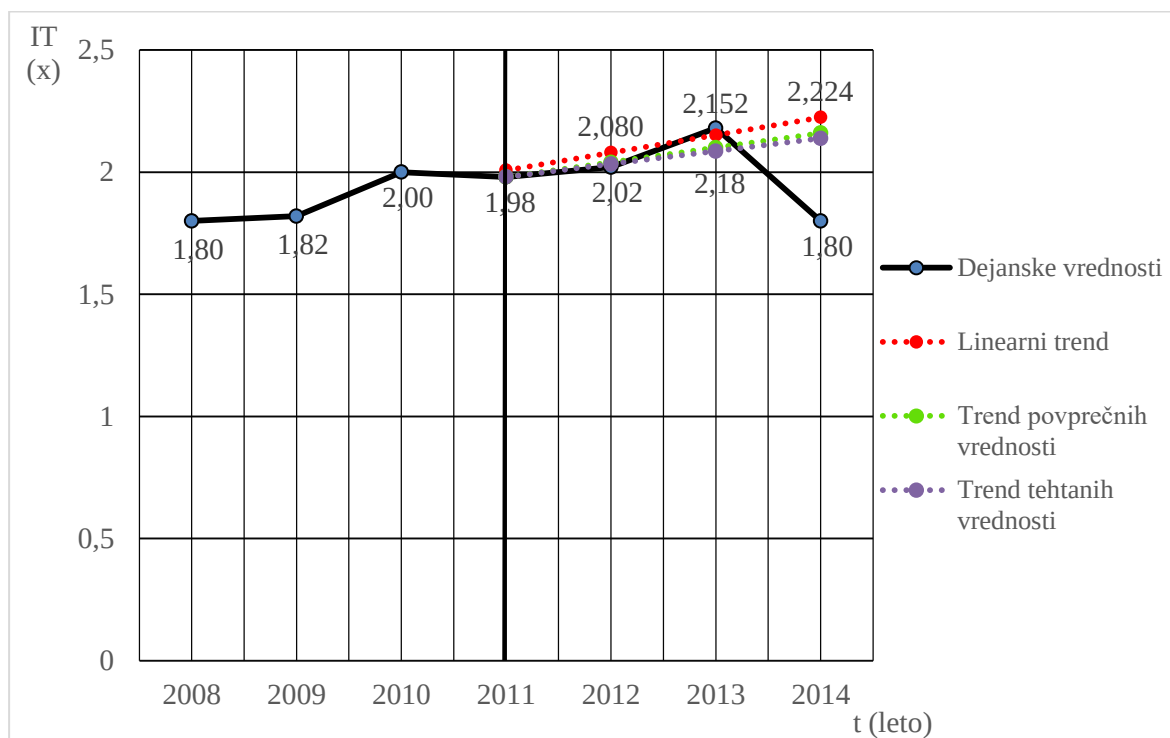


Tabela 40: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja IT od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
IT (dejanska vrednost)	2,020	2,180	1,800	
Linearni trend	2,080	2,152	2,224	3.
Trend povprečne vrednosti	2,040	2,100	2,160	2.
Trend tehtanih vrednosti	2,033	2,086	2,138	1.

Slika 41: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/E

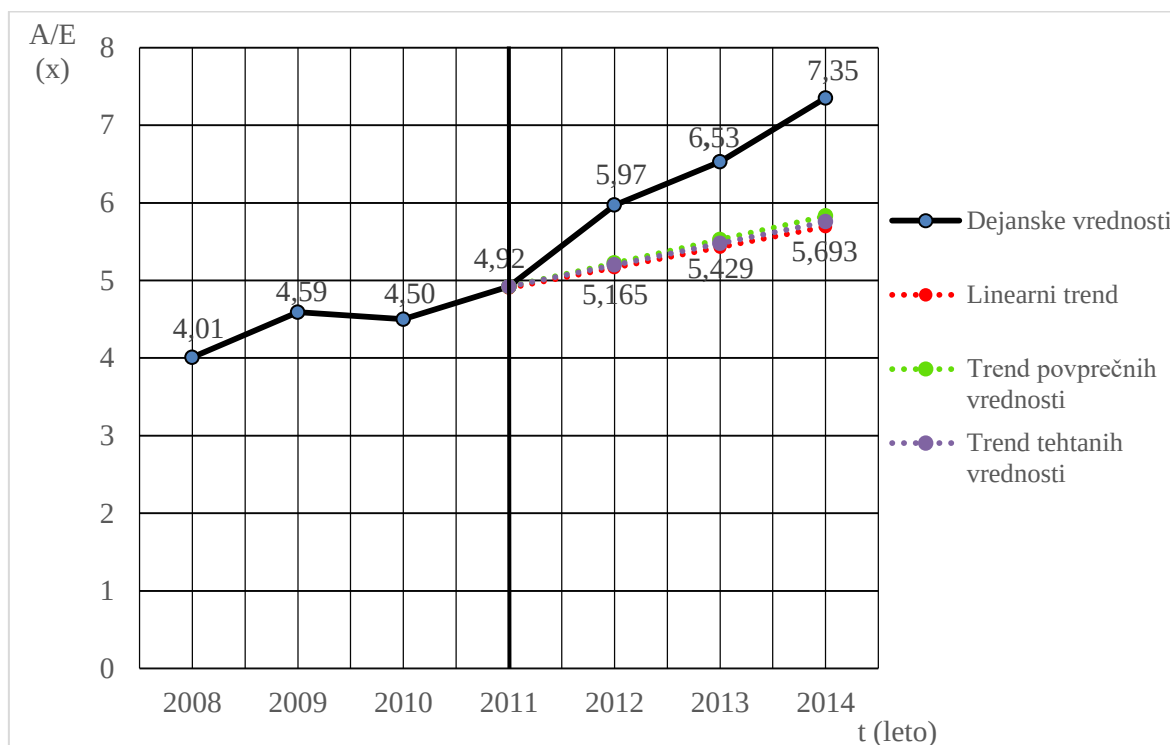


Tabela 41: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/E od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
A/E (dejanska vrednost)	5,970	6,530	7,350	
Linearni trend	5,165	5,429	5,693	3.
Trend povprečne vrednosti	5,223	5,527	5,830	1.
Trend tehtanih vrednosti	5,199	5,478	5,757	2.

Slika 42: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/E

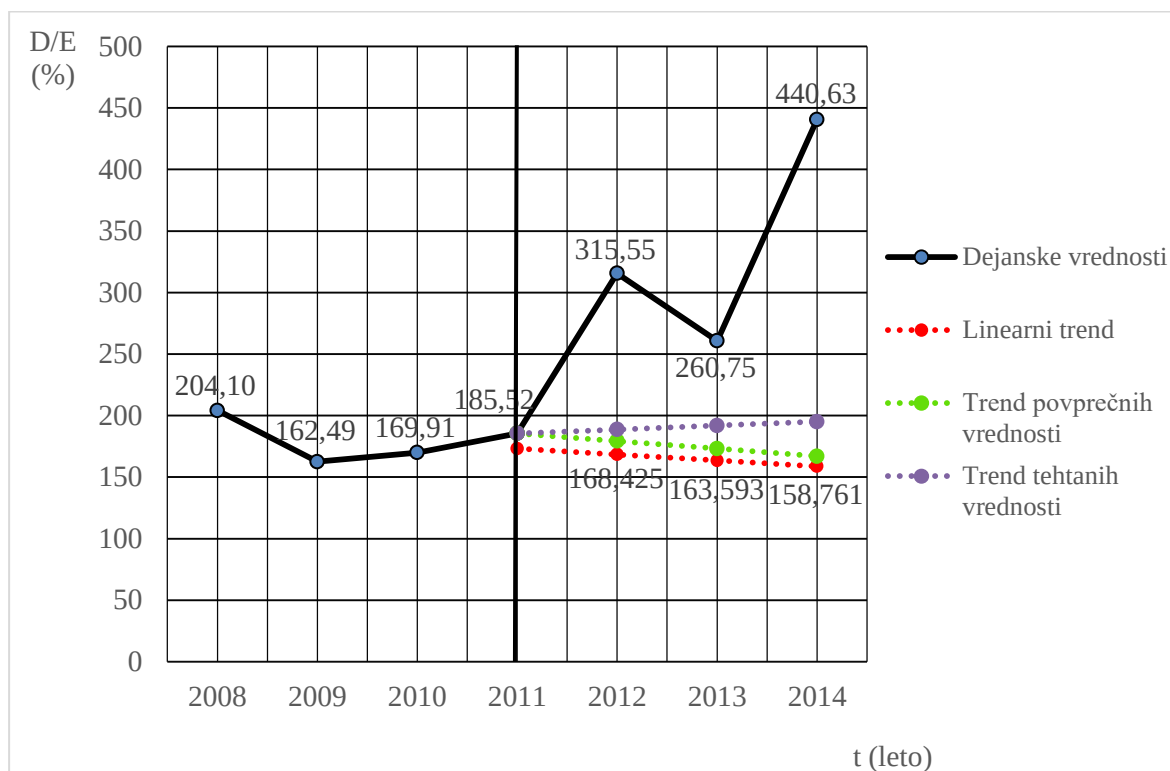


Tabela 42: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/E od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
D/E (dejanska vrednost)	315,550	260,750	440,630	
Linearni trend	168,425	163,593	158,761	3.
Trend povprečne vrednosti	179,327	173,133	166,940	2.
Trend tehtanih vrednosti	188,700	191,880	195,060	1.

Slika 43: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/A

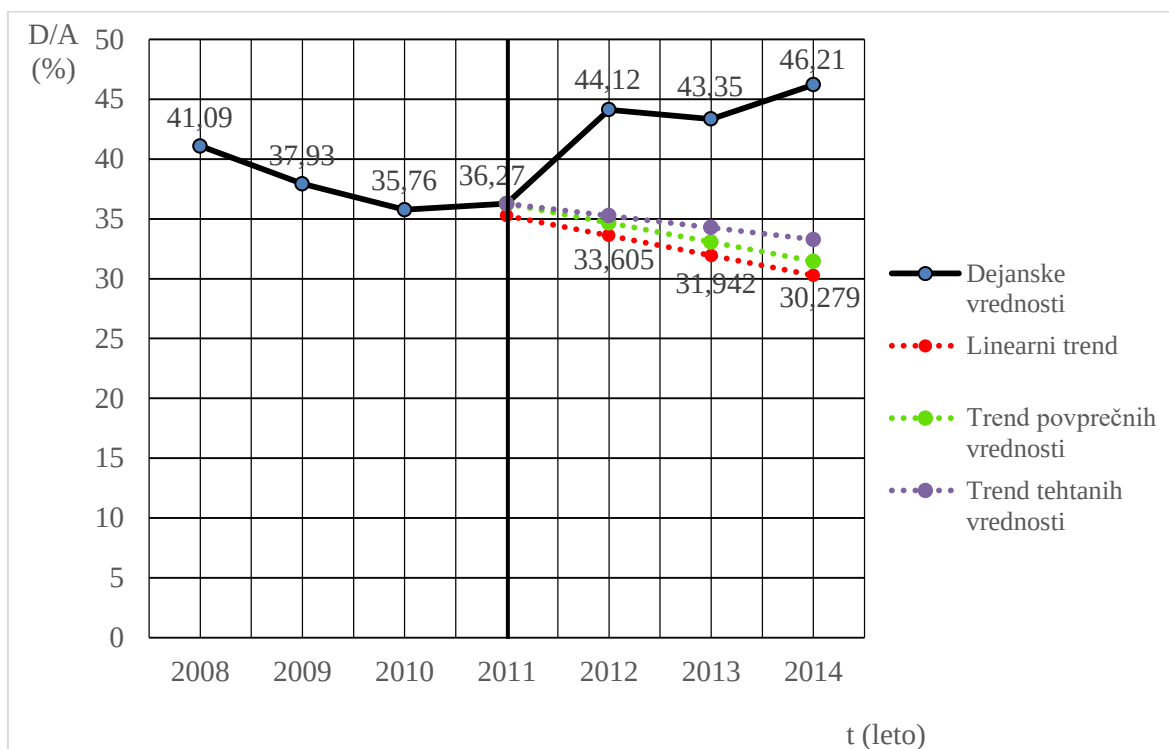


Tabela 43: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja D/A od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
D/A (dejanska vrednost)	44,120	43,350	46,210	
Linearni trend	33,605	31,942	30,279	3.
Trend povprečne vrednosti	34,663	33,057	31,450	2.
Trend tehtanih vrednosti	35,272	34,273	33,275	1.

Slika 44: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja L/A

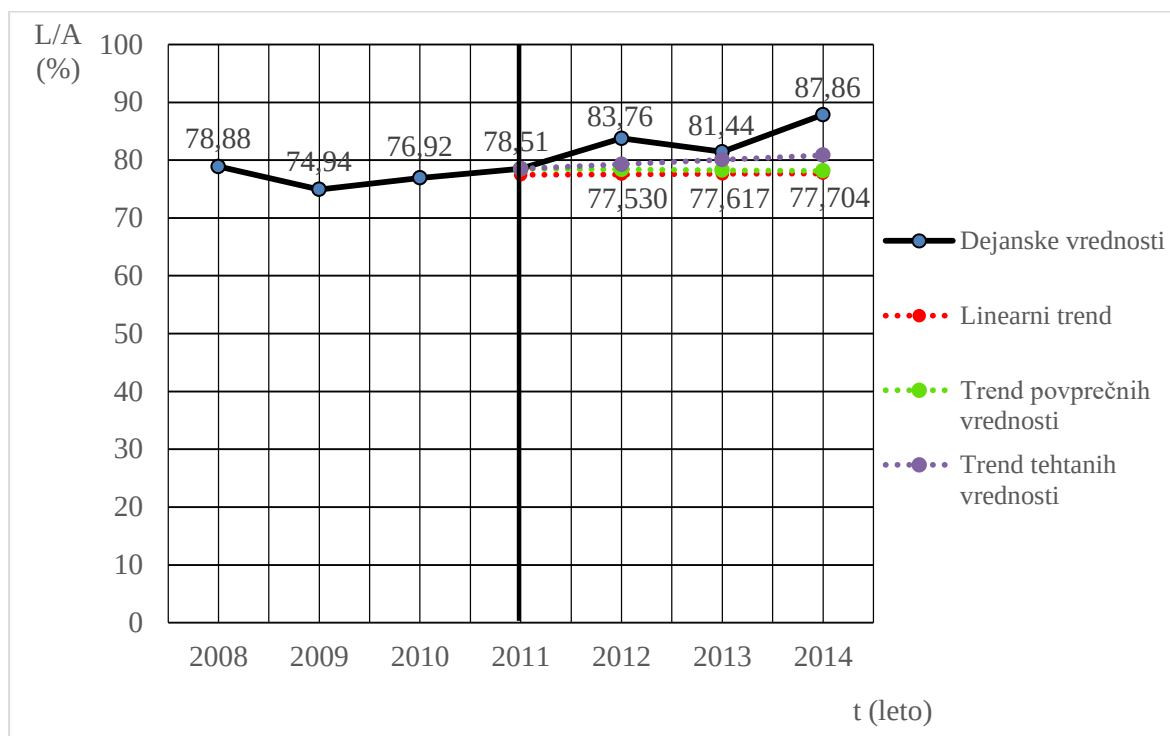


Tabela 44: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja L/A od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
L/A (dejanska vrednost)	83,760	81,440	87,860	
Linearni trend	77,530	77,617	77,704	3.
Trend povprečne vrednosti	78,387	78,263	78,140	2.
Trend tehtanih vrednosti	79,289	80,067	80,846	1.

Slika 45: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja TIE

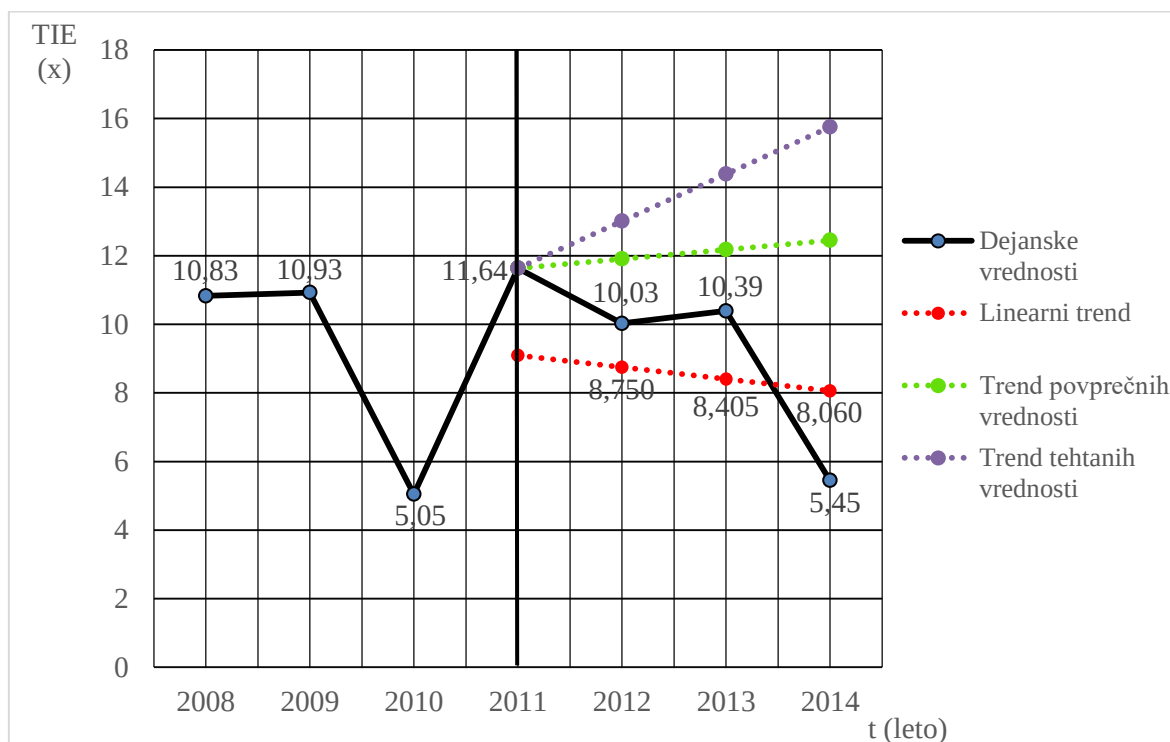


Tabela 45: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja TIE od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
TIE (dejanska vrednost)	10,030	10,390	5,450	
Linearni trend	8,750	8,405	8,060	1.
Trend povprečne vrednosti	11,910	12,180	12,450	2.
Trend tehtanih vrednosti	13,012	14,383	15,755	3.

Slika 46: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja CFO/D

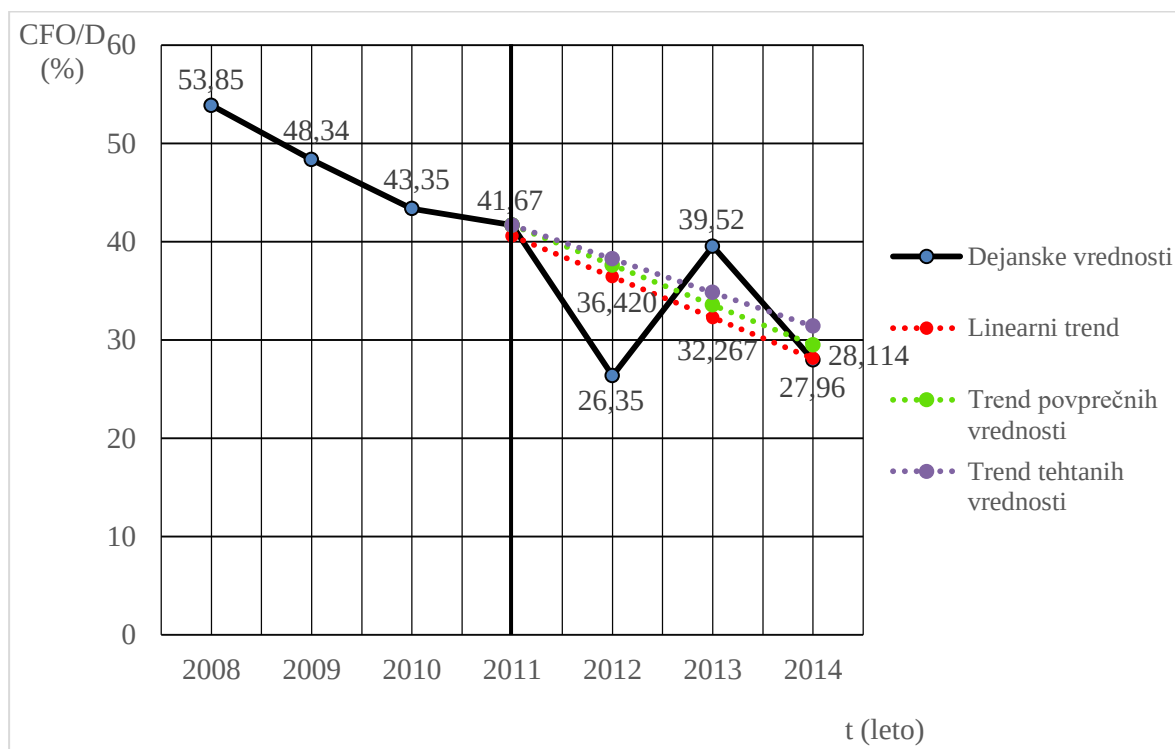


Tabela 46: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja CFO/D v letih 2012–2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
CFO/D (dejanska vrednost)	26,350	39,520	27,960	
Linearni trend	36,420	32,267	28,114	1.
Trend povprečne vrednosti	37,610	33,550	29,490	2.
Trend tehtanih vrednosti	38,247	34,823	31,400	3.

Slika 47: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/E

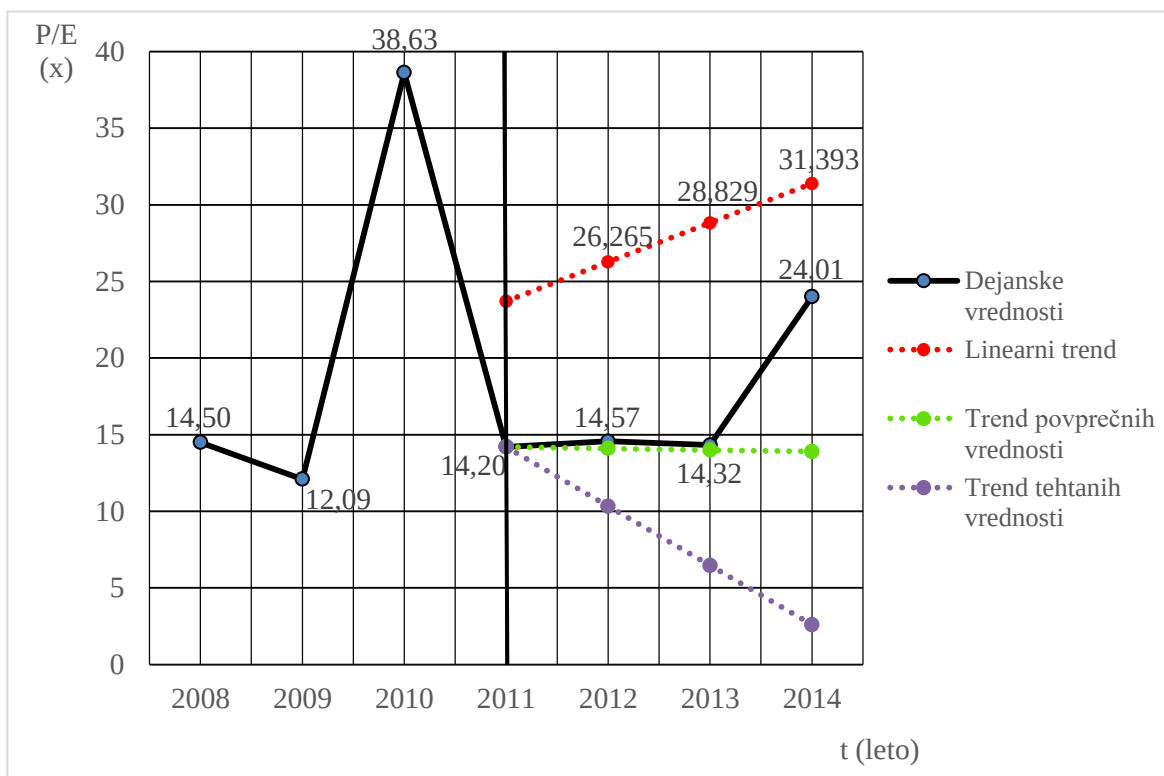


Tabela 47: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/E od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
P/E (dejanska vrednost)	14,570	14,320	24,010	
Linearni trend	26,265	28,829	31,393	3.
Trend povprečne vrednosti	14,100	14,000	13,900	1.
Trend tehtanih vrednosti	10,334	6,467	2,601	2.

Slika 48: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/B

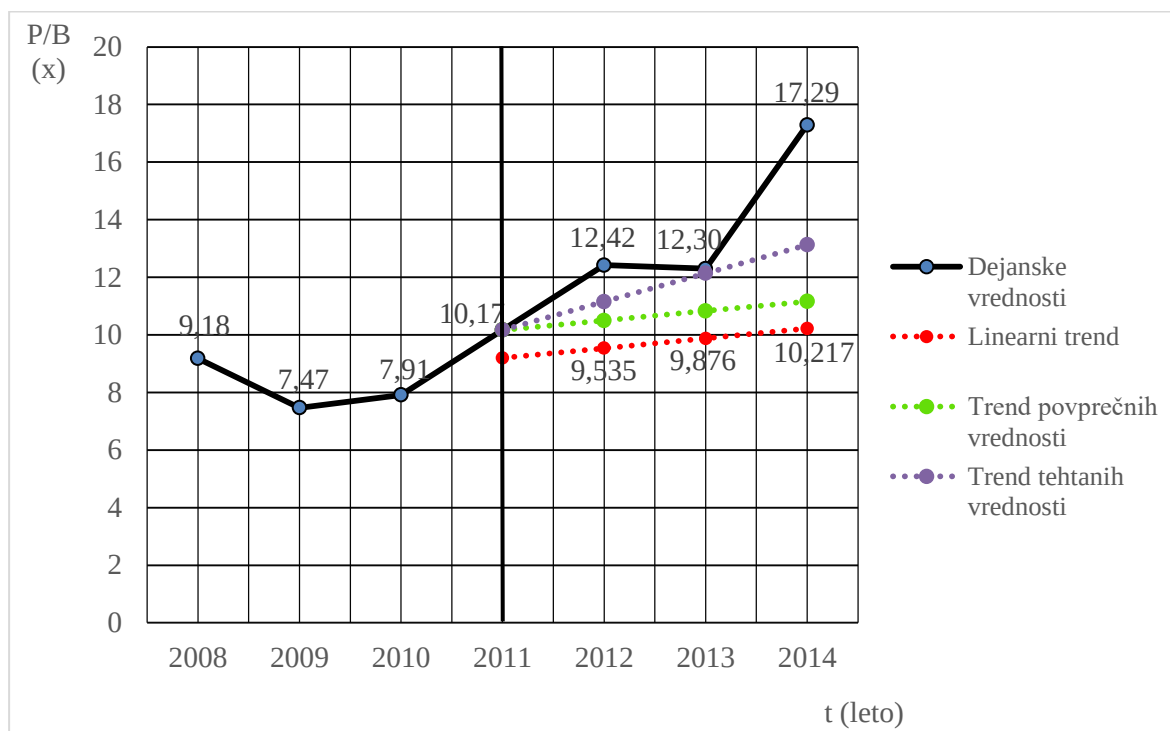


Tabela 48: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja P/B od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
P/B (dejanska vrednost)	12,420	12,300	17,290	
Linearni trend	9,535	9,876	10,217	3.
Trend povprečne vrednosti	10,500	10,830	11,160	2.
Trend tehtanih vrednosti	11,155	12,139	13,124	1.

Slika 49: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja DPR

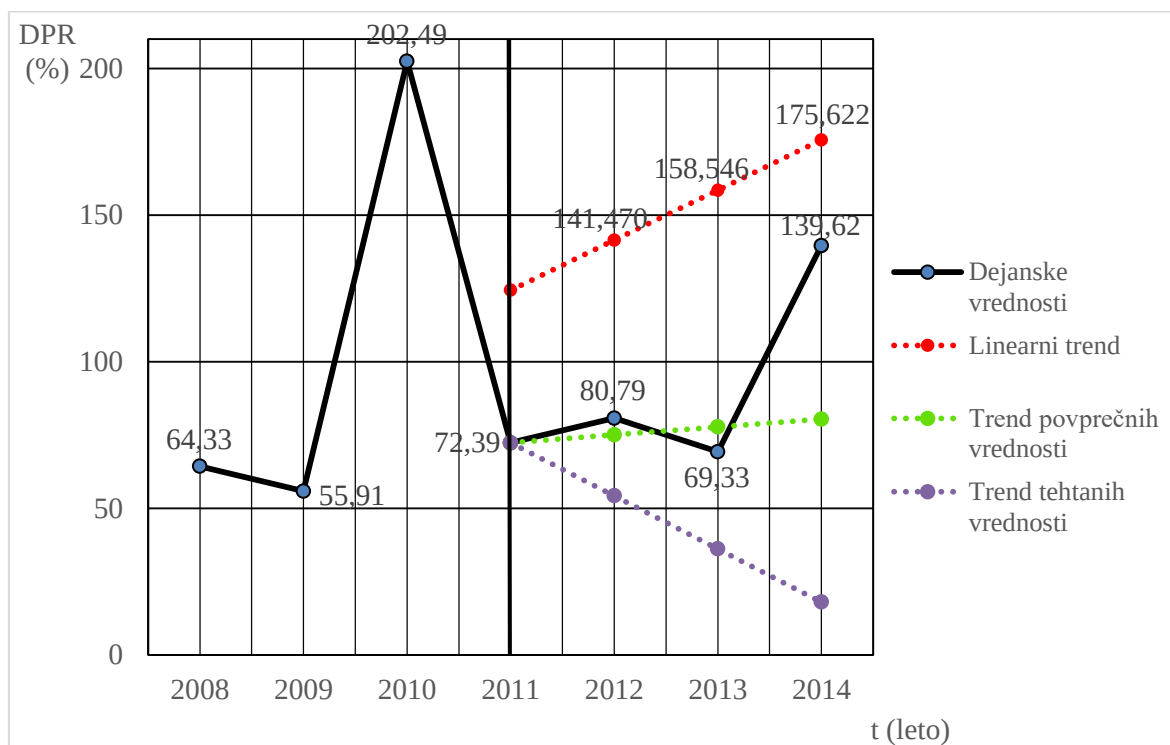


Tabela 49: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja DPR od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
DPR (dejanska vrednost)	80,790	69,330	139,620	
Linearni trend	141,470	158,546	175,622	3.
Trend povprečne vrednosti	75,077	77,763	80,450	1.
Trend tehtanih vrednosti	54,280	36,170	18,060	2.

Slika 50: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja S/W

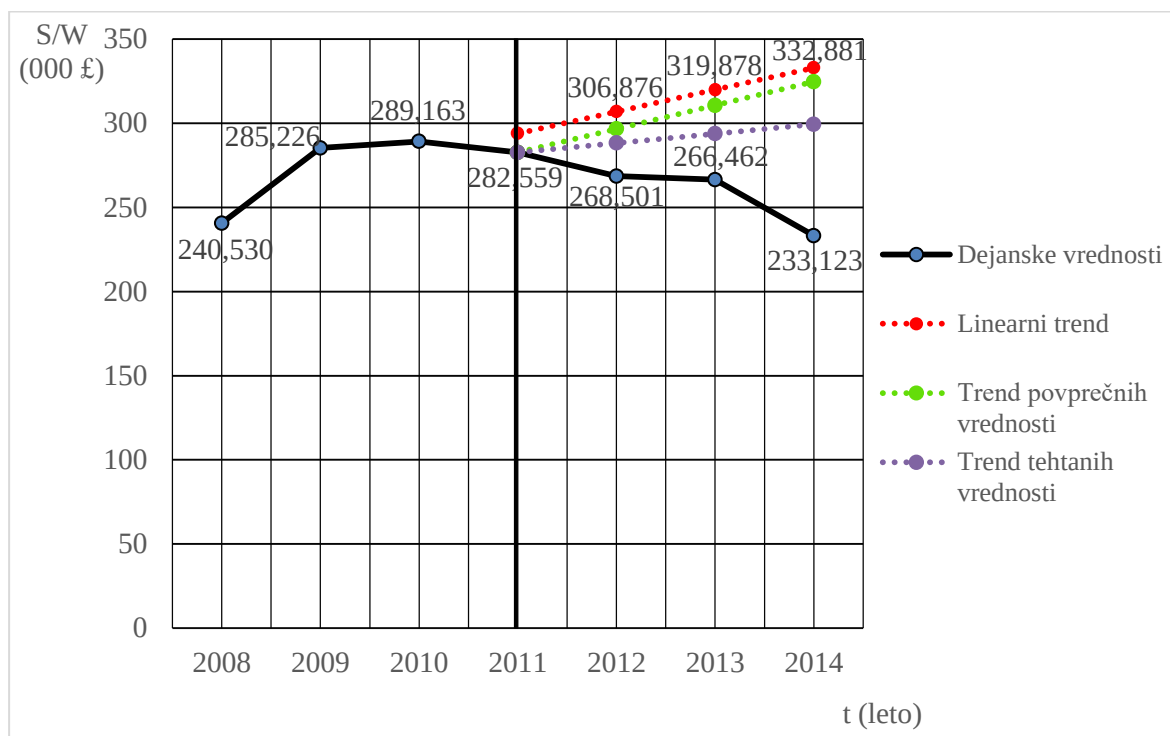


Tabela 50: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja S/W od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
S/W (dejanska vrednost)	268,501	266,462	233,123	
Linearni trend	306,876	319,878	332,881	3.
Trend povprečne vrednosti	296,569	310,578	324,588	2.
Trend tehtanih vrednosti	288,155	293,750	299,346	1.

Slika 51: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/W

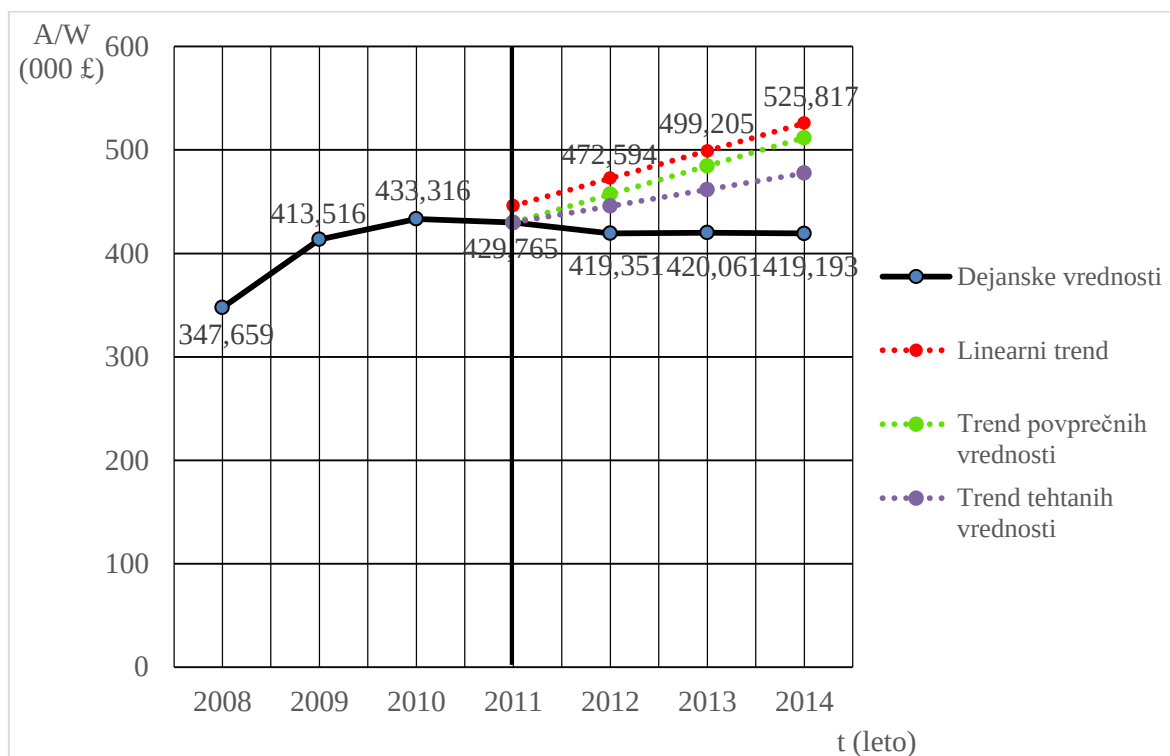


Tabela 51: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja A/W od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
A/W (dejanska vrednost)	419,351	420,061	419,193	
Linearni trend	472,594	499,205	525,817	3.
Trend povprečne vrednosti	457,134	484,502	511,871	2.
Trend tehtanih vrednosti	445,719	461,673	477,628	1.

Slika 52: Grafikon dejanskih vrednosti in trendov gibanja KGP

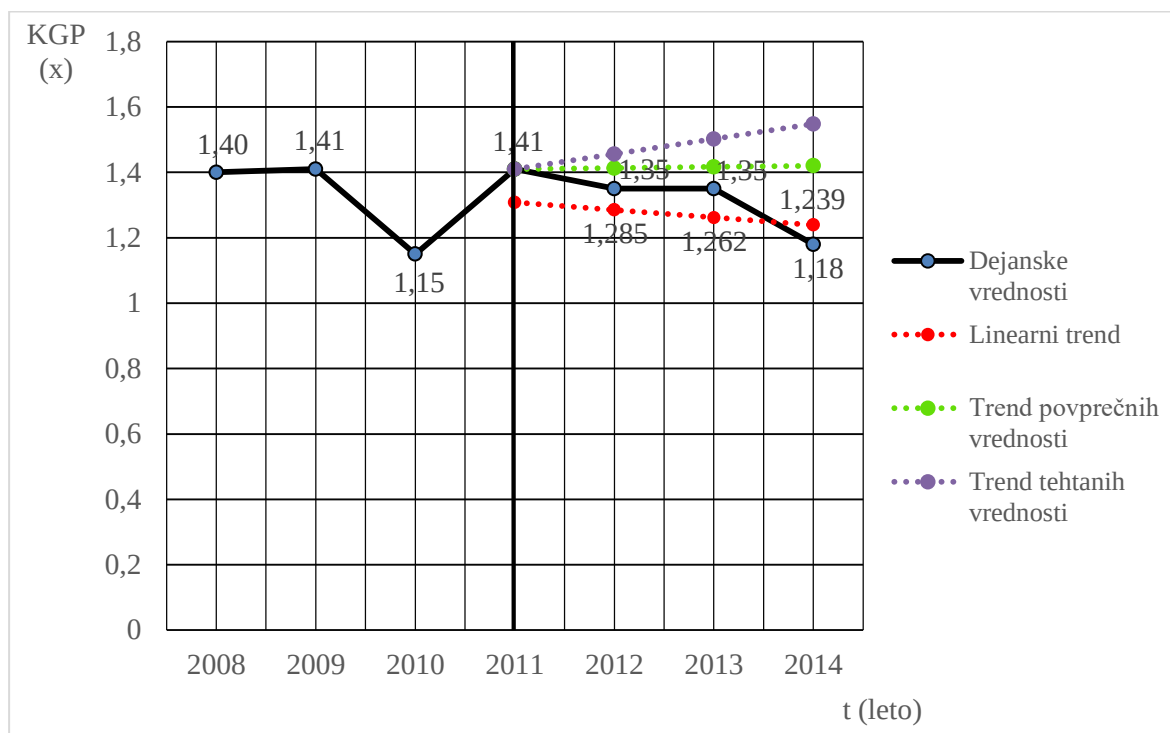


Tabela 52: Tabela dejanskih vrednosti in trendov gibanja KGP od leta 2012 do leta 2014

Kategorija	Leto			Mesto
	2012	2013	2014	
KGP (dejanska vrednost)	1,350	1,350	1,180	
Linearni trend	1,285	1,262	1,239	1.
Trend povprečne vrednosti	1,413	1,417	1,420	2.
Trend tehtanih vrednosti	1,456	1,502	1,548	3.

PRILOGA 4: Seznam kratic in slovar slovenskih prevodov angleških izrazov

Kratice	Angleški izrazi	Slovenski izrazi
A	assets	sredstva
ATO	total assets turnover	obračanje celotnih sredstev
B	book value per share	knjigovodska vrednost delnice
CA	current assets	kratkoročna sredstva
CFO	cash flow from operation	denarni tok iz poslovanja
CIn	cost of inventory	stroški zalog
CL	current liabilities	kratkoročne obveznosti
COGS	costs of goods sold	stroški prodaje proizvodov
CP	costs due to accounts payable	stroški blaga, materiala in storitev
CR	current ratio	kratkoročni koeficient
CT	cash conversion cycle	doba vezave denarja
D	debt	celotni dolg
DIn	days inventory	doba vezave zalog
Div	dividends	dividende
DPO	days payable outstanding	doba vezave obveznosti do dobaviteljev
DPR	dividend payout ratio	delež čistega dobička, ki je izplačan v obliki dividend
DPS	dividends per share	dividende na delnico
DSO	days sales outstanding	doba vezave terjatev do kupcev
DVD		doba vezave denarja
E	common equity	lastniški kapital
E	earnings per share	dobiček na delnico
EBIT	earnings before interest and taxes	dobiček pred obrestmi in davki
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	dobiček pred obrestmi, davki, depreciacijo in amortizacijo
EBT	earnings before taxes	dobiček pred davki
EPS	earnings per share	dobiček na delnico
EVA	economic value added	ekonomska dodana vrednost
FA	fixed assets	osnovna sredstva
FATO	fixed assets turnover	obračanje osnovnih sredstev
GP	gross profit	kosmati dobiček
GPS	gross profit margin	kosmata dobičkonosnost prihodkov
I	interest	(plačane) obresti
In	inventory	zaloge
IT	inventory turnover	obračanje zalog
K _{20XX}		vrednost kazalnika v letu 20XX
KCG		celotna gospodarnost
KGP		gospodarnost poslovanja
L	liabilities	(celotne) obveznosti
M	money	denarna sredstva
MVA	market value added	tržna dodana vrednost
NI	net income	čisti dobiček
NOPAT	net operating profit after taxes	neto dobiček iz poslovanja po davkih

se nadaljuje

nadaljevanje

Kratice	Angleški izrazi	Slovenski izrazi
NVK _{20XX}		napovedana vrednost kazalnika v letu 20XX
P	accounts payable	obveznosti do dobaviteljev
P	market price of share	tržna cena delnice
PEG	price/earnings/growth	razmerje med P/E in pričakovano stopnjo rasti dobička
PM	net profit margin	čista dobičkonosnost prihodkov
PSVK		povprečna sprememba vrednosti kazalnika v obdobju med dvema zaporednima letoma
QR	quick (acid test) ratio	hitri (pospešeni) koeficient
QQR	quick quick ratio	denar/kratkoročne obveznosti
R	accounts receivable	terjatve do kupcev
ROA	return on assets	dobičkonosnost sredstev
ROCE	return on capital employed	dobičkonosnost uporabljenega kapitala
ROE	return on equity	dobičkonosnost kapitala
ROIC	return on invested capital	dobičkonosnost investiranega kapitala
ROTC	return on total capital	dobičkonosnost celotnega kapitala
S	net sales	prihodki od prodaje
T	taxes	davki (tudi davčna stopnja)
TC	total capital	celotni kapital
TIE	times interest earned	pokritje odhodkov za obresti
TS	total turnover	celotni prihodki
VTSVK		vsota tehtanih sprememb vrednosti kazalnika
W	worker	zaposlenec
WACC	weighted average cost of capital	tehtano povprečje stroškov kapitala
WC	working capital	obratni kapital
WCT	working capital turnover	obračanje obratnega kapitala