

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POMEN OBRATNEGA KAPITALA PRI OCENJEVANJU
KRATKOROČNE FINANČNE STABILNOSTI PODJETJA**

Ljubljana, julij 2016

MOJCA POHAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Mojca Pohar, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Pomen obratnega kapitala pri ocenjevanju kratkoročne finančne stabilnosti podjetja, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Igorjem Lončarskim,

IZJAVLJAM,

1. da sem predloženo delo pripravila 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 poskrbela, 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 plagiatstvo – 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 plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila 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 06.07.2016

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OBRATNI KAPITAL	3
1.1 Pomen obratnega kapitala nekoč in danes	3
1.2 Obvladovanje obratnega kapitala	6
1.3 Sestavine obratnega kapitala	10
1.3.1 Terjatve do kupcev	11
1.3.2 Zaloge	13
1.3.3 Obveznosti do dobaviteljev	15
2 ANALIZA OBRATNEGA KAPITALA.....	16
2.1 Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala.....	16
2.1.1 Kratkoročni koeficient.....	18
2.1.2 Pospešeni koeficient	19
2.1.3 Kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala	20
2.1.4 Koeficient obračanja neto obratnega kapitala	21
2.1.5 Delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih	21
2.2 Analiza obvladovanja obratnega kapitala s kazalniki vezav	21
2.2.1 Dnevi vezave zalog.....	22
2.2.2 Dnevi vezave terjatev	23
2.2.3 Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	24
2.3 Krogotok denarja	24
2.4 Vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja.....	27
2.5 Obratni kapital kot generator denarnih tokov.....	31
2.5.1 Izkaz denarnih tokov	31
2.5.2 Dejavniki denarnega toka	32
2.5.3 Kazalniki denarnega toka	34
3 ANALIZA OBRATNEGA KAPITALA IN DENARNIH TOKOV NA PRIMERIH IZBRANIH PODJETIJ IZ PANOGE BELE TEHNIKE	35
3.1 Electrolux Group	35
3.2 BSH Hausgeräte GmbH.....	40
3.3 Whirlpool Corporation	44
3.4 Arcelik A. S.	48
3.5 Skupina Gorenje	52
3.6 Fagor Electrodomesticos S. Coop.	57
4 PRIMERJAVA KAZALNIKOV IN UGOTOVITVE	61

SKLEP.....	67
LITERATURA IN VIRI.....	71
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Izbrane študije vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja	28
Tabela 2: Osnovni kazalniki poslovanja za Electrolux v obdobju 2010–2014 (v %)	36
Tabela 3: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Electrolux v 2010–2014.....	37
Tabela 4: Analiza vezav obratnega kapitala za Electrolux v obdobju 2010–2014	39
Tabela 5: Kazalniki denarnega toka za Electrolux v obdobju 2010–2014.....	39
Tabela 6: Osnovni kazalniki poslovanja za BSH v obdobju 2010–2014 (v %).....	41
Tabela 7: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala za BSH v obdobju 2010–2014.....	42
Tabela 8: Analiza vezav obratnega kapitala za BSH v obdobju 2010–2014	43
Tabela 9: Kazalniki denarnega toka za BSH v obdobju 2010–2014.....	44
Tabela 10: Osnovni kazalniki poslovanja za Whirlpool v obdobju 2010–2014 (v %)	45
Tabela 11: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Whirlpool v 2010–2014.....	46
Tabela 12: Analiza vezav obratnega kapitala za Whirlpool v obdobju 2010–2014.....	47
Tabela 13: Kazalniki denarnega toka za Whirlpool v obdobju 2010–2014.....	48
Tabela 14: Osnovni kazalniki poslovanja za Arcelik v obdobju 2010–2014 (v %).....	49
Tabela 15: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Arcelik v obdobju 2010–2014	50
Tabela 16: Analiza vezav obratnega kapitala za Arcelik A. S. v obdobju 2010–2014.....	51
Tabela 17: Kazalniki denarnega toka za Arcelik v obdobju 2010–2014	52
Tabela 18: Osnovni kazalniki poslovanja za Gorenje v obdobju 2010–2014 (v %).....	53
Tabela 19: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Gorenje v 2010–2014	54
Tabela 20: Analiza vezav obratnega kapitala za Gorenje v obdobju 2010–2014	56
Tabela 21: Kazalniki denarnega toka za Gorenje v obdobju 2010–2014	56
Tabela 22: Osnovni kazalniki poslovanja za Fagor v obdobju 2009–2013 (v %)	57
Tabela 23: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala za Fagor v obdobju 2009–2013 ...	59
Tabela 24: Analiza vezav obratnega kapitala za Fagor v obdobju 2009–2013.....	60
Tabela 25: Kazalniki denarnega toka za Fagor v obdobju 2009–2013	61
Tabela 26: Kratkoročni in pospešeni koeficient v obdobju 2010–2014.....	63
Tabela 27: Gibanje kazalnikov kapitala in intenzivnost obratnega kapitala in delež kapitala v celotnih sredstvih v obdobju 2010–2014	64
Tabela 28: Gibanje prilagojenega krogotoka denarja v obdobju 2010–2014	65

KAZALO SLIK

Slika 1: Število objavljenih člankov med letoma 1990 in 2013.....	4
Slika 2: Vpliv obratnega kapitala na vrednost podjetja.....	5
Slika 3: Sistem postavljanja ciljev posameznih oddelkov	8

Slika 4: Gibanje krogotoka denarja v dnevih za obdobje 2010–2014.....	9
Slika 5: Koncept obratnega kapitala in neto obratnega kapitala	10
Slika 6: Negativen neto obratni kapital	11
Slika 7: Krogotok denarja (CCC)	25
Slika 8: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za Electrolux v obdobju 2010–2014...	37
Slika 9: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za podjetje BSH v 2010–2014.....	41
Slika 10: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za Whirlpool v obdobju 2010–2014.	45
Slika 11: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za Arcelik v obdobju 2010–2014	49
Slika 12: Gibanje rasti prodaje in stroškov za Gorenje v obdobju 2010–2014	54
Slika 13: Gibanje rasti prodaje in stroškov za Fagor v obdobju 2009–2013.....	58
Slika 14: Gibanje kazalnikov denarnega toka za Gorenje v obdobju 2010–2014.....	66
Slika 15: Gibanje kazalnikov denarnega toka za Fagor za obdobje 2010–2013.....	67

UVOD

V razvitem svetu se čedalje več podjetij zelo intenzivno ukvarja z obravnavanjem in obvladovanjem tveganja. Velik obseg aktivnosti usmerjajo v prepoznavo, razčlenjevanje in ocenjevanje tveganj ter izdelavo strategij obvladovanja tveganj, zelo pa sta poudarjeni preglednost in ustrezna komunikacija z relevantnimi javnostmi (Berk, Peterlin & Ribarič, 2005, str. 14). Obvladovanje tveganj je eden ključnih dejavnikov uspešnosti v sodobnem poslovanju. Med ta tveganja se uvrščajo tudi poslovna razmerja. Seznanjenost z boniteto podjetja zmanjšuje tveganje za napačne odločitve, ki lahko podjetje oškodujejo ali celo ogrozijo, utegnejo ga tudi odvrniti od perspektivnih naložb in drugih poslovnih potez (Šenk, 2004).

Ocena kreditne sposobnosti kupca je temelj vsakega dolgoročnega poslovnega odnosa. Dovoliti kupcu, da kupi zdaj, plača pa čez 30 dni, pomeni tveganje, da ne bo plačal. S tem pa je podjetje izpostavljeno kreditnemu tveganju, tveganju neplačila. Ocena plačilne sposobnosti kupca je pomembna tudi zato, da lahko poslovodstvo postavi kreditno politiko do kupca: limit kreditiranja, vrsto zavarovanja, plačilne pogoje, ipd. Tako kot podjetja ocenjujejo boniteto kupca, je potrebno presojati tudi boniteto dobaviteljev. Poslovanje podjetja je odvisno od kakovostnih in pravočasnih dobav dobavitelja, zato mora podjetje zanimati tudi njegovo poslovanje. Dobavitelj, ki ima trenutne težave z zagotavljanjem plačilne sposobnosti, pomeni za podjetje večje tveganje kot plačilno sposoben dobavitelj. V najslabšem primeru se lahko zgodi, da dobavitelj zamuja s plačili svojim dobaviteljem in lahko ostane brez potrebnega materiala, da bi lahko pravočasno dokončal naročilo, ki ga je prejel. Spremljava bonitete dobaviteljev sicer ni tako pomembna kot spremljava bonitet kupcev, vendar ima lahko prav tako velik negativen učinek na poslovanje podjetja.

Kako naj torej podjetja s čim manj vloženega truda in denarnih sredstev kljub vsemu pridejo do hitre in na kratek rok zanesljive ocene podjetja, s katerim želijo stopiti v poslovni odnos oz. s katerim želijo poslovati kot dobavitelj ali kot kupec? Podjetje lahko opredeli nekaj kratkoročnih kazalnikov, s pomočjo katerih lahko na hitro (čez palec) oceni, ali je potencialni oz. obstoječi poslovni partner finančno stabilen na kratek rok. »Pokaži mi kako podjetje obvladuje obratni kapital, pa ti povem, če vodstvo ve kaj dela«, Rutger Ford (2007, v Poiters, 2007). Obvladovanje obratnega kapitala lahko dosti pove o tem, kako uspešno je podjetje voden. Lahko je pokazatelj dobrega vodenja, podjetju zagotavlja konkurenčno prednost in je »življenjska kri« vsake družbe (PricewaterhouseCoopers, 2015). Analiza obratnega kapitala je prav tako povezana z oceno likvidnosti podjetja. Dobra ocena likvidnosti podjetja je pomembna, saj znižanje likvidnosti poveča tveganje za propad podjetja. Banke pri odobravanju posojil večkrat v pogodbene pogoje dodajajo finančne zaveze (kovenante), ki se nanašajo na likvidnost podjetja. Vlagatelje in analitike zanima sposobnost podjetja, da generira denar, s katerim bo pokrivalo vsakodnevne obveznosti, dobavitelje pa zanima, ali bo imel kupec dovolj denarja, da poravna kupljeno blago (Cagle, Campbell & Jones, 2013). Nenazadnje pa v novejši strokovni literaturi najdemo vse več trditev, da ima obratni kapital

vpliv na dobičkonosnost podjetja (Deloof, 2003; Shin & Soenen, 1998; Lazaridis & Tryfonidis, 2006).

Literatura se na področju poslovnih financ že tradicionalno osredotoča na področja analize dolgoročnih finančnih naložb, še posebej investicij, kapitalske strukture podjetja, dividendne politike in vrednotenja podjetja. Kljub temu pa so kratkoročna sredstva in kratkoročne obveznosti pomemben del celotnih sredstev podjetja in jih je kot take potrebno analizirati. Upravljanje s kratkoročnimi sredstvi zahteva dosledno analizo, saj igra obratni kapital pomembno vlogo pri dobičkonosnosti podjetja in z njegovim tveganjem kot tudi z vplivom na samo vrednost podjetja. Učinkovito obvladovanje obratnega kapitala je temeljni del strategije pri ustvarjanju vrednosti podjetja. Podjetja skušajo držati takšen nivo obratnega kapitala, ki maksimira vrednost podjetja (Deloof, 2003).

Namen magistrskega dela je ugotoviti, ali lahko analiza obratnega kapitala in določenih komponent denarnega toka na ravni posameznega podjetja zadostuje za kratkoročno oceno poslovanja, predvsem oceno kratkoročne plačilne sposobnosti potencialnega poslovnega partnerja.

Cilji magistrskega dela so naslednji:

- pokazati pomen učinkovitega obvladovanja obratnega kapitala za finančno stabilnost podjetja in maksimiranje vrednosti podjetja;
- opredeliti kazalnike obratnega kapitala in denarnih tokov, s katerimi bi podjetja na hitro (čez palec) lahko dobila kratkoročno oceno poslovanja potencialnega poslovnega partnerja, ki bi jim omogočala nadaljnje odločitve o sodelovanju s poslovnim partnerjem;
- na primeru izbranih podjetij iz panoge bele tehnike preučiti praktično uporabnost opredeljenih kazalnikov za kratkoročno oceno plačilne sposobnosti.

Magistrsko delo je razdeljeno na teoretični in empirični del. V teoretičnem delu, ki temelji na analizi obstoječe domače in tuje znanstvene literature, bom uporabila metodo deskripcije in komparativno metodo. Z metodo deskripcije bom opisala in pojasnila osnovne pojme na področju obratnega kapitala, vse pa bom povezala s komparativno metodo primerjanja ugotovitev različnih avtorjev, predvsem iz tuje literature.

V empiričnem delu magistrskega dela bom na primerih izbranih podjetij v panogi bele tehnike preučevala praktično uporabnost opredeljenih kazalnikov obratnega kapitala in denarnega toka za kratkoročno oceno plačilne sposobnosti. Tako dobljene rezultate bom primerjala z eksternimi bonitetnimi ocenami podjetij in na podlagi tega podala sklep o njihovi uporabnosti.

Magistrsko delo ima poleg uvoda še štiri poglavja in sklep. V uvodu je najprej na kratko predstavljena obravnavana tematika, podani so cilji in namen magistrskega dela ter

uporabljena metodologija. Prvo poglavje je namenjeno obravnavi obratnega kapitala. Prikazani so pomen obratnega kapitala nekoč in danes, pomen učinkovitega obvladovanja obratnega kapitala in njegove sestavine. Obratni kapital in njegova analiza namreč skozi obdobje zadnjih dvajsetih let pridobivata na pomenu tako v poslovnih kot tudi znanstvenih sferah. Drugo poglavje je namenjeno podrobni analizi obratnega kapitala, ki sloni na predstavitvi kazalnikov obratnega kapitala, analizi s pomočjo dnevov vezav posameznih sestavin obratnega kapitala ter teoretični predstavitvi modela krogotoka denarja, ki ga mnogi smatrajo kot celovito merilo obvladovanja obratnega kapitala. V poglavju sta predstavljena še vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja in obratni kapital kot generator denarnih tokov. Tretje poglavje magistrskega dela zajema analizo poslovanja izbranih podjetij iz panoge bele tehnike, in sicer s pomočjo prej definiranih kazalnikov obratnega kapitala in denarnega toka, četrto poglavje pa je namenjeno primerjavi izračunanih kazalnikov in predstavitvi ugotovitev o praktični uporabnosti opredeljenih kazalnikov za kratkoročno plačilno sposobnost podjetja.

1 OBRATNI KAPITAL

1.1 Pomen obratnega kapitala nekoč in danes

Zaradi finančne krize v letu 2008, ki je povzročila splošno poslabšanje finančne situacije, se je zanimanje za obvladovanje obratnega kapitala med managerji in raziskovalci povečalo. Prav zaradi tega se je povečal tudi pomen učinkovitega obvladovanja obratnega kapitala. Na eni strani so managerji začeli gledati na obratni kapital kot na eno izmed vrst kratkoročnega financiranja, saj je bil finančni trg zaradi krize okrnjen, na drugi strani pa je akademska sfera začela gledati na obratni kapital nekoliko širše – kot na celotno vrednostno verigo podjetja in ne samo kot na posamezne postavke obratnega kapitala, ki imajo vpliv na poslovanje podjetja (Pirttila, 2014).

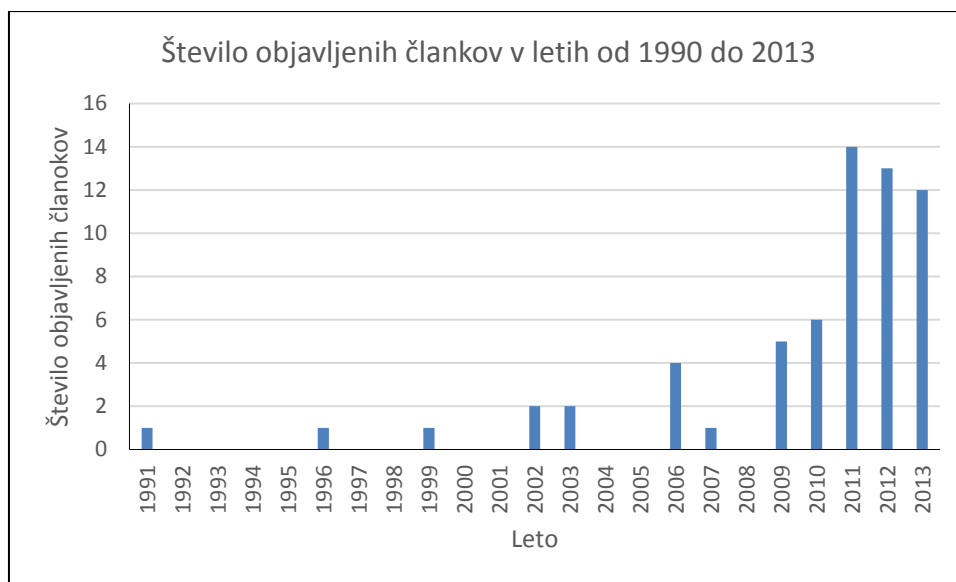
Financiranje podjetij je poleg finančne krize omejeval tudi v decembru 2010 izdan Kapitalski sporazum Basel III. S tem sporazumom, katerega namen je zagotavljanje stabilnega bančnega okolja skozi celoten ekonomski cikel, so bile banke pod pritiskom, kako zagotavljati lastno kapitalsko in likvidnostno ustreznost (Fišer, 2014). Zaradi tega in zaradi slabih posojil v preteklosti banke na trg niso plasirale takšnih količin denarja kot pred finančno krizo. Vse to je za podjetja predstavljalo pritisk pri zagotavljanju sredstev za kratkoročno financiranje. Tako so začela podjetja iskati tudi notranje vire financiranja, med katere lahko uvrstimo tudi učinkovito obvladovanje obratnega kapitala.

Rezultati raziskave o obvladovanju obratnega kapitala, ki jo je izvedla družba REL Consultancy Group, so pokazali, da imajo ameriška in evropska podjetja od 20 do 30 odstotkov več obratnega kapitala, kot bi ga dejansko potrebovala. Ugotovitve raziskave, ki je zajela tisoč največjih evropskih podjetij, ki kotirajo na borzi, razkrivajo, da lahko vsako

podjetje zmanjša obseg obratnega kapitala, s čimer zmanjša neto zadolženost za 27 do 49 odstotkov ter poveča dobiček za 7 do 20 odstotkov, vse to pa poveča donosnost kapitala (Peterlin & Glavina, 2007). Prav tako Van Horn in Wachowicz (2008) omenjata raziskavo, ki jo je izvedlo svetovalno podjetje The Hackett Group v letu 2006, ki pravi, da ima 2.000 največjih podjetij v ZDA in Evropi v obratni kapital vezano več kot eno milijardo ameriških dolarjev, in to v obliki terjatev, plačanih z zamudo, predčasno plačanih obveznosti do dobaviteljev in zalog, ki se v poslovnem procesu obračajo prepočasi. Analiza *Bridging the gap Annual Global Working Capital Survey*, ki jo pripravlja družba PricewaterhouseCoopers (2015), je pokazala, da je v obratni kapital še danes vezano ogromno denarnih sredstev, ki bi se z učinkovitim obvladovanjem obratnega kapitala lahko sprostil.

Tudi v akademski sferi se je pomen obratnega kapitala povečal. Bibliometrična raziskava »*State of Working Capital Management Research: Bibliometric Study*«, ki jo omenja Pirttilä (2014) kaže, da se je število znanstvenih člankov, ki se vežejo na obratni kapital, od leta 1990 do 2010 povečalo. Podobna raziskava je bila objavljena tudi za leta od 2011 do 2013. Slika 1 prikazuje število znanstvenih člankov, ki so bili objavljeni med letoma 1990 in 2013 in se vežejo na obvladovanje obratnega kapitala.

Slika 1: Število objavljenih člankov med letoma 1990 in 2013



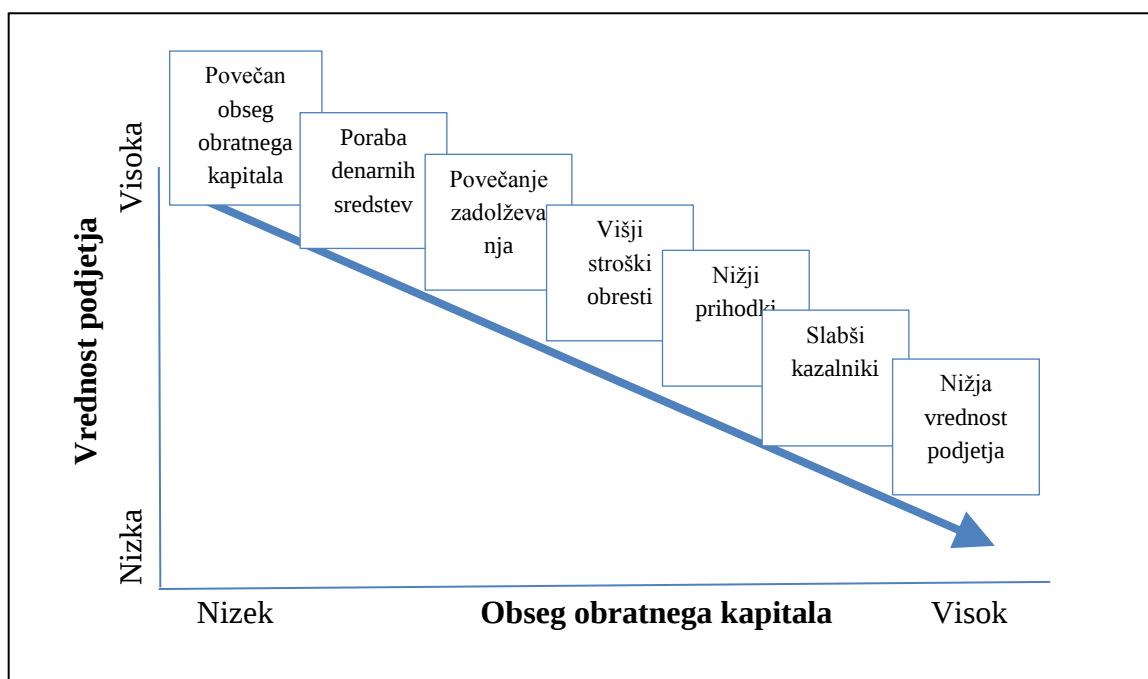
Vir: M. Pirttilä, *The Cycle times of working capital*, 2014, str. 25, tabela 4.

Raziskava ne vključuje znanstvenih člankov, ki se nanašajo zgolj na pojasnjevanje posameznih sestavin obratnega kapitala, ampak so bili v raziskavo vključeni le članki, ki tretirajo obratni kapital kot celoto. Podatki za raziskavo so bili pridobljeni iz podatkovne baze *ISI Web of Science* in *Scopus*. Med letoma 1991 in 2010 je bilo objavljenih 23

znanstvenih člankov, vezanih na obvladovanje obratnega kapitala, med letoma 2011 in 2013 pa kar 39. Največ člankov je bilo objavljenih v znanstvenih revijah *International Research Journal of Finance and Economics*, *European Journal of Scientific Research* in *Research Journal of Business Management*. Raziskava je pokazala, da se je število znanstvenih člankov skozi obdobje povečalo. Nadaljnje je raziskava predpostavila, da je to povečanje objavljenih člankov povezano z vse večjim zanimanjem poslovnega sveta za obvladovanje obratnega kapitala, vendar pa je potrebno dodati, da je bil v tem obdobju prav tako zaznan trend povečevanja objavljanja vseh člankov, ne samo tistih, ki vključujejo obvladovanje obratnega kapitala.

Pomembnost obratnega kapitala lahko merimo tudi z vidika njegovega vpliva na vrednotenje celotnega podjetja. Jeffery (2009) je poudaril »domino efekt«, ki nastane, če se podjetje v relativno kratkem času sooči z znatnim povečanjem obratnega kapitala. To najprej povzroči, da začne podjetju primanjkovati denarnih sredstev. Zaradi tega se mora dodatno zadolževati ali pa zniževati raven investiranja. Dodatno zadolževanje povečuje stroške zadolževanja in v najslabšem slučaju pripelje do višjih obrestnih mer za posojeni denar, kar dodatno poveča stroške. Zaradi povečanih stroškov se prihodek podjetja niža in s tem se slabšajo kazalniki poslovanja podjetja, ki pa so merilo za vrednotenje podjetja. Slika 2 prikazuje odnos med obratnim kapitalom in vrednostjo podjetja.

Slika 2: Vpliv obratnega kapitala na vrednost podjetja



Vir: C. Jeffery, *The Strategic Treasurer*, 2009, str. 85, tabela 7.4.

Swarup (2011) pravi, da lahko na pomembnost obratnega kapitala gledamo tudi z naslednjih treh vidikov:

- Donosnosti sredstev: iz formule za donosnost sredstev ($ROA = \text{čisti dobiček} / (\text{dolgoročna} + \text{kratkoročna sredstva})$) je razvidno, da ima obratni kapital direkten vpliv na donosnost sredstev podjetja. V kolikor podjetje ne optimira nivoja obratnega kapitala, so lahko v obratnem kapitalu vezana denarna sredstva, ki pa ne prispevajo k povečanju obsega prodaje in posledično zgolj zmanjšajo donosnost sredstev podjetja.
- Obsega vlaganja v obratni kapital: skozi čas se odstotek vlaganj v obratni kapital, glede na celotna vlaganja podjetja, povečuje. Zaradi amortizacije osnovnih sredstev se njihova vrednost znižuje in v kolikor pride do povečanja prodaje, se odstotek vlaganj v obratni kapital zvišuje.
- Obsega prodaje: ustrezen nivo obratnih sredstev je posredni pogoj za rast obsega prodaje. Tako lahko restriktivna politika obvladovanja terjatev znižuje prodajo zaradi strogo postavljenih meril oz. lahko ohlapna politika obvladovanja terjatev pripelje do povečanja prodaje, vendar večjih izgub zaradi neizterljivosti terjatev. Prav tako lahko ima negativen učinek na obseg prodaje pomanjkanje ustreznih zalog.

1.2 Obvladovanje obratnega kapitala

Obvladovanje obratnega kapitala je pomembno iz več vidikov. Tako na primer Van Horn in Wachowicz (2008) pravita, da obratna sredstva tipičnega proizvodnega podjetja predstavljajo več kot polovico celotnih sredstev podjetja. Pri podjetjih, ki se ukvarjajo z distribucijo, pa je lahko ta delež še večji. Prekomerna raven obratnih sredstev podjetja ima lahko za posledico podpovprečen kazalnik donosnosti na naložbe (ROI). Na drugi strani pa imajo lahko podjetja s prenizko ravniyo obratnih sredstev težave pri zagotavljanju nemotenega poslovnega procesa. Kratkoročne obveznosti manjših podjetij predstavljajo glavni vir financiranja. Ta podjetja nimajo dostopa do kapitalskih trgov, kjer bi se lahko zadolževala, razen tako, da pridobijo hipotekarni kredit. Tudi hitro rastoča večja podjetja se poslužujejo kratkoročnih obveznosti kot vira financiranja.

Upravljanje z obratnim kapitalom vključuje aktivnosti, povezane s kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi poslovnimi dolgovi. Gre za odločitve o obsegu obratnih sredstev in obveznosti do dobaviteljev, ki vplivajo na zadolženost podjetja, oziroma na odločitve o obsegu potrebnih denarnih sredstev za zagotavljanje plačilne sposobnosti podjetja (Peterlin & Glavina, 2007). Z zmanjševanjem obsega sredstev, vezanih v poslovnem procesu, zmanjšamo potrebe po virih financiranja, kar znižuje stroške poslovanja (Peterlin & Glavina, 2007).

»Pokaži mi kako podjetje obvladuje obratni kapital, pa ti povem, če vodstvo ve kaj dela«, Rutger Ford (v Poiters, 2007). Finančniki v podjetjih imajo v praksi različne stopnje odgovornosti oz. pristojnosti, ki se nanašajo na sestavine obratnega kapitala. Na splošno so

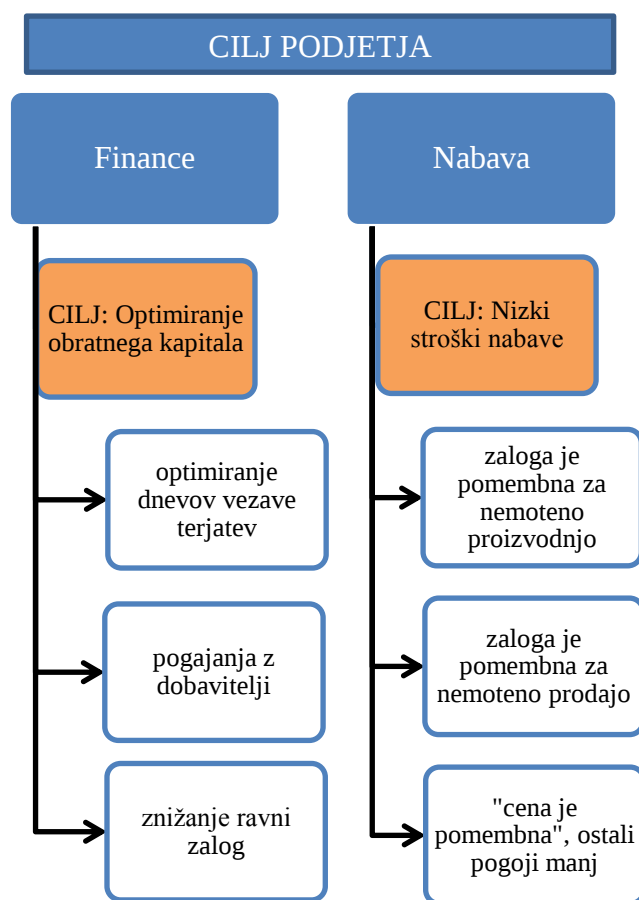
odgovorni za odločitve glede optimiranja denarnih sredstev, naložbenja v kratkoročne vrednostne papirje, obveznosti do dobaviteljev in kratkoročnega dolga. Odločitve, ki se nanašajo na terjatve do kupcev, zahtevajo sodelovanje s prodajnim oddelkom, odločitve glede zalog pa so podrejene odločitvam proizvodnega in prodajnega posloводства (Steyn, 2008). Kljub temu pa je finančno posloводство odgovorno za vsako sestavino obratnega kapitala do te mere, da spremlja in meri posamezne sestavine, zaznava odstopanja in predvidi možne posledice spremembe le-teh. Vpliv se vidi tudi preko postavljanja in spremljanja izvajanja ustreznih politik posameznih postavk obratnega kapitala. Obvladovanje obratnega kapitala je pomemben skupni imenovalac proizvodnje, trženja in financ. Vsaka poslovna odločitev ima finančne posledice, ki se jasno pokažejo na računu podjetja. Kdorkoli ima v podjetju pooblastila za sprejemanje odločitev, razpolaga z denarjem podjetja (Peterlin & Glavina, 2007).

Obvladovanje obratnega kapitala tako pomeni sodelovanje med različnimi oddelki v podjetju. Težava nastane, ko mora posloводство cilje podjetja »prevesti« na cilje posameznih oddelkov, ki pa so velikokrat usmerjeni v doseganje ciljev svojega oddelka in ne ciljev celotne organizacije. Osredotočenost oddelkov na doseganje lastnih ciljev in ne na cilje celotne organizacije lahko pripelje do negativnih učinkov na celotni proces poslovanja. Na koncu to pomeni, da optimalno delovanje posameznih oddelkov ne pripelje do skupnega optimalnega cilja podjetja. Ta učinek se najbolje vidi prav pri obvladovanju obratnega kapitala.

Slika 3 prikazuje sistem postavljanja ciljev finančnega in nabavnega oddelka in kako lahko enak cilj obeh oddelkov pripelje do posameznih ukrepov, ki med sabo niso usklajeni. Slika prikazuje, kako lahko imajo oddelki podobne cilje, ki se skladajo s ciljem podjetja, vendar ko posamezne cilje definiramo z ukrepi, vidimo, da si lahko ukrepi posameznih oddelkov med sabo nasprotujejo. Na primer, oddelek nabave ima lahko za cilj znižanje stroškov nabave, vendar če to doseže s »kupovanjem na veliko«, z diskontom, je posledica povečanje zalog, kar pa je v nasprotju s ciljem finančnega oddelka. Na drugi strani lahko finančni oddelek omeji raven zalog na določeno stopnjo (in s tem optimira raven obratnega kapitala), vendar lahko povzroči, da pomanjkanje materiala za nemoten proces proizvodnje ali blaga za nemoteno prodajo kupcem ogrozi prodajo.

Postavljanje ciljev in ukrepov na nivoju posameznega oddelka tako ne more biti zgolj v domeni vodij le-teh, ampak morajo pri tem sodelovati tudi ostali oddelki. To je posebej pomembno, kadar podjetje želi optimirati obratni kapital.

Slika 3: Sistem postavljanja ciljev posameznih oddelkov



Vir: Povzeto po C. Jeffery, *The Strategic Treasurer*, 2009.

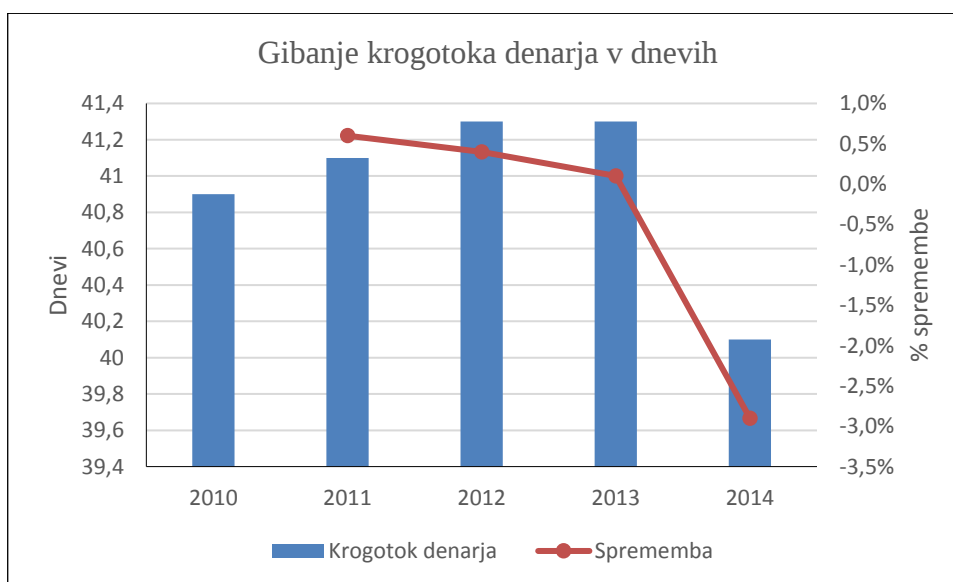
Prav zaradi »oddelčne« razdeljenosti podjetja lahko razložimo rezultate raziskave dela finančnikov v podjetju, kjer finančniki menijo, da obvladovanje obratnega kapitala ne sodi med prioritete njihovega dela. Raziskava European Treasury Survey 2006, ki jo je izvedla revizijska hiša PricewaterhouseCoopers (2006), je namreč pokazala, da finančniki v podjetju menijo, da so njihove prioritete razvrščene po naslednjem vrstnem redu:

- odnosi z bankami,
- dolgoročno zadolževanje,
- obvladovanje finančnih tveganj,
- obvladovanje denarnih tokov,
- kapitalska ustreznost,
- podpora upravi in
- **obvladovanje obratnega kapitala.**

Podoben rezultat je bil objavljen v raziskavi »*Treasury Perspectives 2009–2010*«, ki jo je pripravila EuroFinance skupina (2009), in pravi, da so se sicer prioritete finančnikov v luči spremenile, vendar pa obvladovanje obratnega kapitala še vedno ni zajeto kot celota, ampak je gledano glede na posamezne postavke (politika obvladovanja terjatev, zalog, obveznosti do dobaviteljev, »*supply-chain management*«). Optimiziranje obratnega kapitala ne pomeni zategovanja pasu pri terjatvah do kupcev in zalogah oziroma podaljševanja plačilnih rokov dobaviteljem. Gre za sistematičen proces obvladovanja zalog, terjatev in dolgov, da dosežemo smotrno uporabo vloženih sredstev v poslovnem procesu, s čimer povečamo donosnost kapitala (Peterlin & Glavina, 2007).

Obvladovanje obratnega kapitala lahko dosti pove o tem, kako uspešno je podjetje vodeno. Lahko je pokazatelj dobrega vodenja, podjetju zagotavlja konkurenčno prednost in je »življenjska kri« vsake družbe (PricewaterhouseCoopers, 2015). Analiza Annual Global Working Capital Survey za leto 2015, ki jo pripravlja družba PricewaterhouseCoopers, je pokazala, da je obvladovanje obratnega kapitala prvič po petih letih pokazalo bistveno izboljšanje na tem področju. To pa je prispevalo k 11,3 odstotnemu dvigu obsega denarnih sredstev na računih podjetij. Največja izboljšava je bila zaznana na področju obvladovanja terjatev. Slika 4 prikazuje gibanje krogotoka denarja, vezanega v obratni kapital, v dnevih od leta 2010 do 2014.

Slika 4: Gibanje krogotoka denarja v dnevih za obdobje 2010–2014



Vir: PricewaterhouseCoopers, 2015, 2015 Annual Global Capital Survey.

1.3 Sestavine obratnega kapitala

V okviru finančno-računovodskih izkazov in analiz se največkrat uporablja izraz »obratni kapital«, ki se nanaša na kratkoročna sredstva in kratkoročne obveznosti. V bolj poglobljene namene pa se uporablja termin »neto obratni kapital«, ki se izračuna tako, da se od trenutnih kratkoročnih sredstev prikazanih na levi strani izkaza stanja podjetja (bruto obratni kapital) odštejejo kratkoročne obveznosti, prikazane na desni strani izkaza stanja. Razlika se torej imenuje neto obratni kapital podjetja (Brigham & Daves, 2004).

Slika 5 prikazuje razliko med konceptom obratnega kapitala in neto obratnega kapitala.

Slika 5: Koncept obratnega kapitala in neto obratnega kapitala

Obratni kapital		Neto obratni kapital	
AKTIVA	PASIVA	AKTIVA	PASIVA
Stalna sredstva	Lastniški kapital	Stalna sredstva	Lastniški kapital
	Posojila		Posojila
Zaloge	Obveznosti do dobaviteljev	Zaloge	Neto obratni kapital
Terjatve		Terjatve	Obveznosti do dobaviteljev

Vir: prirejeno po Peterlin & Glavina, 2007, Rasti, biti finančno uspešen in hkrati zniževati dolgove.

V osnovi gledano izračun neto obratnega kapitala prikazuje neto znesek angažiranega kapitala v podjetju, ki se ne uporablja za investiranje v dolgoročna sredstva, kot so na primer naprave in oprema, ampak služi za investiranje v različne postavke kratkoročnih sredstev, kot so terjatve in zaloge, ki so potrebne za vsakdanje poslovanje podjetja (Urbas, 2010).

V primerjavi z dolgoročnimi postavkami bilance stanja (kapitalom, dolgoročnimi obveznostmi in stalnimi sredstvi) je obratni kapital področje tekočega upravljanja premoženja podjetja. Z dnevnimi odločitvami povečujemo ali zmanjšujemo obratni kapital in posledično vplivamo na obseg potrebnega financiranja (Peterlin & Glavina, 2007).

Z vidika denarnih tokov je željeno dosegati negativen obratni kapital. To pomeni, da lahko z obveznostmi do dobaviteljev financiramo celotne zaloge in terjatve do kupcev ter še del stalnih sredstev. Na sliki 6 je prikazan »negativen« obratni kapital.

Slika 6: Negativen neto obratni kapital

AKTIVA	PASIVA
Stalna sredstva	Lastniški kapital
	Posojila
Negativen obratni kapital	Obveznosti do dobaviteljev
Zaloge	
Terjatve	

Vir: J. Peterlin & P. Glavina, *Rasti, biti finančno uspešen in hkrati zniževati dolgove*, 2007, str. 95, slika 14.

1.3.1 Terjatve do kupcev

Kadarkoli podjetje proizvod ali storitev proda in namesto plačila v denarju sprejme obljubo, da bo plačilo opravljeno na določen prihodnji datum, s tem kupcu odobri kredit, ki se pri podjetju prikazuje kot terjatev do kupca. Odobritev kredita prinese podjetju finančna tveganja, ki jih morajo odtehtati koristi same prodaje. Če podjetje odobri preveč kreditov kupcem, ki niso plačilno sposobni, se lahko znajde v težavnem likvidnostnem položaju z veliko terjatev do kupcev, ki jih ni mogoče izterjati (Mramor, 1993).

Terjatve do kupcev so manj likvidna naložba podjetja kot denar ali kratkoročne finančne naložbe. Preden se terjatve do kupcev spremenijo v denar, preteče precej časa, zato je napake, ki so bile storjene s slabimi odločitvami glede kreditiranja kupcev, mnogo dražje popravljati kot slabe odločitve glede upravljanja z denarjem in kratkoročnimi finančnimi naložbami (Mramor, 1993).

Finančni vidiki odobravanja kreditov kupcem so prepleteni s tržnimi odločitvami o potrebnem obsegu prodaje. Če je podjetje preveč zadržano pri odobravanju kreditov, gredo kupci h konkurenčnim podjetjem, kjer lažje dobijo kredit. Finančnik se mora pri odločitvah o politiki obravnavanja kreditov kupcem zavedati tržnega vidika teh kreditov in tesno sodelovati s tistimi v podjetju, ki so odgovorni za prodajo (Mramor, 1993). Na drugi strani pa finančnik ne more gledati samo tržnega vidika kreditov kupcem, ampak mora ohraniti tudi finančni vidik. Finančni vidik pa je tak, da povečane terjatve povečujejo potrebo po financiranju in povečujejo tveganje neizterljivosti teh terjatev.

Kodeks poslovno-finančnih načel pravi, da ima lahko povečevanje terjatev negativne posledice, ki se kažejo zlasti v povečevanju:

- obsega vezanih sredstev v poslovanju,
- stroškov financiranja,
- tveganja pri izterjavi in
- tveganja pri stabilnosti prodaje.

Vse to se kaže v skupnem učinku kot zmanjševanje donosa lastniškega kapitala in/ali povečevanje tveganja pri zagotavljanju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja (Bergant, 1997).

Ustrezna kreditna politika za podjetja naj bi bila tista, ki zahteva maksimalno prodajo ob še sprejemljivi (pričakovani) ravni odpisanih oziroma neizterljivih terjativah ali bolje ob še sprejemljivi ravni stroškov prodaje na odprt račun. Nasprotno je možno doseči tudi minimalno raven neizterljivih terjatev s prodajo kupcem z odlično kreditno sposobnostjo, vendar bodo s tem stroški izgube prodaje zelo visoki. Ob kakršnihkoli spremembah kreditne politike je zelo verjetno, da bo prišlo do spremembe obsega prodaje, deleža slabih kreditov ter stroškov izterjave. Če je politika bolj zaostrena, se zmanjšajo slabe terjatve in stroški izterjave, s tem pa tudi prodaja in obratno (Berk, Lončarski & Zajc, 2002).

Politika upravljanja s terjatvami, Mramor (1993) jo poimenuje kreditna politika, se načeloma nanaša na:

- a) vrste kupcev,
- b) dobo plačila,
- c) ponujene popuste in
- d) načine izterjave.

- a) Podjetja z vzpostavljeno politiko obvladovanja terjatev razvrstijo kupce v določene razrede glede na stopnjo tveganja. Vsak razred ima svoje parametre kontrole in ukrepanj, ki so odvisni od tveganosti kupca. Podjetja imajo v svojem »portfelju« kupce z visokim, srednjim in nizkim tveganjem. V teoriji ne obstaja kupec, ki bi bil brez tveganja. Razvrščanje v posamezne razrede pa je odvisno od politike obvladovanja terjatev. Velikost kupca je vsekakor eden izmed parametrov razvrščanja (načeloma so velika podjetja že z vidika dostopnosti finančnih izkazov, ugleda in finančne moči manj tvegana od malih podjetij). Drugi parameter razvrščanja v razrede tveganj je lahko »pomembnost« kupca za podjetje (v kolikor kupec predstavlja znaten delež v prodaji podjetja, je obravnavan kot tvegan kupec že zaradi vidika odvisnosti podjetja od posameznega kupca – tudi če ima podjetje vse terjatve zavarovane in je poplačano ob likvidaciji, podjetje utrpí škodo zaradi znižanja prodaje). V praksi se dostikrat sliši izrek: »v kolikor ti kupec dolguje 10.000 evrov (v nadaljevanju EUR), je to njegov problem; ko ti kupec dolguje 1.000.000 EUR, pa je tvoj problem«. Tretji parameter razvrščanja v razrede tveganj (mogoče pomembnejši od prvih dveh) je, ali je kupec zavarovan in kako je zavarovan. Kupci, zavarovani s kvalitetnimi instrumenti zavarovanja, za podjetje ne

predstavljajo enakega tveganja kot nezavarovani kupci. Le-ti so manj tvegani, saj v primeru neplačila kupca podjetje unovči zavarovalni instrument in poplača terjatev. Škodo utrpi zgolj zaradi trenutne izgube potencialne prodaje. Obstajajo še drugi parametri razvrščanja, ki pa so manj pomembni.

- b) Doba plačila oz. plačilni rok je število dni odloka plačila za dobavljeno blago ali opravljeno storitev. Načeloma se plačilni roki podjetja za posamezne kupce razlikujejo. Politika obvladovanja terjatev omejuje oziroma priporoča postavljanje plačilnih rokov glede na več parametrov:
- če gre za novega kupca, so priporočeni avansi ali čim krajši plačilni roki, če pa gre za spremembo plačilnega roka pri že obstoječem kupcu, kjer želimo s podaljševanjem plačilnega roka povečati obseg prodaje, je potrebno paziti na kalkulacijo cen, ki bo vključevala podaljšan plačilni rok;
 - geografski položaj kupca (obstajajo velike razlike v plačilnih pogojih v različnih državah, tako so na primer plačilni pogoji v državah zahodne Evrope nižji kot v državah vzhodne Evrope); tem standardom se mora podjetje do neke mere prilagoditi, sploh če na trgu ni prepoznavno ali nima dovolj močne pogajalske pozicije;
 - pogajalska moč kupca – v zadnjem desetletju smo priča predvsem vse večji moči trgovskih verig, ki postavljajo »svoje« plačilne pogoje;
 - pogajalska moč in konkurenčnost prodajalca – bolj kot je podjetje na posameznem trgu »močno«, večji vpliv ima pri postavljanju in uveljavljanju plačilnih pogojev.
- c) Ponujeni popusti pomenijo znižanje cen, ki jih podjetje odobri za predčasno plačilo. Nudenje popustov ima prednost v tem, da lahko količina popustov pospešuje prodajo ter motivira kupce k predčasnemu plačilu. To hkrati izboljšuje denarni tok podjetja in znižuje tveganje neplačila kupca. Vendar nižje cene pomenijo tudi nižje prihodke, razen če je prodana količina tako velika, da upraviči znižanje cen.
- d) Načini izterjave oziroma politika izterjevanja se nanaša na postopke, ki jih podjetje uporabi pri izterjavi neplačanih terjatev. Politika izterjave mora biti v podjetju definirana natančno in z njo morajo biti seznanjeni vsi zaposleni, ki se ukvarjajo s terjatvami. Politika mora vsebovati ključne datume zapadlosti terjatev, ki so nato sprožilec dejanj, ki so prav tako definirana. Prav tako mora politika definirati stopnje odgovornosti in nosilce izterjave. Kljub temu da je politika definirana natančno, pa je v praksi vsaka izterjava drugačna in je odvisna od višine terjatev, geografskega položaja kupca, finančnih razmer kupca in njegove relativne pomembnosti kot poslovnega partnerja.

1.3.2 Zaloge

Zaloge so pomemben del obratnih sredstev proizvodnih in trgovskih podjetij. V zalogah so vezani denarna sredstva, ki vplivajo na prodajo, denarni tok in zadovoljstvo kupcev (Peterlin

& Glavina, 2007). Zaloge so sredstva v opredmeteni obliki, ki so porabljena pri ustvarjanju proizvodov ali opravljanju storitev ali pa so prodana v okviru rednega poslovanja. Na splošno rečemo, da je zaloga vsako sredstvo, porabljeno za izdelavo končnega izdelka, oziroma vsako sredstvo, namenjeno prodaji v okviru rednega poslovanja (Peterlin & Glavina, 2007).

Kodeks poslovno-finančnih načel pravi, da zaloge zajemajo:

- material,
- nedokončana proizvodnja,
- proizvodi,
- trgovsko blago in
- dani predujmi za zaloge.

Pomen zalog je v zagotavljanju nemotene proizvodnje podjetja, saj zagotavljajo fleksibilnost v proizvodnji in prodaji. Pri tem je potrebno kontrolirati, da bi bile zaloge čim manjše, ampak dovolj velike za nemoteno proizvodnjo in prodajo. Zaloge se pojavljajo pri nabavi, proizvodnji in prodaji blaga v proizvodnih podjetjih ali pa samo pri nabavi in prodaji v trgovskih podjetjih. Obseg zalog je odvisen od nabavnih, proizvodnih in prodajnih dejavnikov (Filipič & Mlinarič, 1999).

Kadar podjetje povečuje zaloge, ima to negativne in hkrati pozitivne vplive na poslovanje. Kodeks poslovno-finančnih načel jih definira sledeče – pozitivni vplivi povečanja zalog so lahko zmanjševanje:

- tveganja izgubljenih možnosti prodaje,
- tveganja pri zagotavljanju za proizvodnjo potrebnega materiala,
- stroškov nabave in količinski popusti.

Negativni vplivi povečevanja zalog so zlasti povečevanje:

- obsega vezanih sredstev v poslovanju,
- stroškov financiranja,
- drugih stroškov (skladiščenja, zavarovanja, manipulacije, uničenja, zastaranja in tako naprej), kar se kaže v skupnem učinku zmanjševanja donosa kapitala in/ali povečevanja tveganja pri zagotavljanju kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja (Bergant, 1997).

Finančnik mora strogo nadzorovati obseg kapitala, ki je naložen v zaloge, saj je končni učinek slabega upravljanja z zalogami lahko vsaj tako neugoden kot pri slabemu upravljanju s terjatvami do kupcev. Velikokrat se v podjetjih primeri, da se ne upravlja slabo samo s terjatvami do kupcev, temveč hkrati tudi z zalogami, kar je tudi razumljivo. Tako za prvo

kot za drugo slabo upravljanje je krivo slabo ravnovesje med tržnim in finančnim vidikom njunega upravljanja, čeprav pri upravljanju z zalogami nastopa kot pomemben element tudi proizvodni vidik (Mramor, 1993).

Ravnovesje med tržnim (prodajnim in nabavnim), proizvodnim in finančnim vidikom zalog je pravzaprav ravnovesje med cilji različnih oddelkov oziroma njihovih direktorjev. Prodajni oddelek, kot smo že omenili, želi dovolj velike zaloge končnih proizvodov oziroma trgovskega blaga, da se ne bi izgubljala morebitna prodaja. Proizvodni oddelek, če imamo proizvodno podjetje, želi dovolj velike zaloge materiala in nedokončanih proizvodov, da lahko zagotavlja nemoten potek proizvodnje. Nabavni oddelek ima za cilj doseči čim nižje cene pri nakupu zalog trgovskega blaga ali materiala, kar pomembno vpliva tudi na višino zalog (večji nakupi so običajno po nižjih cenah). Finančnik mora vse cilje uskladiti s finančnim vidikom višine in kvalitete zalog, ki se nanašajo na obseg denarja, naloženega v zaloge, stroške zastaranja in uničenja ter financiranja naložbe v zaloge. Naloga finančnika v podjetju je, da stalno tehtata med koristmi in stroški zalog ter predlaga ustrezno politiko (Mramor, 1993).

1.3.3 Obveznosti do dobaviteljev

Obveznosti do dobaviteljev so običajen vir financiranja podjetja. Nastanejo kot posledica nakupa na odprt račun z opredeljeno zapadlostjo. Vsako podaljšanje roka plačila prinaša dodaten vir financiranja (povečanje obveznosti do dobaviteljev) in nasprotno. Dogovor o plačilnih pogojih je praviloma odvisen od pogajalske moči partnerjev oziroma od poslovnih običajev za posamezno dejavnost ali državo (Bergant, 1997). Vendar pa je potrebno opozoriti, da prinaša podaljševanje roka plačila (ne plačilnih rokov) tudi dodatne stroške, kot so zamudne obresti, stroški neredne in neakovostne dobave in tako naprej.

V okviru obvladovanja obratnega kapitala je poleg obvladovanja zalog in terjatev izjemno pomembna tudi politika obvladovanja obveznosti do dobaviteljev. Med kratkoročne poslovne dolgove uvrščamo obveznosti do dobaviteljev za kupljeno blago ali storitev, kratkoročne obveznosti zaposlencev, obveznosti do države, kratkoročne obveznosti do financerjev v zvezi z obrestmi ter obveznosti v zvezi z razdelitvijo poslovnega izida. Na obseg obveznosti do zaposlencev in države ne moremo aktivno vplivati, saj so plačila zakonsko urejena, zato pa je toliko pomembneje oblikovati ustrezno politiko do dobaviteljev (Peterlin & Glavina, 2007).

Obveznosti do dobaviteljev oz. kratkoročni komercialni krediti (kot so definirani v Kodeksu poslovno-finančnih načel), ki jih kupcu blaga odobrava prodajalec, so ena najpomembnejših oblik kratkoročnega financiranja. Zlasti običajni so pri manjših in hitro rastočih podjetjih. Pri odločanju o »najemu« komercialnega kredita je pomembno upoštevati zlasti:

- običajne pogoje financiranja prodaje v posamezni dejavnosti (za blago večje vrednosti in trajnejše narave so roki vračila daljši),
- konkurenčne ponudbe (pri večji konkurenci so pogoji ugodnejši in bolj izenačeni),
- kreditno sposobnost podjetja (slabšanje njegove kreditne sposobnosti pomeni povečevanje tveganja za dobavitelje, zato se posojilni pogoji slabšajo),
- nekatere tržne dejavnike (sezonsko blago se običajno proda do konca sezone) in splošne gospodarske razmere (konjunktura, recesija in tako naprej) (Bergant, 1997).

2 ANALIZA OBRATNEGA KAPITALA

Tradicionalna finančna analiza je velikokrat nepogrešljiv pripomoček in orodje pri analiziranju preteklega poslovanja podjetja, pri finančnem načrtovanju ali pri posameznih poslovnih odločitvah, ki jih sprejemajo managerji. Temelji na razlagi, da se premoženje lastnikov povečuje takrat, ko podjetje maksimira dobiček. Njen analitični instrumentarij je skromen, prvenstveno se nanaša na analizo računovodskih izkazov, zato njeno jedro predstavlja analiza računovodskih izkazov podjetja. Najpogosteje uporabljene metode in tehnike analize izkazov poslovanja podjetja so (Mramor, 1999):

- analiza absolutnih podatkov: primerjava postavk izkazov poslovanja z načrtovanimi vrednostmi, z vrednostmi primerljivih podjetij in gibanje njihovih vrednosti v času;
- indeksi rasti: primerjava indeksov rasti posameznih postavk izkazov med seboj z indeksi panoge in s primerljivimi podjetji;
- strukturni deleži: deleži posameznih delov izkaza poslovnega izida in bilance stanja, ustreznost strukture kapitala glede na sredstva in obseg dolgov;
- preseki bilanc stanja: ugotavlja in primerja se ročnost sredstev in obveznosti;
- finančni kazalniki: so običajna razmerja med določenimi postavkami izkazov poslovanja podjetja (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida, izkaz denarnih tokov).

V magistrskem delu je analiza obvladovanja obratnega kapitala razdeljena na dva dela. Prvi del se nanaša na analizo s kazalniki, drugi del pa se nanaša na analizo »dnevov vezave« (angl. *cycle times*). S pomočjo analize s kazalniki se lažje analizirajo finančni izkazi podjetja, medtem ko analiza dnevov vezave poslovodstvu pomaga pri vsakodnevnih odločitvah.

2.1 Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala

Pomemben cilj izračunavanja računovodskih kazalnikov in uporabe analitičnih tehnik je ugotavljanje tveganja pri poslovanju podjetja. Pri tem se običajno predpostavlja, da klasična analiza kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti ter dobičkonosnosti implicitno nakazuje verjetnost, da znesek denarnih sredstev podjetja v predvidenem obdobju ne bo dosegal ustrezne velikosti, vendar običajno uporabljeni kazalniki te negotovosti ne merijo neposredno (Duhovnik, 2002). V praksi je izračunavanje računovodskih kazalnikov zelo

pogost analitičen postopek, saj je v računovodskih izkazih na voljo zelo veliko podatkov. Ker pa je vsak podatek sam po sebi neinformativen, ga moramo primerjati s kakim drugim podatkom, da bi ga lahko kvalitativno ovrednotili. Prav tako pa tudi izračunavanje in povezovanje kazalnikov samo po sebi ne zadošča. Iz primerjav kazalnikov so namreč razvidne spremembe na koncu poslovnega obdobja, niso pa razvidni razlogi zanje. Vedno moramo na koncu izračuna računovodskega kazalnika oceniti primernost njegove višine. Do neke mere zadoščajo temu namenu medsebojne primerjave kazalnikov (Duhovnik, 2002a):

- z normativnimi ali načrtovanimi vrednostmi;
- istega podjetja v različnih obračunskih obdobjih (obstaja nevarnost, da analitik spregleda določene izjemne vplive in spremembe, ki so vplivale na izračunano velikost kazalnikov; potrebno je torej kazalnike opazovati v več zaporednih obračunskih obdobjih, ker tovrstno opazovanje precej izravna izjemne vplive in spremembe v posameznih obdobjih);
- različnih podjetij znotraj iste vrste industrije (primerjava kazalnikov različnih podjetij je učinkovita, če uporabnik primerja kazalnike večjega števila podjetij in s tem ugotavlja pozitivna in negativna odstopanja od povprečja. Pri primerjavi mora analitik upoštevati strukturne razlike med podjetji, ki vplivajo na sestavo proizvodnje in stanje na trgu).

Kazalniki, izračunani na podlagi računovodskih kategorij, ne vsebujejo vseh informacij o podjetju. Pri njihovi interpretaciji je potrebno upoštevati omejitve (Fišer, 2014):

- informacije prikazujejo vrednostno, poslovanje podjetja pa vsebuje tudi informacije in poslovne dogodke, ki jih ne moremo vrednostno izraziti;
- temeljijo na računovodskih pravilih, ki vsebujejo tudi ocene in presoje vodstva podjetja o bodočem poslovanju – povečuje se vloga revizorjev pri potrjevanju pravih ocen in presoj bodočih poslovnih dogodkov;
- podajo nam natančno sliko o poslovanju podjetja v preteklosti, na podlagi česar lahko določimo trend poslovanja v prihodnje, katerega veljavnosti pa ne moremo z gotovostjo potrditi;
- računovodski podatki ne zagotavljajo ažurne informacije, izračunani in objavljeni so z zamikom; v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi (v nadaljevanju SRS) in Zakonom o gospodarskih družbah je rok za oddajo zaključnih računov do 31. marca za preteklo leto, rok za oddajo revidiranih izkazov pa do 31. avgusta. Ko so računovodski izkazi dokončni in razpoložljivi, so njihove informacije že zastarele.

Mramor (1993) navaja, da se v praksi od vseh možnih kazalnikov uporablja okoli 40 le-teh. Analitiki izberejo tiste kazalnike, ki ustrezajo namenu analize. Analiza na podlagi računovodskih kazalnikov nam ne poda neposrednih odgovorov na vprašanja o boniteti obravnavanega podjetja, predstavlja pa temeljne informacije o poslovanju podjetja, ki jih lahko v procesu poglobljene analize dopolnimo z drugimi informacijami.

Finančno analizo obvladovanja obratnega kapitala lahko naredimo s pomočjo naslednjih kazalnikov (Pirttila, 2014):

- kratkoročni koeficient (angl. *Current ratio*),
- pospešeni koeficient (angl. *Quick ratio*),
- kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala (angl. *Working capital intensity*),
- koeficient obračanja neto obratnega kapitala (angl. *Working capital turnover*),
- delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih (angl. *Net working capital to total assets*).

2.1.1 Kratkoročni koeficient

Ta kazalec je eden izmed najbolj poznanih in najbolj široko uporabljenih kazalcev. Meri sposobnost podjetja poravnati kratkoročne obveznosti z denarjem in ostalimi kratkoročnimi sredstvi, kot so kratkoročni vrednostni papirji in zaloge. Vrednost kazalca, ki naj bi še zagotavljala plačilno sposobnost podjetja, se razlikuje glede na značilnost poslovanja v posamezni panogi. Obstaja vrsta razlogov, zakaj je v določeni panogi potrebna višja vrednost tega kazalca, če naj bi bila zagotovljena plačilna sposobnost. Eden takšnih razlogov je tudi stabilnost denarnih prejemkov od prodaje. Tako je na primer v proizvodnji težkih orodij stabilnost prodaje nižja in potrebna vrednost kazalca višja (prodaja ni vsakodnevna in običajno je na kredit) kot na primer pri poštnem podjetju (tekoča prodaja s sprotnim ali rednim mesečnim plačevanjem), kjer je stabilnost prejemkov od prodaje velika (Mramor, 1993).

Kratkoročni koeficient izračunamo po naslednji enačbi:

$$\text{kratkoročni koeficient} = \frac{\text{kratkoročna sredstva}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (1)$$

Pri uporabi tega kazalnika in pri njegovem razlaganju moramo biti previdni, saj ne moremo preprosto trditi, da se je plačilna sposobnost podjetja povečala, če se je povečala vrednost kazalnika. Za to trditev obstajata najmanj dva razloga (Igličar & Hočevnar, 1997):

- v števcu kazalnika so celotna kratkoročna sredstva podjetja, ne glede na njihovo obliko; razumljivo je, da bo z denarnimi sredstvi podjetje lažje poravnalo svoje obveznosti kot na primer z zalogami;
- poslovodstvo lahko izboljša vrednost izračunanega koeficienta (če je bil večji od 1) tako, da na koncu leta poravna del kratkoročnih obveznosti; zmanjšata se imenovalci in števec, vendar se celotna vrednost kazalnika poveča.

Zaradi omenjenih omejitev je težko govoriti o pravi velikosti tega kazalnika. Posojilodajalci so v preteklosti največkrat pričakovali, da bo izračunana vrednost kazalnika večja od 2. Kakšna je prava vrednost kazalnika, je odvisno tudi od panoge, v katero podjetje spada.

2.1.2 Pospešeni koeficient

Tudi pospešeni koeficient kaže razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi, le da so iz kratkoročnih sredstev izločene zaloge in aktivne časovne razmejitve. V primerjavi s kratkoročnim koeficientom je pospešeni koeficient boljše merilo plačilne sposobnosti, saj v števcu vsebuje kategorije, ki so denarna sredstva ali kratkoročna sredstva »blizu« denarja. Vrednost pospešenega koeficienta se spreminja po posameznih panogah. V večini analiz se kot ugoden rezultat razume pospešeni koeficient, večji od 1 (Igličar & Hočevvar, 1997). Tukaj je potrebno dodati, da Bergant (2007) opozarja, da je omenjena vrednost pospešenega koeficienta (>1) že zdavnaj opuščena tako v teoriji kot v praksi.

Pospešeni koeficient izračunamo po naslednji enačbi:

$$\text{pospešeni koeficient} = \frac{(\text{denar} + \text{kratkoročne terjatve} + \text{kratkoročne finančne naložbe})}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (2)$$

Cagle, Campbell in Jones (2013) opredeljujejo kratkoročni koeficient in pospešeni koeficient kot statični merili plačilne sposobnosti podjetja in kot taki ne upoštevata časovne komponente. To je čas, v katerem se posamezne kategorije spreminjajo v denar. Tako avtorji trdijo, da je lahko uporaba kratkoročnega in pospešenega koeficienta pri analizi plačilne sposobnosti podjetja zavajajoča, vendar pa se zaradi enostavnega in hitrega izračuna še vedno uporablja tudi v praksi.

Ena izmed glavnih slabosti statičnih meril je ta, da merijo plačilno sposobnost zgolj na en dan v določenem obdobju, likvidnost podjetja pa je odvisna od razmerja med denarnimi prilivi podjetja in potrebnimi denarnimi odlivi podjetja skozi čas. Edino denar in denarni ekvivalenti so podjetju na razpolago takoj, medtem ko ostale kategorije potrebujejo čas, da se pretvorijo v denar. Tako statična merila ne upoštevajo časa, ki je potreben, da se kratkoročna sredstva pretvorijo v denar, oz. časa, ki je na voljo za poplačilo obveznosti.

Nadaljnja slabost statičnih meril je tudi ta, da lahko poslovodstvo podjetja dokaj enostavno vpliva na vrednost le-teh, predvsem na kratkoročni koeficient. To najlažje prikažemo s primerom. Podjetje, ki ima 1 mil EUR kratkoročnih sredstev in 0,75 mil EUR kratkoročnih obveznosti, izkazuje kratkoročni koeficient v višini 1,33. V kolikor podjetje želi obdržati visok kratkoročni koeficient (zaradi finančnih zavez kreditojemalcem), lahko odplača (če ima seveda sredstva za to) 0,5 mil EUR. V bilanci bo imelo podjetje sedaj 0,5 mil EUR sredstev in 0,25 mil EUR obveznosti, kratkoročni koeficient pa bo znašal 2,0. Takšno dejanje

posloводства sicer res izboljša kazalnik plačilne sposobnosti, vendar pa lahko poslabša dejansko plačilno sposobnost podjetja (zmanjša se količina denarja, ki lahko predstavlja »varnostno« zalogo in v kolikor plačane obveznosti niso bile zapadle, podjetje »izgubi« stroške financiranja). Teoretično pa lahko posloводство povečuje kratkoročni koeficient tudi s povečevanjem terjatev do kupcev (s pomočjo podaljševanja plačilnih pogojev).

Dodatna slabost statičnih meril plačilne sposobnosti pa je ta, da jih je težko interpretirati (kljub enostavnemu izračunu). Načeloma višji koeficient pomeni »boljši« rezultat, vendar pa lahko previsok koeficient pomeni neučinkovito uporabo sredstev. Nižji koeficient v splošnem pomeni »slabši« rezultat, vendar je lahko to posledica učinkovitega obvladovanja obratnega kapitala. Kratkoročni koeficient z vrednostjo okoli 1, ki kaže, da so kratkoročne obveznosti »komaj« pokrite s kratkoročnimi sredstvi, ni nujno pokazatelj šibke likvidnosti, če uspe posloводство upravljati z obratnim kapitalom tako, da so denarni prilivi časovno usklajeni z denarnimi odlivi.

Posledično lahko trdimo, da je lahko posploševanje ugotovitev analitikov zgolj na podlagi statičnih meril nevarno početje, v kolikor niso v analizo vključena tudi druga merila, med njimi tudi merila obvladovanja obratnega kapitala.

2.1.3 Kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala

Kazalnik prikazuje obseg obratnega kapitala, ki je potreben na 1 enoto čistih prihodkov od prodaje in kot tak meri »intenzivnost« potrebnih vlaganj v obratni kapital. Pove nam, koliko dodatnih vlaganj v obratni kapital je potrebnih, če želimo povečati čiste prihodke od prodaje za določen znesek.

Kazalnik se izračuna po naslednji enačbi:

$$\text{kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala} = 100 * \frac{\text{neto obratni kapital}}{\text{čisti prihodki od prodaje}} \quad (3)$$

Z vidika obvladovanja obratnega kapitala želimo, da je kazalnik čim nižji, saj nižja vlaganja v obratni kapital pomenijo večjo dobičkonosnost (Swarup, 2011). Vrednost kazalnika 7,5 odstotka nam pove, da potrebujemo za vsako povečanje prihodkov od prodaje za 100 enot 7,5 dodatnih enot vlaganj v obratni kapital.

Kapitalsko intenzivnost neto obratnega kapitala za posamezno podjetje lahko primerjamo skozi čas in tako ugotovimo, kaj se je v podjetju dogajalo z vlaganji v obratni kapital. Če se kazalnik skozi čas povečuje, lahko to pomeni, da se vlaganja v obratni kapital povečujejo hitreje, kot rastejo prihodki od prodaje, kar lahko pomeni, da posloводство z obratnim kapitalom ne ravna učinkovito. Prav tako lahko ta kazalnik uporabimo za primerjavo z drugimi podjetji v panogi.

2.1.4 Koeficient obračanja neto obratnega kapitala

Podjetje uporablja neto obratni kapital, da financira proizvodnjo in kupuje zaloge. Le-te se za podjetje nato »spremenijo« v prihodke od prodaje. Koeficient obračanja neto obratnega kapitala je namenjen analizi odnosa med denarjem, ki ga potrebujemo za financiranje poslovanja, in prodajo, ki je njegova posledica. Na splošno to pomeni, da večji kot je koeficient, boljše je, saj podjetje z nižjimi vložki generira več prodaje (prihodkov od prodaje) (Investopedia, b.l.).

Koeficient se izračuna po naslednji enačbi:

$$\text{koeficient obračanja neto obratnega kapitala} = \frac{\text{čisti prihodki od prodaje}}{\text{neto obratni kapital}} \quad (4)$$

2.1.5 Delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih

Kazalnik prikazuje kapitalsko strukturo podjetja in odraža njegovo finančno stabilnost. Povečan kazalnik je po navadi »dobro« znamenje izboljšanja likvidnosti podjetja skozi čas (Pirttila, 2014).

Kazalnik se izračuna po naslednji enačbi:

$$\text{delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih} = 100 * \frac{\text{neto obratni kapital}}{\text{celotna sredstva}} \quad (5)$$

Pirttila (2014) povzema, da analitiki uporabljajo kazalnike obvladovanja obratnega kapitala kot eno izmed orodij za analizo finančnih izkazov podjetja in kot modele za napovedovanje stečajev podjetja. Vendar pa so bili kazalniki deležni tudi kar nekaj kritik. Tako na primer Pirttila (2014) navaja naslednje avtorje kot kritike posameznih kazalnikov: Guthman (1954) očita »koeficientu« obračanja obratnega kapitala, da v praksi ni tako uporaben kot mnogi trdijo, enako Wright (1956) trdi za kratkoročni koeficient, Kirkman (1986) pa pravi, da kratkoročni in pospešeni koeficient nista dobra indikatorja oz. pokazatelja možnosti bankrota podjetja, verjetno zato, ker sta statični merili. Tako so se v teoriji in praksi razvili drugi modeli analize obvladovanja obratnega kapitala.

2.2 Analiza obvladovanja obratnega kapitala s kazalniki vezav

Bergant (2013) navaja, da se lahko obratni kapital v procesu kroženja denarja uporablja tudi za ocenitev stopnje likvidnosti ter plačilne sposobnosti podjetja. Denarni tok v podjetju je dinamična kategorija in je s tega vidika pomembno, kako se ustvarjeni dobiček med poslovanjem sproti uporablja. Podjetje lahko ima visoko rentabilno poslovanje, pa vendar

lahko zapade v likvidnostne težave, ki lahko v skrajnem primeru privedejo do eksistenčnih težav.

S finančnega vidika je obratni kapital v procesu kroženja denarja sestavljen iz denarja, terjatev do kupcev, zalog in obveznosti. Obratni kapital je potreba, katere posledica je vložek, ki ga podjetje investira v surovine in materiale, proces proizvodnje, gotove izdelke in terjatve, torej v obratna sredstva, da bi lahko poslovalo brez problemov (Bergant, 2013).

Cilj podjetja je skrajševanje časa vezave obratnega kapitala v poslovnem procesu. To pomeni skrajševanje krogotoka denarja, ki je vezan v poslovnem procesu od nabave preko proizvodnega procesa in končno do prodaje kupcu. Čim hitreje unovčujemo terjatve in pospešujemo obrat zalog, hitreje obračamo denar, vezan v terjatvah in zalogah, na drugi strani pa podaljševanje plačilnih rokov pri dobaviteljih pomeni daljše financiranje terjatev in zalog z obveznostmi do dobaviteljev (Peterlin & Glavina, 2007).

2.2.1 Dnevi vezave zalog

Zaloge so pomemben del obratnih sredstev proizvodnih in trgovskih podjetij. Pogosto so največja komponenta obratnega kapitala v podjetju. Predvsem v proizvodnih podjetjih vedno obstaja težnja po velikih zalogah, ki omogočajo tako nemoteno proizvodnjo kot tudi nemoteno prodajo, naloga posloводства pa je, da zagotovi ravnotežje, ki omogoča nemoten poslovni proces in hkrati zagotavlja optimalen obseg sredstev, ki morajo biti vezana v zaloge.

Učinkovitost obvladovanja zalog merimo z dnevi vezave zalog. Informacijo o tem nam da spremljava gibanja dnevov vezave zalog in primerjava s konkurenti (Peterlin & Glavina, 2007). Posloводство ima tako nalogo, da redno spremlja gibanje kazalnika in sproti ugotavlja spremembe v kazalniku ter poskuša le-te ovrednotiti in na podlagi njih ukrepati.

Dnevi vezave zalog nam povedo, koliko dni so v povprečju sredstva vezana v zalogah oziroma koliko dni mora podjetje financirati zaloge, preden jih proda. Krajši kot so dnevi vezave zalog, ugodneje je za podjetje, saj manj časa financira sredstva, ki so v njih vezana. Hkrati to pomeni, da podjetje bolje obvladuje zaloge.

Dneve vezave zalog izračunamo:

$$\text{dnevi vezave zalog} = \frac{365}{\text{koeficient obračanja zalog}} \quad (6)$$

Koeficient obračanja zalog izračunamo kot razmerje med vrednostjo čistih prihodkov od prodaje v obravnavanem obdobju in povprečno vrednostjo zalog v istem obdobju. V števcu lahko uporabimo čiste prihodke od prodaje, nabavno vrednost prodanega blaga, strošek

porabljenega materiala ali še katero drugo vrednost. Izbira je odvisna od razpoložljivih podatkov in namena analize. Najpogosteje se uporabljajo čisti prihodki od prodaje.

Koeficient obračanja zalog izračunamo:

$$\text{koeficient obračanja zalog} = \frac{\text{čisti prihodki od prodaje}}{\text{povprečne zaloge}} \quad (7)$$

Koeficient obračanja meri hitrost, s katero se zaloge spremenijo v terjatev do kupcev ali v denar. Višji kot je koeficient obračanja zalog, nižji so dnevi vezave zalog.

2.2.2 Dnevi vezave terjatev

Cilj obvladovanja terjatev je skrajšati povprečne dneve vezave terjatev (oziroma izboljšati obračanje terjatev), saj tako podjetje zmanjša potrebni obseg sredstev, ki ga mora financirati. *Dnevi vezave terjatev povedo, koliko časa v povprečju podjetje kreditira svoje kupce. Daljši kot je čas kreditiranja kupcev, več sredstev podjetje potrebuje za financiranje terjatev* (Peterlin & Glavina, 2007).

Dneve vezave terjatev izračunamo:

$$\text{dnevi vezave terjatev} = \frac{365}{\text{koeficient obračanja terjatev}} \quad (8)$$

Koeficient obračanja terjatev nam pove, kolikokrat na leto se terjatve preoblikujejo v denar. Izračuna se po naslednji formuli:

$$\text{koeficient obračanja terjatev} = \frac{\text{čisti prihodki od prodaje}}{\text{povprečne terjatve}} \quad (9)$$

Višji kot je koeficient obračanja terjatev, nižji so dnevi, ki so vezani v terjatve. Na koeficient obračanja terjatev in posledično tudi na kazalnik *dnevi vezave terjatev* vpliva kreditna politika podjetja, ki si jo podjetje postavi. Osrednji namen kreditne politike pa je povečati prodajo brez dodatnih stroškov, povezanih z izterjavo terjatev do kupcev. Terjatve do kupcev so manj likvidna naložba kot denar ali kratkoročne finančne naložbe, sprememba terjatev v denarno obliko pa zahteva čas, zato so napake, ki so bile povzročene s slabimi odločitvami glede kreditiranja kupcev, dražje kot slabe odločitve pri obvladovanju denarja (Peterlin & Glavina, 2007).

2.2.3 Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev

Podjetje mora skrbeti za zmanjševanje obsega neto obratnega kapitala, kar pomeni, da poskuša s kratkoročnimi poslovnimi dolгови financirati čim večji del terjatev in zalog. V praksi lahko v povprečju podjetja z obveznostmi do dobaviteljev financirajo le del obratnih sredstev. Zaradi tega je pomembno, da z aktivno politiko nadzora nad plačilnimi pogoji dobaviteljev podjetja poskušajo zmanjšati obseg neto obratnega kapitala in posledično stremijo k manjšemu obsegu financiranja (Peterlin & Glavina, 2007).

Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev nam povedo, v kolikšnem času v povprečju podjetje plačuje svojim dobaviteljem. Dnevi vezave obveznosti se med podjetji razlikujejo, kar je predvsem posledica dejavnosti poslovanja, zato mora podjetje učinkovitost ravnanja z dobavitelji presojati glede na konkurente v isti panogi.

Dneve vezave obveznosti do dobaviteljev izračunamo po naslednji formuli:

$$\text{dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev} = \frac{365}{\text{koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev}} \quad (10)$$

Koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev izračunamo kot kvocient med vrednostjo čistih prihodkov od prodaje v obravnavanem obdobju in povprečnimi obveznostmi do dobaviteljev. Tako kot pri koeficientu obračanja zalog je možno v števcu uporabiti čiste prihodke od prodaje, nabavno vrednost prodanega blaga, stroške porabljenega materiala ali še kakšno drugo vrednost. Pomembno je le, da se izračun koeficientov skozi opazovano obdobje ne spreminja, saj tako zagotovimo medsebojno primerljivost podatkov (Peterlin & Glavina, 2007). Izračuna se po naslednji formuli:

$$\text{koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev} = \frac{\text{čisti prihodki od prodaje}}{\text{povprečne obveznosti do dobaviteljev}} \quad (11)$$

Višji kot je koeficient obračanja obveznosti do dobaviteljev, nižji so dnevi, s katerimi lahko podjetje financira svoja obratna sredstva. Tako je za podjetje pomembno, da skuša s pomočjo politike podaljševanja rokov plačil vplivati na končni krogotok denarja. Politika podaljševanja rokov plačil pa lahko ima za podjetje tudi negativne posledice, saj bodo dobavitelji zaradi podaljševanja rokov lahko poslabšali ostale kreditne pogoje, zahtevali dodatna zavarovanja in podobno.

2.3 Krogotok denarja

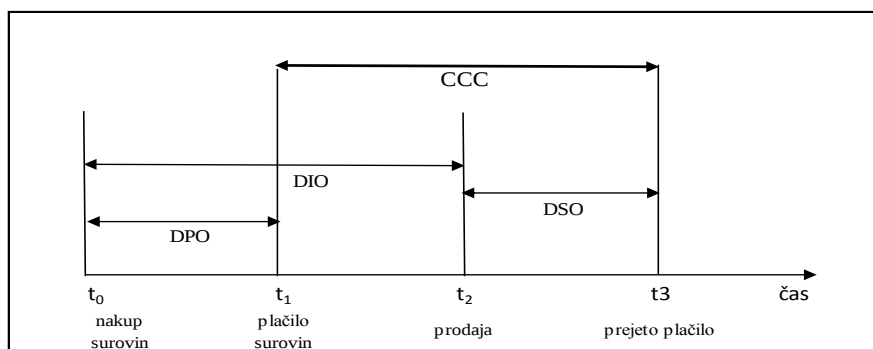
V skladu z obvladovanjem obratnega kapitala se za osnovno merjenje obratnega kapitala največkrat uporablja krogotok denarja (angl. *cash conversion cycle*, v nadaljevanju CCC).

To pomeni, da je učinkovitost obratnega kapitala odvisna od čim hitrejših plačil in čim počasnejših izplačil.

Richards in Laughlin (1980) sta razvila model krogotoka denarja predvsem kot kritiko na takrat obstoječa kazalnika likvidnosti, to sta kratkoročni koeficient in pospešeni koeficient. Opozorila sta na nevarnost, ki preti poslovodstvu podjetja, v kolikor ne posveča dovolj časa in energije likvidnosti podjetja. Nepravilna ocena likvidnostnega položaja podjetja lahko podjetje privede do težav. Po njunem mnenju je lahko uporaba kratkoročnega in pospešenega koeficienta pri presojanju likvidnosti podjetja nevarna in zavajajoča. Uporabnost kratkoročnega in pospešenega koeficienta je omejena zaradi njune statične narave, kjer ne upoštevata lastnosti denarnih tokov pri preoblikovanju sredstev v poslovnem procesu. Njuna statičnost v bistvu poudarja in razlaga likvidnost v primeru, da pride v podjetju do likvidacije (takrat se unovčijo vse terjatve in prodajo zaloge), ne pa v primeru, da ima podjetje kontinuirano dejavnost. Poudarjata, da je cilj poslovodstva podjetja izogibati se situacijam, v katerih lahko pride do likvidacije podjetja. Prav zaradi tega poslovodstvo za analiziranje likvidnosti podjetja ne more uporabljati takšnih kazalnikov, ki v osnovi predvidevajo, da lahko podjetje poplača svoje obveznosti tako, da v primeru likvidacije »unovči« svoja sredstva.

Krogotok denarja predstavlja dolžino časa (merjenega v dnevih), ko so sredstva podjetja vezana v obratni kapital, začenši od trenutka plačila obveznosti do dobaviteljev do takrat, ko podjetje na svoj račun prejme plačilo za prodane proizvode. To je čas, ki je potreben, da 1 enoto porabljenega denarja podjetje dobi nazaj s pomočjo rednega poslovanja. Krogotok denarja je sestavljen iz treh »kazalnikov vezave«. To so dnevi vezave zalog (angl. *Days Inventory Outstanding*, v nadaljevanju DIO), dnevi vezave terjatev (angl. *Days Sales Outstanding*, v nadaljevanju DSO) in dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev (angl. *Days Payable Outstanding*, v nadaljevanju DPO). Krogotok denarja lahko prikažemo s pomočjo Slike 7.

Slika 7: Krogotok denarja (CCC)



Vir: prirejeno po Richards & Laughlin, 1980, *A cash conversion cycle approach*.

Krogotok denarja se izračuna po naslednji formuli:

$$\text{krogotok denarja (CCC)} = \text{dnevi vezave zalog (DIO)} + \text{dnevi vezave terjatev (DSO)} - \text{dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev (DPO)} \quad (12)$$

»Tridelna« formula za izračun krogotoka denarja prikazuje čas, ki ga podjetje potrebuje, da proda svoje zaloge, izterja terjatve in plača svoje obveznosti do dobaviteljev. Zaradi časovne komponente, ki je vključena v formulo (s tem, da upošteva, kako »blizu denarja« je posamezna postavka), je krogotok denarja boljše merilo likvidnosti podjetja. Krajši kot je krogotok denarja, bolj likvidno je podjetje (Cagle, Campbell & Jones, 2013).

Prvi del formule (DIO) meri čas, ki ga podjetje porabi, da svoje zaloge spremeni v terjatve (proda izdelek). Nezaželeno povečanje zalog zaradi počasnega spreminjanja zalog v terjatve bi pomenilo slabši oz. počasnejši krogotok denarja. Na drugi strani kratkoročni koeficient ne razlikuje med zalogami in denarjem, se prvi ne razlikuje med likvidnimi sredstvi podjetja (kot je denar) in manj likvidnimi sredstvi (kot so zaloge), ki pa niso takoj na razpolago za poplačilo obveznosti podjetja.

Drugi del formule (DSO) meri čas, ki ga podjetje porabi, da svoje terjatve unovči oz. jih »spremeni« v denar. V kolikor podjetje spremeni svojo politiko obvladovanja terjatev v smeri, da je le-ta bolj ohlapna in ima podjetje več »naložb« v terjativah, se to ne bo odražalo na kratkoročnem kazalniku, se bo pa na krogotoku denarja, in sicer kot podaljšanje dnevov vezave.

Tretji del formule (DPO) meri čas, ki ga ima podjetje, da odloži plačilo svojih obveznosti do dobaviteljev. Ta del formule upošteva dolžino časa, s pomočjo katerega lahko podjetje »brezobrestno« financira svoja sredstva s pomočjo dobaviteljev. Daljši kot je čas takšnega financiranja (ne da tvegamo odnos do dobaviteljev), boljši je položaj podjetja glede financiranja obratnega kapitala. Statično merilo likvidnosti, to je kratkoročni koeficient, tega ne odraža, ampak prav nasprotno, kaže, da se je likvidnostna situacija v podjetju poslabšala.

Avtorja modela krogotoka denarja Richards in Laughlin (1980) zagovarjata, da je krajši krogotok denarja bolj ugoden za podjetje in njegov likvidnostni položaj. Praksa pa je pokazala, da imajo lahko podjetja tudi negativen krogotok denarja. To pomeni, da poslovodstvo v podjetju upravlja z obratnim kapitalom na tak način, da lahko v povprečju kupi surovine, proda zaloge in izterja denar, preden mora poravnati svoje obveznosti do dobaviteljev.

Gentry, Vaidyanathan in Lee (1990) so model krogotoka denarja poskušali dopolniti tako, da bi povečali njegovo natančnost. Obstoječi krogotok denarja se osredotoča zgolj na čas finančnih tokov, ki izhajajo iz postavk zalog, terjatev in obveznosti do dobaviteljev, ne osredotoča pa se na obseg te-teh postavk. Tako Gentry et al. predlagajo, da se namesto

obstoječega krogotoka denarja uporablja tehtani krogotok denarja (angl. *Weighted cash conversion cycle – WCCC*), ki bo združeval tako čas finančnih tokov določenih postavk kot tudi vrednosti le-teh. Tehtani krogotok denarja bi bil opredeljen kot tehtano število dni vezave sredstev v obliki terjatev, zalog in obveznosti, pomanjšan s tehtanim številom dni vezave finančnih tokov zaradi odloga plačila obveznosti do dobaviteljev (Urbas, 2010). Uteži za izračun tehtanega krogotoka denarja so izračunane tako, da se znesek posameznih postavk deli s celotno vrednostjo sredstev. Model tehtanega krogotoka denarja pa za izračun zahteva interne informacije o poslovanju podjetja, ki so težko dostopne. Tako zunanji analitiki tega modela ne morejo uporabljati za presojo plačilne sposobnosti podjetja. Namenjen je bolj interni uporabi posloводства.

Naslednja dopolnitev modela krogotoka denarja je model prilagojenega krogotoka denarja (angl. *Net trade cycle*, v nadaljevanju NTC), ki sta ga predstavila Shin in Soenen (1998) v svojem delu *Efficiency of Working capital management and corporate profitability*. Model prilagojenega krogotoka denarja se od obstoječega modela razlikuje samo v izračunu komponent obratnega kapitala. Prilagojeni krogotok denarja pri izračunu vseh treh komponent v imenovalcu uporablja čiste prihodke od prodaje, medtem ko klasični krogotok denarja pri izračunu v imenovalcu uporablja različne računovodske kategorije.

Spodaj je prikazana razlika izračuna klasičnega in prilagojenega krogotoka denarja (CCC in NTC).

$$CCC = \frac{\text{povp. zaloge}}{COGS*} * 365 + \frac{\text{povprečne terjatve}}{\text{čisti prihodki od prodaje}} * 365 - \frac{\text{obveznosti do dobaviteljev, delavcev in države}}{COGS* + \text{stroški prodaje in administracije}} * 365$$

Legenda: COGS – cost of goods sold (stroški prodanih proizvodov)

$$NTC = \frac{\text{povp. zaloge}}{\text{čisti prihodki od prodaje}} * 365 + \frac{\text{povprečne terjatve}}{\text{čisti prihodki od prodaje}} * 365 - \frac{\text{obveznosti do dobaviteljev}}{\text{čisti prihodki od prodaje}} * 365$$

Shin in Soenen (1998) sta omenila oziroma opozorila, da je prilagojen krogotok denarja povezan z vprašanjem vrednosti podjetja in z dodano vrednostjo za lastnike podjetja. Krajši kot je cikel prilagojenega krogotoka denarja, večja je sedanja vrednost denarnih tokov, generiranih iz sredstev podjetja, in kot taka ima večjo vrednost za lastnike podjetja. Krajši kot je cikel prilagojenega krogotoka, bolj učinkovito posloводство upravlja z obratnim kapitalom in nižja je potreba po zunanjem financiranju ter s tem boljša finančna uspešnost poslovanja. V svoji raziskavi sta potrdila, da obstaja močna negativna povezava med trajanjem prilagojenega krogotoka denarja in dobičkonosnostjo podjetja.

2.4 Vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja

Kar nekaj študij je bilo že opravljenih na temo obvladovanja obratnega kapitala in njegov vpliv na dobičkonosnost podjetja. Večina avtorjev je za merilo dobičkonosnosti podjetja

uporabila klasične mere dobičkonosnosti (na primer dobičkonosnost sredstev), kot merilo za učinkovitost obvladovanja obratnega kapitala pa krogotok denarja. Največkrat uporabljene metode analize pa so bile korelacijska analiza, linearna regresija in večkratna (multipla) regresija.

V Tabeli 1 je prikazan seznam izbranih študij s področja vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja. Prvi štirje članki predstavljajo zgodnje študije vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja in so v kasnejših študijah tudi največkrat omenjene, zato bodo v magistrskem delu tudi podrobneje prikazane. Preostale študije, navedene v tabeli, služijo zgolj za prikaz povečevanja pomembnosti obvladovanja obratnega kapitala v zadnjih letih. Kot je razvidno iz tabele, so le-te geografsko zelo razpršene.

Tabela 1: Izbrane študije vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja

Letnica objave	Avtor (-ji)	Naslov študije
1998	Shin, H. in Soenen, L.	Efficiency of working capital and corporate profitability
2003	Deloof, M.	Does working capital management affect profitability of Belgian firms?
2006	Lazaridis, I. in Tryfonidis, D.	Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange
2007	Garcia-Teruel, P. J. in Martinez-Solano, P.	Effects of working capital management on SME profitability
2014	Enqvist, J., Graham, M. in Nikkinen, J.	The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland
2014	Ukaegbu, B.	The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa
2014	De Almeida, J. R. in Eid, W. Jr.	Access to finance, working capital management and company value: Evidence from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA

se nadaljuje

Tabela 1: Izbrane študije vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja (nad.)

Letnica objave	Avtor (-ji)	Naslov študije
2014	Sharaf, R.,F in Haddad, F.,S.	The relationship between working capital management and profitability for industrial companies listed in Amman stock exchange
2016	Afrifa, G. A.	Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs

Shin in Soenen (1998) v svojem delu raziskujeta razmerje med obvladovanjem obratnega kapitala in donosnostjo podjetja na podlagi vzorca podjetij, ki sta ga pridobila iz podatkovne baze »Compustat«. Vzorec zajema obdobje od leta 1975 do leta 1994, iz njega pa so bila izvzeta finančna in storitvena podjetja ter podjetja z manjkajočimi podatki. Tako je nastal vzorec z 58.985 rezultati. Za merilo učinkovitosti obratnega kapitala sta uporabila prilagojeni krogotok denarja, medtem ko sta za merila donosnosti vzela donosnost sredstev in donosnost prodaje. V analizi sta zajela še kratkoročni koeficient, rast prodaje in kazalnik dolga. S korelacijsko analizo (s pomočjo Personovega in Spearmanovega korelacijskega koeficienta) sta najprej raziskala razmerje med dolžino (trajanjem) prilagojenega krogotoka denarja in donosnostjo podjetja. Oba korelacijska koeficienta sta pokazala, da obstaja močna negativna povezava med dolžino prilagojenega krogotoka in obema kazalcema donosnosti. Tako rezultati analize potrjujejo hipotezo, da je učinkovito obvladovanje obratnega kapitala povezano z večjo donosnostjo, na drugi strani pa je analiza pokazala, da ima kratkoročni koeficient pozitivno povezavo z donosnostjo in ga kot takega naj ne bi uporabljali pri preverjanju likvidnosti podjetja.

Deloof (2003) v svojem delu raziskuje razmerje med obvladovanjem obratnega kapitala in dobičkonosnostjo na podlagi vzorca poslovanja 1.009 velikih belgijskih nefinančnih podjetij v obdobju 1992–1996. Za merilo učinkovitosti obratnega kapitala je avtor uporabil krogotok denarja, ki je sestavljen iz treh komponent: dnevov vezave zalog, dnevov vezave terjatev in dnevov vezave obveznosti do dobaviteljev. Za merilo dobičkonosnosti pa je uporabil kazalnik, ki temelji na bruto dobičku iz poslovanja. Kazalnik ima naslednjo formulo:
$$\text{(prihodki od prodaje - stroški porabljenega materiala)} / \text{(celotna sredstva - finančna sredstva)}$$
 Vzorec je zajemal veliko podjetij, ki imajo v povprečju precejšen del finančnih sredstev v celotnih sredstvih. Kazalnik dobičkonosnost sredstev (angl. *Return on Assets*, v nadaljevanju ROA) prav zaradi tega dejstva ne more biti dobro merilo dobičkonosnosti (s kazalnikom ne moremo natančno oceniti, kakšen vpliv na dobičkonosnost ima redno poslovanje in kakšen vpliv imajo druge funkcije). Dobičkonosnost prav tako ni bila izmerjena s pomočjo vrednotenja delnic podjetij, saj je v tistem času le malo opazovanih podjetij kotiralo na borzi. S pomočjo Pearsonovega koeficienta korelacije in regresijske

analize je avtor dokazal, da obstaja negativna povezava med dobičkonosnostjo in merami obratnega kapitala (dnevi vezave zalog, dnevi vezave terjatev, dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev in krogotokom denarja). Slabost Pearsonovega koeficienta pa je ta, da ne omogoča identificiranja, kaj je vzrok in kaj posledica – ali dobičkonosnost podjetja vpliva na obvladovanje obratnega kapitala ali obvladovanje obratnega kapitala vpliva na dobičkonosnost. Rezultati študije kažejo, da lahko poslovodstvo z zmanjšanjem dni vezave zalog in kratkoročnih terjatev znatno vpliva na donosnost podjetja. Ugotovitve so tudi, da manj donosna podjetja čakajo dlje, preden plačajo svoje obveznosti.

Lazaridis in Tryfonidis (2006) v svojem delu prav tako raziskujeta odnos med obvladovanjem obratnega kapitala in dobičkonosnostjo podjetja. Za analizo sta uporabila poslovanje 131 velikih podjetij, ki so kotirala na atenski borzi v obdobju 2001–2004. Pri svoji analizi sta kot merilo učinkovitosti obvladovanja obratnega kapitala uporabila krogotok denarja (z analiziranjem vsake postavke krogotoka posebej). Kot merilo dobičkonosnosti podjetja pa sta postavila kazalnik, ki temelji na bruto dobičku iz poslovanja. Kazalnik ima naslednjo formulo: $(\text{prihodki od prodaje} - \text{stroški porabljenega materiala}) / (\text{celotna sredstva} - \text{finančna sredstva})$. Kazalnik je bil uporabljen zaradi dveh razlogov: s pomočjo števca sta avtorja želela povezati rezultate raziskave zgolj s poslovanjem podjetja (se osredotočiti na osnovne poslovne procese v podjetju), s pomočjo imenovalca pa sta želela izločiti iz poslovanja vse finančne vplive, ki bi lahko nastali. S pomočjo multiple regresije sta prišla do naslednjih zaključkov: potrdila sta študijo Shin in Soenen (1998) ter Deloof (2003), kjer obstaja močna negativna povezava med dobičkonosnostjo podjetja in dolžino krogotoka denarja (kot merilo učinkovitosti obvladovanja obratnega kapitala), vendar pravita, da je bruto dobiček iz poslovanja tisti, ki vpliva na odnos poslovodstva do obvladovanja obratnega kapitala. Nižji bruto dobiček iz poslovanja je povezan s povečanjem števila dni vezave obveznosti do dobaviteljev. To lahko pripelje do zaključka, da manj dobičkonosna podjetja svoje obveznosti plačujejo kasneje. Negativni odnos med terjatvami in dobičkonosnostjo predlaga možnost, da bodo manj dobičkonosna podjetja zasledovala cilj znižanja obsega terjatev zaradi zmanjšanja denarne vrzeli (krajši krogotok denarja). Prav tako negativna povezava med dnevi vezave zalog in dobičkonosnostjo podjetja nakazuje situacijo, kjer lahko ob nenadnem velikem padcu prodaje skupaj z neučinkovitim obvladovanjem zalog pride do nepotrebne vezave denarnih sredstev v obratnih sredstvih, kar na koncu pripelje do znižanja dobičkonosnosti podjetja. Zaključila sta, da lahko poslovodstvo kreira dobiček z učinkovitim obvladovanjem obratnega kapitala tako, da vsako komponento obratnega kapitala »drži« na optimalnem nivoju.

Garcia-Teruel in Martinez-Solano (2007) v svojem delu raziskujeta vpliv obratnega kapitala na dobičkonosnost malih in srednje velikih španskih podjetij. Analiza je bila opravljena na podlagi vzorca 8.872 podjetij za obdobje 1996–2002. Študija je posebej zanimiva zato, ker so predhodne študije obravnavale povezavo med obratnim kapitalom in dobičkonosnostjo zgolj na vzorcu velikih podjetij, ta pa obravnava omenjeno povezavo za mala in srednje velika podjetja. Obratna sredstva teh podjetij (vključenih v raziskavo) predstavljajo 69 %

vseh sredstev podjetja, medtem ko kratkoročne obveznosti predstavljajo kar 52 % vseh obveznosti. Zaradi omejenega dostopa do finančnih trgov tako kratkoročne obveznosti pomenijo glavni vir zunanjega financiranja podjetja. Pri analizi vpliva obratnega kapitala na dobičkonosnost podjetja sta avtorja za merilo dobičkonosnosti vzela kazalnik dobičkonosnost sredstev (ROA), kot merilo učinkovitosti pa krogotok denarja (CCC). S pomočjo izračunanih dnevov vezave zalog, dnevov vezave terjatev in dnevov vezave obveznosti do dobaviteljev sta ocenila krogotok denarja. V raziskavi sta uporabila linearno in multiplo regresijo. Rezultati raziskave so bili podobni kot pri predhodnih študijah Shin in Soenen (1998) ter Deloof (2003); obratni kapital ima pomembno vlogo pri ustvarjanju vrednosti za podjetje. Obstaja močna negativna povezava med dobičkonosnostjo podjetja in dnevi vezave zalog ter dnevi vezave terjatev, vendar pa avtorja na podlagi raziskave ne moreta potrditi, da velja enako za povezavo med dobičkonosnostjo podjetja in dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev.

2.5 Obratni kapital kot generator denarnih tokov

Denar je najbolj likvidna naložba, ki ne prinaša nobenih donosov, kar pomeni, da zmanjšuje donosnost lastniškega kapitala in ceno delnice. Optimalno je torej imeti čim manjši obseg denarja, ki še omogoča nemoteno poslovanje (poravnavanje obveznosti). Podjetju lahko držanje denarja pomeni prednost, in sicer zaradi zmožnosti izkoriščanja ugodnih gotovinskih popustov dobaviteljev, zaradi ohranjanja visoke kreditne sposobnosti, zaradi izkoriščanja posebnih poslovnih priložnosti ipd. (Berk et al., 2002).

Podjetja držijo denar zaradi naslednjih motivov (Berk et al., 2002):

- transakcijski motiv omogoča podjetju zadovoljiti potrebe iz naslova vsakodnevnega poslovanja;
- plačilo bankam za posojila in storitve, npr. v obliki vzdrževanja minimalnih stanj na računih ali terminskih depozitov;
- varnostni motiv – podjetje drži varnostne rezerve denarja zaradi ublažitve morebitnih neugodnih sezonskih in cikličnih nihanj in
- špekulativni motiv, ki podjetju v poslovnih stikih omogoča boljšo pogajalsko pozicijo in izkoriščanje posebnih priložnosti.

2.5.1 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. Izkaz denarnih tokov se lahko sestavi po neposredni metodi (v tem standardu različici I) ali po posredni metodi (v tem standardu različici II). V izkazu denarnih tokov so izkazani denarni tokovi v obdobju, nastali pri poslovanju (podbilanca A),

naložbenju (podbilanca B) in financiranju (podbilanca C). Denarni izid v obdobju ter začetno in končno stanje denarnih sredstev v obdobju so izkazani v podbilanci Č (SRS 26, 2006).

Izkaz denarnih tokov vsebuje pomembne informacije za odločanje pri poslovanju, financiranju in naložbenju. Na podlagi teh informacij je mogoče ugotoviti razloge za povečanje ali zmanjšanje denarnih sredstev v obračunskem obdobju. Denarna sredstva se lahko povečajo na podlagi poslovanja, novega financiranja (v ožjem pomenu) ali raznaložbenja (v ožjem pomenu), zmanjšajo pa zaradi poslovanja, naložbenja (v ožjem pomenu) ali definciranja (v ožjem pomenu) (SRS 26, 2006).

Denarni tokovi pri poslovanju vključujejo naslednje postavke (SRS 26, 2006):

- prejemki od prodaje proizvodov in storitev + drugi prejemki pri poslovanju;
- izdatki za nakupe materiala in storitev + izdatki za plače in deleže zaposlenih v dobičku + izdatki za dajatve vseh vrst + drugi izdatki pri poslovanju.

Denarni tokovi pri naložbenju vključujejo najmanj naslednje postavke (SRS 26, 2006):

- prejemki od dobljenih obresti in deležev v dobičku drugih + prejemki od odtujitve neopredmetenih in opredmetenih sredstev + prejemki od odtujitve naložbenih nepremičnin + prejemki od odtujitve dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb;
- izdatki za pridobitev neopredmetenih in opredmetenih osnovnih sredstev + izdatki za pridobitev naložbenih nepremičnin + izdatki za pridobitev dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb.

Denarni tokovi pri financiranju vključujejo najmanj naslednje postavke (SRS 26, 2006):

- prejemki od vplačanega kapitala + prejemki od povečanja dolgoročnih in kratkoročnih finančnih obveznosti;
- izdatki za dane obresti, ki se nanašajo na financiranje + izdatki za vračila kapitala + izdatki za odplačila dolgoročnih in kratkoročnih finančnih obveznosti + izdatki za izplačila dividend in drugih deležev v dobičku.

2.5.2 Dejavniki denarnega toka

Ključni dejavniki (gonilniki) denarnega toka v podjetju so (Peterlin & Glavina, 2007):

- rast prodaje,
- prodajna marža,
- stalni stroški,
- strateške naložbe in

- obratni kapital (terjatve, zaloge in obveznosti do dobaviteljev).

Zgoraj omenjeni dejavniki so ključni dejavniki, ki pa niso edini, ki vplivajo na denarni tok. Prav tako niso vsi dejavniki enako pomembni za vsa podjetja. Njihova pomembnost za podjetje je odvisna od panoge, v kateri podjetje posluje, od življenjskega cikla, v katerem se podjetje nahaja, finančne sestave podjetja. Od dejavnosti podjetja je odvisna sestava premoženja, ki je edinstvena za posamezno dejavnost in položaj panoge na trgu. Podjetje v rasti nameni veliko denarja za dolgoročne naložbe v nepremičnine, opremo in trg. Ekonomska upravičenost naložbe in pravilno ocenjen denarni tok naložbe sta bistvena za preživetje podjetja (Peterlin & Glavina, 2007).

Rast prodaje je glavni dejavnik denarnega toka. Povečan obseg denarnega toka je običajno posledica povečanja prodaje, vendar pa se pri rasti prodaje poveča obseg potrebnih sredstev in posledično stroški, ki so s tem povezani. Posledica povečanja prodaje je povečana potreba po financiranju obratnega kapitala (povečane zaloge, povečane terjatve).

Prodajna marža je drugi najpomembnejši dejavnik denarnega toka. Razlika v ceni je pomembna, ker mora pokriti vse stroške, ki so povezani s prodajo, vključujoč splošne stroške in stroške financiranja. Prag pokritja je orodje določanja prodajnih cen, ko v kalkulacijo marže vključimo obseg poslovanja (Peterlin & Glavina, 2007).

Stalni stroški nastanejo neodvisno od tega, koliko blaga ali storitev podjetje proda. To so stroški plač zaposlenih, stroški najemnin, elektrike, zavarovanj in podobno ter pomenijo izdatek za podjetje, ki se na kratek rok ne spreminja. Rast prodaje običajno pomeni zvišanje stalnih stroškov (nakup dodatne opreme, zaposlovanje novih ljudi ...).

Strateške naložbe moramo gledati predvsem z vidika planiranega denarnega toka. Podjetje se odloči za strateško naložbo le v primeru, da bo imela le-ta pozitiven denarni tok. Hkrati pa mora podjetje z danes znanim denarnim tokom financirati naložbo v prihodnje denarne tokove.

Učinkovito obvladovanje obratnega kapitala je prvi pogoj za uspešno obvladovanje denarnih tokov. Obratni kapital vpliva na denarni tok najbolj neposredno in hitro. Terjatve so v podjetju drugo najbolj likvidno sredstvo, takoj za denarjem. Kot take imajo lahko velik vpliv na denarni tok podjetja. Podjetje lahko svoje terjatve proda tretji osebi (angl. *factoring*) ali pa ponudi kupcu popust za predčasno plačilo. Vse to vpliva na denarni tok podjetja. Za obvladovanje zalog z denarnega vidika mora podjetje poznati orodja za merjenje obračanja zalog (pomembni so dnevi vezave zalog, saj mora podjetje zaloge financirati) in metode vrednotenja zalog, ker lahko le tako razmeji poslovno-izidne kategorije od denarnih. Dobavitelji so eden izmed najpomembnejših »sogovornikov« pri obvladovanju denarnih tokov v podjetju, saj je največ izdatkov povezanih prav z obveznostmi do njih.

Cilj podjetja je skrajševanje časa vezave obratnega kapitala v poslovnem procesu. To pomeni skrajševanje krogotoka denarja, ki je vezan v poslovnem procesu od nabave preko proizvodnega procesa in končno do prodaje kupcu. Čim hitreje podjetje unovčuje terjatve in pospešuje obrat zalog, hitreje obrača denar, vezan v terjatvah in zalogah, na drugi strani pa podaljševanje plačilnih rokov pri dobaviteljih pomeni daljše financiranje terjatev in zalog z obveznostmi do dobaviteljev (Peterlin & Glavina, 2007). Z zniževanjem obsega obratnega kapitala naj bi podjetje zmanjševalo potrebe po virih financiranja in s tem stroške financiranja.

Boljše obvladovanje kratkoročnih terjatev vpliva na hitrejša plačila kupcev, kar pomeni dodatni denarni tok, ki ga podjetje lahko uporabi za plačilo kratkoročnih obveznosti brez dodatnega zadolževanja ali za razdolžitev. Vsako povečanje terjatev (bodisi zaradi povečane prodaje, zaradi podaljševanja plačilnih rokov ali povečevanja zamud pri plačilih kupcev) za podjetje predstavlja povečano potrebo po dodatnih finančnih virih. Gledano z vidika ocenjevanja plačilne sposobnosti podjetja, pa je vseeno potrebno izpostaviti, da je povečanje terjatev zaradi povečevanja zamud pri plačilih kupcev dosti bolj »nevarno« za finančno stabilnost podjetja.

Podobne značilnosti veljajo tudi za stanje zalog; manjše kot so zaloge, manjši so stroški skladiščenja, financiranja in ostali povezani stroški. Vsako povečanje zalog za podjetje pomeni povečano potrebo po dodatnem financiranju, vendar pa zaloge ne smejo biti prenizke, saj ima to lahko negativne učinke na nadaljnje poslovanje podjetja (izpad proizvodnje, prodaje ...).

Podaljševanje plačilnih rokov pri dobaviteljih in s tem podaljševanje dnevov vezave obveznosti do dobaviteljev za podjetje pomenita manjšo potrebo po dodatnem financiranju, saj lahko podjetje dlje časa razpolaga s prostimi denarnimi sredstvi oz. z njimi financira terjatve in zaloge. To ima pozitiven učinek na finančno stabilnost podjetja.

2.5.3 Kazalniki denarnega toka

Med kazalnike denarnega toka lahko uvrščamo: enostavni denarni tok, spremembe v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Enostavni denarni tok dobimo kot vsoto čistega dobička (izgube) poslovnega leta in amortizacije v opazovanem obdobju.

Kazalnik spremembe v obratnih sredstvih izračunamo kot seštevek neto povečanja kratkoročnih obveznosti iz poslovanja in pasivnih časovnih razmejitev, zmanjšanem za neto povečanje zalog, povečanje kratkoročnih terjatev iz poslovanja in aktivnih časovnih razmejitev. Povečanje obratnih sredstev je lahko posledica povečanega obsega prodaje gospodarske družbe ali pa dolgotrajnejšega zadrževanja sredstev v zalogah in terjatvah.

Povečanje obsega obratnih sredstev bo zahtevalo pridobitev dodatnih virov njihovega financiranja. Povečanje obratnih sredstev je prikazano kot odtok (negativna vrednost).

Popravljen denarni tok je seštevek enostavnega denarnega toka, odhodkov iz naslova oblikovanja dolgoročnih rezervacij in spremembe v obsegu obratnih sredstev. Popravljen denarni tok predstavlja presežek likvidnih finančnih sredstev, ki so posledica poslovne dejavnosti gospodarske družbe in so osnova za financiranje njene rasti ter za izplačila lastnikom.

Naložbe v opredmetena osnovna sredstva so enake razliki med stanjem opredmetenih osnovnih sredstev ob začetku in koncu leta, zmanjšani za amortizacijo.

3 ANALIZA OBRATNEGA KAPITALA IN DENARNIH TOKOV NA PRIMERIH IZBRANIH PODJETIJ IZ PANOGE BELE TEHNIKE

3.1 Electrolux Group

Podjetje AB Electrolux (v nadaljevanju Electrolux) je bilo ustanovljeno leta 1901 pri združitvi dveh podjetij Lux AB in Svenska Elektron AB na Švedskem. Podjetje se je na začetku ukvarjalo s proizvodnjo velikih svetilk za železniške postaje, kasneje pa (že okoli leta 1912) s proizvodnjo električnih sesalcev. Svojo proizvodnjo je leta 1925 razširilo s hladilniki, leta 1951 s pralnimi stroji in tako dalje. Danes je Electrolux drugi največji proizvajalec gospodinjskih aparatov na svetu (tako za Whirlpoolom). Proizvaja pod blagovnimi znamkami Grand Cuisine (najprestižnejša globalna blagovna znamka), Electrolux, AEG (prestižni blagovni znamki), Zanussi, Eureka, Frigidaire, Molteni in Westinghouse (blagovne znamke za množično potrošnjo). V lasti ima še množico lokalnih blagovnih znamk, ki jih je podjetje pridobilo s prevzemi in nakupi manjših lokalnih proizvajalcev nap, klimatskih naprav, štedilnikov in podobno. Podjetje 50 odstotkov svoje proizvodnje proda na trgih Severne in Južne Amerike, 35 odstotkov proizvodov proda na evropskem trgu in 15 odstotkov na ostalih trgih. Zaposluje okoli 58.000 ljudi in je prisotno v več kot 150-ih državah sveta (Electrolux in brief, 2016).

Teoretični del magistrskega dela je namenjen poglobljeni analizi postavk obratnega kapitala ter izpeljanim kazalnikom poslovanja, s pomočjo katerih bi lahko posameznik ocenil kratkoročno finančno stabilnost poslovanja podjetja. Ti kazalniki pa so samo del izmed kazalnikov, ki jih analitiki uporabljajo pri oceni poslovanja, zato je v magistrskem delu najprej pri vsakem ocenjevanem podjetju prikazanih 5 kazalnikov, ki sicer ne sodijo med kazalnike obratnega kapitala ali denarnih tokov, predstavljajo pa pomembne kazalnike gibanja uspešnosti poslovanja podjetja.

V Tabeli 2 je prikazano gibanje kazalnikov rast prodaje, dobička in stroškov ter kazalnika dobičkonosnosti sredstev in dobičkonosnosti kapitala (angl. *Return on Equity*, v nadaljevanju ROE) za posamezno podjetje (v Tabeli 2 je to podjetje Electrolux) v obdobju od leta 2010 do 2014. Rast stroškov je pomemben kazalnik gospodarne uporabe sredstev, če ga opazujemo skupaj z rastjo prodaje za enako obdobje. Če je prodaja narasla, potem so se skoraj verjetno povečali tudi stroški. Vprašanje pa je, ali so stroški naraščali hitreje ali počasneje od rasti prodaje. Idealno je, če naraščajo počasneje od prodaje ali vsaj enako kot prodaja. Poslovodstvo pa lahko za mero uspešnosti poslovanja uporablja vse tri kazalnike rasti. Kazalnik dobičkonosnosti sredstev predstavlja (kaže) uspešnost poslovodstva pri gospodarjenju s sredstvi in oblikovanju dobička. Raven kazalnika je odvisna od panoge, v kateri podjetje posluje, od konkurenčnosti proizvodov in od stopnje dodane vrednosti, ki jo zaposleni realizirajo v podjetju. Kazalnik dobičkonosnosti kapitala pa vlagateljem kaže, koliko je podjetje (poslovodstvo) ustvarilo z njihovim kapitalom.

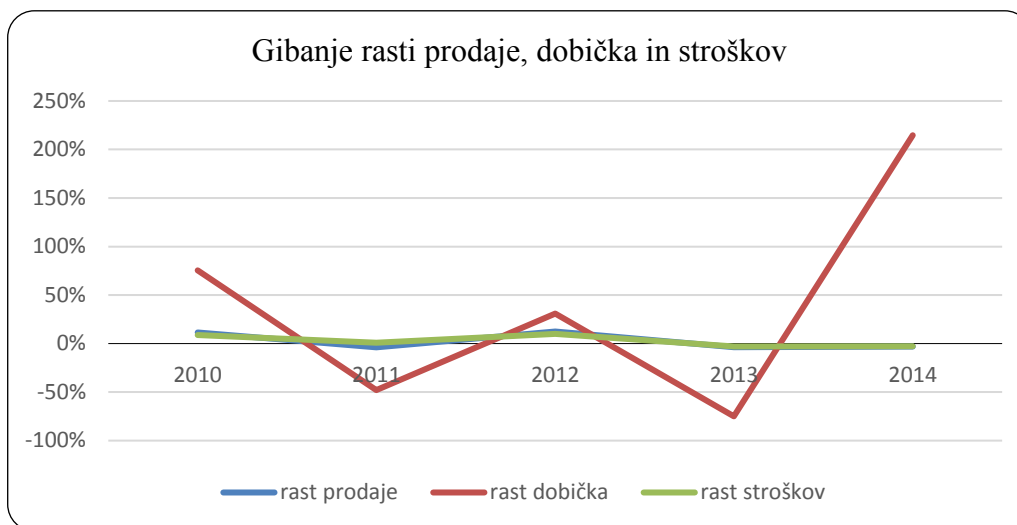
Tabela 2: Osnovni kazalniki poslovanja za Electrolux v obdobju 2010–2014 (v %)

Kazalnik	2010	2011	2012	2013	2014
rast prodaje	11	-4	12	-4	-3
rast dobička	75	-48	31	-75	215
rast stroškov	9	1	10	-3	-3
dobičkonosnost sredstev	6	3	3	1	3
dobičkonosnost kapitala	22	10	13	4	14

Podjetje Electrolux je imelo leta 2010 v primerjavi z letom 2009 11 odstotno rast prodaje in 9 odstotno rast stroškov, se pravi, da so se stroški povečevali počasneje od prodaje, hkrati se je dobiček povečal za 75 odstotkov. Rast prodaje se je v 2011 skrčila za 4 odstotke, stroški podjetja pa so še kar naraščali, tudi dobiček se je prepolovil. V zadnjem opazovanem obdobju se je sicer prodaja znižala za 3 odstotke glede na preteklo leto, znižali so se tudi stroški poslovanja, vendar pa se je dobiček podjetja znova skoraj potrojil. Dobičkonosnost sredstev podjetja se v opazovanem obdobju giblje okoli treh odstotkov, medtem pa se je dobičkonosnost kapitala v letu 2014 povečala na 14 odstotkov, kar je zagotovo zadovoljilo vlagatelje.

Na Sliki 8 je prikazano gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za analizirano podjetje.

Slika 8: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za Electrolux v obdobju 2010–2014



V Tabeli 3 je prikazanih pet najpogostejše uporabljenih kazalnikov obvladovanja obratnega kapitala – kratkoročni koeficient, pospešeni koeficient, kazalnik kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala, koeficient obračanja neto obratnega kapitala in delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. S pomočjo teh poslovodstvo in analitiki ocenjujejo učinkovitost posloводства pri obvladovanju obratnega kapitala, sicer pa se kratkoročni in pospešeni koeficient v teoriji uporabljata predvsem kot merilo plačilne sposobnosti.

Tabela 3: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Electrolux v 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	2.158	2.157	2.131	2.194	2.200
% terjatev v prodaji	18	19	17	18	18
zaloge	1.241	1.342	1.510	1.372	1.525
% zalog v celotnih sredstvih	15	16	17	16	17
obveznosti do dobaviteljev	1.928	2.075	2.399	2.326	2.737
% obveznosti do dobaviteljev v celotnih obveznostih	24	24	27	27	27
neto obratni kapital	1.472	1.424	1.242	1.240	988
kratkoročni koeficient	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0
pospešeni koeficient	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6
kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala (v %)	12	12	10	10	8
koeficient obračanja neto obratnega kapitala	8,1	8,0	10,3	9,9	12,1
delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih (v %)	18	17	14	14	11

Kratkoročni koeficient podjetja Electrolux se v opazovanem obdobju »znižuje« in je na ravni okoli 1 ter pove, da so kratkoročne obveznosti »komaj« pokrite s kratkoročnimi sredstvi, kar pa ne pomeni, da ima podjetje šibko likvidnost, lahko je namreč pokazatelj dobrega obvladovanja obratnega kapitala. Tudi pospešeni koeficient kaže razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi, le da so iz števca izvzete zaloge, ker predstavljajo v celotnih sredstvih najmanj likvidna sredstva. Tudi vrednost tega kazalnika je do neke mere odvisna od panoge, v kateri podjetje posluje. Pri opazovanem podjetju se vrednost pospešenega koeficienta giblje okoli 0,6.

Kazalnik kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala prikazuje obseg obratnega kapitala, ki je potreben na eno enoto čistih prihodkov od prodaje. Kot tak meri intenzivnost potrebnih vlaganj v obratni kapital. Z vidika obvladovanja obratnega kapitala želimo, da je kazalnik čim nižji, saj nižja vlaganja v obratni kapital pomenijo večjo dobičkonosnost. V letu 2010 je imelo podjetje Electrolux kazalnik 12 odstotkov, kar pomeni, da je za vsako povečanje prodaje za 100 enot potrebovalo 12 enot dodatnih vlaganj v obratni kapital. Kazalnik se je skozi opazovano obdobje zniževal in v letu 2014 znašal 8 odstotkov, kar pomeni, da je podjetje povečevalo učinkovitost obvladovanja obratnega kapitala.

Koeficient obračanja neto obratnega kapitala je nasprotje kazalnika kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala in je namenjen analizi odnosa med denarjem, ki ga potrebujemo za financiranje poslovanja, in prodajo podjetja. Večji kot je koeficient, boljše je za podjetje. Electrolux je v letu 2014 isti nivo prihodkov kot leta 2011 dosegel z nižjim vložkom v obratni kapital (v letu 2011 je znašal koeficient 8,0, medtem ko v letu 2014 12,1). Prihodki podjetja po posameznih obdobjih so prikazani v Prilogi 2.

Kazalnik delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih prikazuje kapitalsko strukturo podjetja in odraža finančno stabilnost. Vrednost kazalnika nam kaže odstotek neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. V letu 2010 je znašal kazalnik za Electrolux 18 odstotkov, medtem ko se je le-ta do leta 2014 znižal na 11 odstotkov.

Obratni kapital oz. učinkovitost obvladovanja obratnega kapitala pa lahko merimo tudi s kazalniki, ki opredeljujejo proces kroženja denarja. Lahko ga merimo tako s pomočjo dnevov vezav posameznih postavk obratnega kapitala kot tudi z »združitvijo« teh v koncept krogotoka denarja. Krogotok denarja predstavlja dolžino časa, ko so sredstva podjetja vezana v obratni kapital. To je od trenutka, ko podjetje plača obveznosti do dobaviteljev, do končnega poplačila kupcev. V Tabeli 4 so predstavljeni dnevi vezave zalog (DIO), dnevi vezave terjatev (DSO) in dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev (DPO) za Electrolux za obdobje 2010–2014. Na podlagi dnevov vezav je nato izračunan krogotok denarja (CCC).

Tabela 4: Analiza vezav obratnega kapitala za Electrolux v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	2.158	2.157	2.131	2.194	2.200
zaloge	1.241	1.342	1.510	1.372	1.525
obveznosti do dobaviteljev	1.928	2.075	2.399	2.326	2.737
dnevi vezave zalog	44,0	50,7	50,9	53,0	54,9
dnevi vezave terjatev	63,5	69,1	61,1	64,1	67,2
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	69,1	78,6	79,9	86,9	95,9
krogotok denarja	38,4	41,2	32,1	30,2	26,1
dnevi vezave zalog/prilagojeno	34,2	41,4	40,6	42,7	44,3
dnevi vezave terjatev/prilagojeno	63,5	69,1	61,1	64,1	67,2
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev/prilagojeno	53,7	64,1	63,7	70,0	77,4
prilagojen krogotok denarja	43,9	46,4	38,0	36,8	34,1

Dnevi vezave zalog za podjetje so se skozi opazovano obdobje povečevali. Načeloma to za podjetje pomeni, da je bilo v zalogah investiranega več obratnega kapitala; krogotok denarja naj bi se zaradi tega povečeval. Vendar pa lahko iz tabele vidimo, da je podjetje povečevalo tudi vezave obveznosti do dobaviteljev, in sicer hitreje kot vezave zalog, zaradi česar se je krogotok denarja skozi obdobje skrajševal. Cikel je podjetje skrajšalo iz 38,4 dni v letu 2010 na 26,1 dni v letu 2014. Posledično lahko govorimo, da je podjetje optimiralo svoj obratni kapital. V Tabeli 4 je dodatno prikazan tudi prilagojen krogotok denarja (NTC), ki je podobna mera učinkovitosti obvladovanja obratnega kapitala. Razlika je v izračunu, saj pri izračunu prilagojenega krogotoka za mero v imenovalcu vseskozi uporabljamo prihodke od prodaje. Tudi prilagojeni krogotok denarja za podjetje se je v opazovanem obdobju skrajševal. Cikel je podjetje skrajšalo iz 43,9 dni v letu 2010 na 34,1 dan v letu 2014.

V Tabeli 5 je prikazan izračun kazalnikov denarnega toka za podjetje Electrolux za obdobje 2010–2014. Prikazani kazalniki denarnega toka so enostavni denarni tok, sprememba v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Tabela 5: Kazalniki denarnega toka za Electrolux v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
enostavni denarni tok	817	588	682	455	630
sprememba v obratnih sredstvih	102	27	367	171	192
popravljen denarni tok	1.788	1.446	1.781	1.522	1.974
naložbe v opredmetena osnovna sredstva	-509	-476	-572	-382	-458

Enostavni denarni tok podjetja se je skozi opazovano obdobje do leta 2013 zniževal in leta 2014 spet narastel. Zniževanje enostavnega denarnega toka gre predvsem na račun nižjih dobičkov skozi obdobje, povečanje enostavnega denarnega toka v letu 2014 pa gre na račun povečanja dobička (podatki so v Prilogi 2).

Sprememba v obratnih sredstvih (kadar gre za povečanje) je lahko posledica povečanega obsega prodaje ali pa dolgotrajnejšega zadrževanja sredstev v zalogah. V kolikor ima kazalnik spremembe v obratnih sredstvih negativen predznak, pomeni, da se je potreba po dodatnih virih financiranja povečala. V letu 2012 je podjetje »sprostilo« največ sredstev, ki so bila potrebna za financiranje obratnega kapitala. V istem letu pa je bila sprememba najmanjša, pa vendar še pozitivna za denarni tok.

Popravljen denarni tok predstavlja presežek likvidnih sredstev (doseženih iz poslovanja) in ga je priporočljivo primerjati z naložbami v opredmetena sredstva. Če je seštevek popravljenega denarnega toka in naložb v opredmetena osnovna sredstva pozitiven, je to signal, da je podjetje sposobno financirati rast in razvoj s pomočjo ustvarjenega presežka sredstev iz lastnega poslovanja oz. amortizacije. V nasprotnem primeru se je družba za financiranje rasti prisiljena dodatno zadolževati. Opazovano podjetje skozi celotno obdobje izkazuje pozitivno razliko med popravljenim denarnim tokom in naložbami v opredmetena osnovna sredstva. Popravljen denarni tok tako zadostuje za financiranje rasti podjetja.

3.2 BSH Hausgeräte GmbH

Podjetje BSH Hausgeräte GmbH (v nadaljevanju BSH) je bilo ustanovljeno leta 1967 v Nemčiji kot skupni podvig dveh podjetij: Robert Bosch GmbH, Stuttgart in Siemens AG, Berlin (podjetje se je imenovalo BSH Bosch und Siemens Hausgeräte GmbH). V letu 2014 je Siemens AG prodal svoj delež v podjetju Robert Bosch. BSH je največji proizvajalec gospodinjskih aparatov v Evropi in eno izmed vodilnih podjetij na svetu v tem segmentu. V lasti ima 42 tovarn v 13 državah v Evropi, ZDA, Južni Ameriki in Aziji. Dobro ima razvito tudi lastno prodajno mrežo po vsem svetu. Tako skupina BSH vključuje okoli 80 podjetij v 50 državah in zaposluje več kot 53.000 ljudi. Njihova paleta izdelkov vključuje velike gospodinjske aparate (štedilniki, pečice, pralni in sušilni stroji, pomivalni stroji, hladilniki in zamrzovalniki) in veliko število malih gospodinjskih aparatov (od aparata za kavo do sesalcev in sušilcev za lase). Njihovi najpomembnejši blagovni znamki sta Bosch in Siemens, v lasti pa imajo še 8 posebnih blagovnih znamk (Gaggenau, Neff, Thermador, Constructa, Viva, Ufesa, Junker in Zelmer) in 4 lokalne blagovne znamke (Balay, Pitsos, Profilo and Coldex) (BSH Company profile, 2016).

Tabela 6 prikazuje pet osnovnih kazalnikov poslovanja podjetja za obdobje 2010–2014.

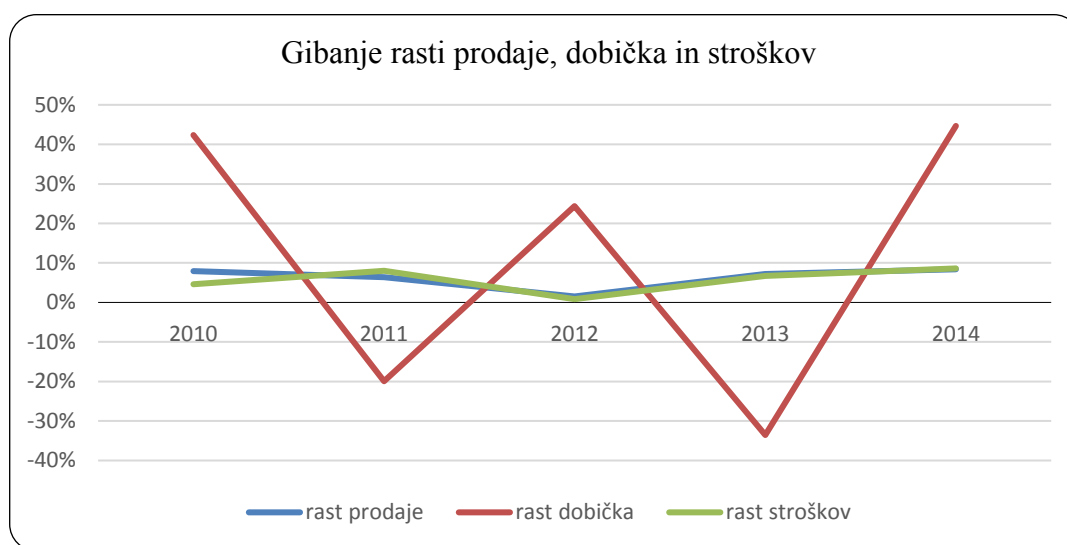
Tabela 6: Osnovni kazalniki poslovanja za BSH v obdobju 2010–2014 (v %)

Kazalnik	2010	2011	2012	2013	2014
rast prodaje	8	6	2	7	8
rast dobička	42	-20	24	-34	45
rast stroškov	5	8	1	7	9
dobičkonosnost sredstev	7	5	6	4	5
dobičkonosnost kapitala	19	16	19	12	18

Podjetje BSH je imelo leta 2011 v primerjavi z letom 2010 6 odstotno rast prodaje in 8 odstotno rast stroškov, se pravi, da so se stroški povečevali hitreje od prodaje, hkrati se je dobiček zmanjšal za 20 odstotkov. Rast prodaje se je v 2012 skrčila na 2 odstotka, rast stroškov podjetja pa se je omejila na 1 odstotek v primerjavi s preteklim obdobjem. Tako se je dobiček v letu 2012 povečal za 24 odstotkov. V zadnjih dveh letih opazovanega obdobja se je rast prodaja povečala na 7 odstotkov oz. na 8 odstotkov glede na preteklo leto, vendar so sorazmerno rasli tudi stroški. Leta 2014 je bila rast stroškov spet višja kot rast prihodkov, kljub temu pa je imelo podjetje 45 odstotno rast dobička glede na leto 2013. Dobičkonosnost sredstev podjetja se v opazovanem obdobju konstantno giblje okoli 5 odstotkov, medtem pa je dobičkonosnost kapitala v opazovanem obdobju dokaj visoka in dosega zavidljive donose okoli 15 odstotkov. Najvišjo dobičkonosnost kapitala je podjetje doseglo v letih 2010 in 2012.

Na Sliki 9 je prikazano gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov.

Slika 9: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za podjetje BSH v 2010–2014



V Tabeli 7 so prikazani najpogostejše uporabljeni kazalniki obvladovanja obratnega kapitala za podjetje za obdobje 2010–2014. Kratkoročni koeficient podjetja se v opazovanem

obdobju konstantno giblje okoli 1,5 in kaže, da podjetje nima »težav« s pokrivanjem svojih kratkoročnih obveznosti s pomočjo kratkoročnih sredstev. Najnižja vrednost pospešenega koeficienta za podjetje je bila v letu 2010 in je znašala 0,8. Tako terjatve kot kratkoročne finančne naložbe so bile v tem letu na najnižjih nivojih. Kljub temu je vrednost pospešenega kazalnika za podjetje še vedno ugodna.

Tabela 7: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala za BSH v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	1.735	2.259	2.408	2.627	2.972
% terjatev v prodaji	19	23	25	25	26
zaloge	1.226	1.305	1.235	1.300	1.466
% zalog v celotnih sredstvih	18	18	16	15	16
obveznosti do dobaviteljev	1.020	1.100	1.202	1.317	1.355
% obveznosti do dobaviteljev v celotnih obveznostih	15	15	15	15	15
neto obratni kapital	1.941	2.464	2.441	2.610	3.083
kratkoročni koeficient	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5
pospešeni koeficient	0,8	0,9	1,1	1,1	1,0
kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala (v %)	21	26	25	25	27
koeficient obračanja neto obratnega kapitala	4,7	3,9	4,0	4,0	3,7
delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih (v %)	28	33	31	30	34

Kazalnik kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala se v podjetju v opazovanem obdobju povečuje. V letu 2010 je znašal 21 odstotkov, medtem ko leta 2014 27 odstotkov. To pomeni, da se je potreba podjetja po vlaganju v obratni kapital povečala za skoraj 29 odstotkov. Tako je moralo podjetje v letu 2010 za dodatno povečanje prodaje za 100 enot vložiti dodatnih 21 enot v obratni kapital, medtem ko je moralo leta 2014 za enako povečanje prodaje vložiti v obratni kapital še dodatnih 6 enot.

Pričakovano se koeficient obračanja neto obratnega kapitala za podjetje znižuje (koeficient je nasprotje kazalnika kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala). Leta 2010 je imel koeficient vrednost 4,7, najnižji pa je bil v letu 2014, in sicer 3,7. Koeficient je v letu 2012 znašal 4,0, kar pomeni, da se je v povprečju neto obratni kapital v enem letu 4-krat »obrnil«. Kot rečeno, večji kot je obrat, bolj učinkovito podjetje upravlja s svojimi obratnimi sredstvi.

Kazalnik delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih odraža finančno stabilnost podjetja. Kazalnik nam pokaže odstotek neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. Kazalnik nam veliko pove, če ga za posamezno podjetje spremljamo periodično in s tem analiziramo potrebe po obratnem kapitalu ali pa če ga primerjamo s podobnimi podjetji v

isti panogi. BSH ima v letu 2010 kazalnik 28 odstotkov, medtem ko leta 2014 naraste na 34 odstotkov.

V Tabeli 8 so prikazani dnevi vezave zalog, terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev za podjetje BSH za obdobje 2010–2014. Prikazana sta še krogotok denarja in prilagojeni krogotok denarja.

Tabela 8: Analiza vezav obratnega kapitala za BSH v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	1.735	2.259	2.408	2.627	2.972
zaloge	1.226	1.305	1.235	1.300	1.466
obveznosti do dobaviteljev	1.020	1.100	1.202	1.317	1.355
dnevi vezave zalog	73,3	76,0	75,6	70,7	71,1
dnevi vezave terjatev	68,2	75,5	86,9	87,4	89,7
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	58,8	63,7	68,6	70,3	68,7
krogotok denarja	82,6	87,8	94,0	87,9	92,1
dnevi vezave zalog/prilagojeno	45,4	47,8	47,3	44,0	44,3
dnevi vezave terjatev/prilagojeno	68,2	75,5	86,9	87,4	89,7
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev/prilagojeno	36,5	40,1	42,9	43,7	42,8
prilagojen krogotok denarja	77,2	83,3	91,3	87,7	91,2

V podjetju so bile v letu 2010 zaloge vezane 73 dni, leta 2011 76 dni in leta 2013 70 dni. Skrajšanje vezave zalog je imelo pozitiven vpliv na denarni tok, saj je bil denar krajši čas vezan v zalogah. V letu 2014 se je čas vezave zalog zopet povečal na 71 dni, povečala pa se je tudi prodaja. Podjetje je imelo terjatve v povprečju vezane 81 dni. Dnevi vezave terjatev so se podaljševali skozi celotno opazovano obdobje, kar je imelo negativen vpliv na denarni tok. Podjetje je dlje časa financiralo svoje kupce. Svoje obveznosti je poravnava povprečno v 66 dneh. Zaradi podaljševanja časa vezave zalog in terjatev se je tudi krogotok denarja skozi opazovano obdobje podaljševal. Najdaljši cikel je bil leta 2012, in sicer je imelo podjetje sredstva vezana v obratni kapital 94 dni. Prilagojeni krogotok denarja podjetja se je gibal podobno kot krogotok denarja, vendar je bila vezava zalog in obveznosti nekoliko krajša.

V Tabeli 9 je prikazan izračun kazalnikov denarnega toka za podjetje BSH za obdobje 2010–2014. Izračunani kazalniki so enostaven denarni tok, sprememba v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva. V letu 2014 je podjetje evidentiralo najvišji enostavni denarni tok, kar je bila posledica povečanja dobička iz poslovanja. Dobiček se je v letu 2014 glede na leto 2013 povečal za 45 odstotkov. Najnižji

enostavni denarni tok je imelo podjetje v letu 2011, takrat je imelo tudi najnižjo vrednost amortizacije (Priloga 1).

Tabela 9: Kazalniki denarnega toka za BSH v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
enostavni denarni tok	762	669	779	684	817
sprememba v obratnih sredstvih	184	-515	-1	-20	-220
popravljen denarni tok	2.314	1.449	2.331	2.313	2.523
naložbe v opredmetena osnovna sredstva	-436	-414	-408	-323	-533

Naslednji kazalnik denarnega toka je sprememba v obratnih sredstvih. V kolikor ima izračunana vrednost negativen predznak, govorimo o povečanju obratnih sredstev in posledično o povečani potrebi po vlaganju v obratni kapital. Podjetje je leta 2011 izkazovalo največje povečanje v obratnih sredstvih. Razlog za to pa je bilo 30 odstotno povečanje terjatev do kupcev. Leto kasneje se je sprememba v obratnih sredstvih stabilizirala oz. podjetju ni bilo potrebno vlagati dodatnih sredstev v obratni kapital.

Iz Tabele 9 je prav tako razvidno, da je bilo podjetje skozi vse opazovano obdobje sposobno financirati rast in razvoj s pomočjo ustvarjenega presežka iz poslovanja in amortizacije. Najvišji popravljen denarni tok družba izkazuje v letu 2014, v istem letu ima tudi največ naložb v opredmetena osnovna sredstva.

3.3 Whirlpool Corporation

Podjetje Whirlpool Corporation (v nadaljevanju Whirlpool) je bilo ustanovljeno leta 1911 v garaži bratov Upton v državi Michigan v ZDA. Podjetje se je ukvarjalo s proizvodnjo in prodajo aparatov za ožemanje perila (*electric motor-driven wringer washers*) in kasneje s pralnimi stroji. Med vojno je podjetje proizvajalo vojno opremo, kasneje pa prevzelo vlogo vodilnega proizvajalca aparatov za dom tako, da je začelo ponujati celovite rešitve za gospodinjstvo. Njihova vizija je bila usmerjena na idejo, kako čim bolj olajšati takratno delo gospodinje. Danes je Whirlpool največji proizvajalec gospodinjskih aparatov na svetu. Zaposluje okoli 97.000 ljudi po vsem svetu. Ima več kot 70 proizvodnih lokacij ter centrov za raziskave in razvoj. Njegove najbolj poznane blagovne znamke so: Whirlpool, Maytag, KitchenAid, Bauknecht, Indesit, Jenn-Air ... (Whirlpool Corporation, Our Company, 2016).

V Tabeli 10 je prikazano gibanje kazalnikov rast prodaje, rast dobička in rast stroškov ter kazalnika dobičkonosnost sredstev in dobičkonosnost kapitala za Whirlpool za obdobje 2010–2014. Primerjava kazalnikov rasti lahko poslovodstvu služi za hitro oceno uspešnosti poslovanja podjetja.

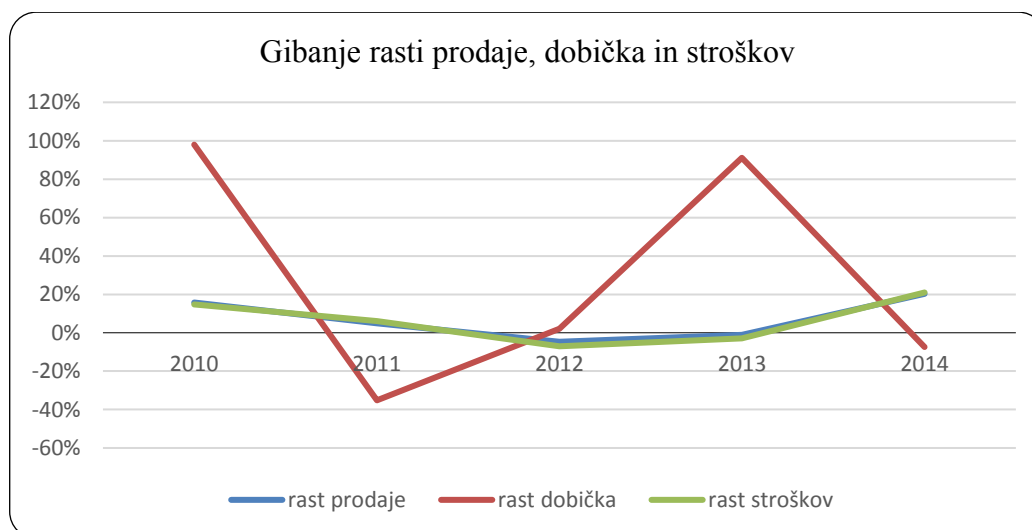
Tabela 10: Osnovni kazalniki poslovanja za Whirlpool v obdobju 2010–2014 (v %)

Kazalnik	2010	2011	2012	2013	2014
rast prodaje	16	5	-5	-1	20
rast dobička	98	-35	2	91	-7
rast stroškov	15	6	-7	-3	21
dobičkonosnost sredstev	4	3	3	5	4
dobičkonosnost kapitala	17	10	10	18	14

Najvišjo stopnjo rasti prihodkov je podjetje izkazalo v letu 2014, kar 20 odstotkov, vendar se je hkrati povečala tudi rast stroškov, to je za 21 odstotkov, kar pomeni, da so stroški rasli hitreje kot prodaja. Podjetje je v tem letu izkazalo 7 odstotni upad dobička glede na preteklo leto. Največjo rast dobička v opazovanem obdobju je imelo leta 2010, kjer je tudi rast prodaje večja od rasti stroškov. Tako kot v primeru podjetij Electrolux in BSH je tudi v tem primeru največji upad rasti dobička zabeležen v letu 2011. Tako lahko sklepamo, da je leto 2011 za podjetja v panogi predstavljajo velike izzive. Dobičkonosnost sredstev podjetja se v opazovanem obdobju giblje okoli 4 odstotke, medtem ko je dobičkonosnost kapitala na koncu opazovanega obdobja znašala 14 odstotkov.

Na Sliki 10 je prikazano gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov analiziranega podjetja.

Slika 10: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za Whirlpool v obdobju 2010–2014



V Tabeli 11 je prikazanih pet najpogostejše uporabljenih kazalnikov obvladovanja obratnega kapitala, to so kratkoročni koeficient, pospešeni koeficient, kapitalna intenzivnost neto obratnega kapitala, koeficient obračanja neto obratnega kapitala in delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. Kazalniki so izračunani za obdobje od leta 2010 do leta 2014.

Tabela 11: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Whirlpool v 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	1.705	1.627	1.545	1.454	2.280
% terjatev v prodaji	12	11	11	11	14
zaloge	2.090	1.819	1.784	1.746	2.257
% zalog v celotnih sredstvih	18	16	15	15	14
obveznosti do dobaviteljev	2.739	2.714	2.803	2.803	3.896
% obveznosti do dobaviteljev v celotnih obveznostih	23	23	24	25	24
neto obratni kapital	1.055	732	526	397	641
kratkoročni koeficient	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
pospešeni koeficient	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala (v %)	8	5	4	3	4
koeficient obračanja neto obratnega kapitala	13,0	19,7	26,1	34,3	25,5
delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih (v %)	9	6	5	4	4

V teoretičnem delu magistrskega dela je bilo navedenih nekaj primerov oz. argumentov, zakaj kratkoročni in pospešeni koeficient nista dobra pokazatelja plačilne sposobnosti podjetja. Izračunani kratkoročni in pospešeni koeficienti podjetja Whirlpool potrjujejo navedene argumente. Podjetje skozi celotno opazovano obdobje izkazuje dokaj nizke vrednosti kratkoročnega in pospešenega koeficienta. Neto obratni kapital je v obdobju 2010–2013 ves čas padal, vendar sta kratkoročni in pospešeni koeficient ostajala na enakih nivojih. Tudi v letu 2014, ko se je neto obratni kapital povečal za več kot polovico, se vrednost kratkoročnega in pospešenega koeficienta ni spremenila.

Vrednost kazalnika kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala se je v podjetju v opazovanem obdobju postopoma zniževala in dosegla najnižjo raven v letu 2013, to je 3 odstotke. Gibanje kazalnika sovpada z gibanjem neto obratnega kapitala, ki je bil v letu 2013 najnižji. Povečanje kazalnika v letu 2014 gre predvsem na račun povečanja terjatev do kupcev in delno tudi zalog, vendar pa je podjetje uspelo ustrezno povečati tudi obveznosti do dobaviteljev, tako da je bilo povečanje kazalnika minimalno. Še vedno potrebuje podjetje za dodatno povečanje prodaje za 100 enot zgolj 4 enote dodatnih vlaganj v obratni kapital.

Vrednost koeficienta obračanja neto obratnega kapitala se za podjetje v opazovanem obdobju zvišuje do leta 2013, ko znaša že 34,3. To pomeni, da se sredstva, investirana v obratni kapital, obrnejo 34-krat na leto oziroma da je cikel obratnega kapitala dolg približno 10–14 dni. Koeficient je v letu 2014 ponovno padel in je znašal 25,5. Glede na panogo, v kateri podjetje posluje, je to še vedno izredno dober rezultat. Treba pa je poudariti, da je analizirano podjetje največje podjetje v svoji panogi, kar je lahko vzrok za takšen rezultat.

Vrednost kazalnika delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih skozi opazovano obdobje pada, dokler se leta 2014 ne ustavi na nivoju štirih odstotkov.

V Tabeli 12 so prikazani izračuni za dneve vezav zalog, terjatev in obveznosti do dobaviteljev za obdobje 2010–2014. Hkrati sta prikazana izračuna za krogotok denarja in prilagojeni krogotok denarja.

Tabela 12: Analiza vezav obratnega kapitala za Whirlpool v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	1.705	1.627	1.545	1.454	2.280
zaloge	2.090	1.819	1.784	1.746	2.257
obveznosti do dobaviteljev	2.739	2.714	2.803	2.803	3.896
dnevi vezave zalog	56,3	57,4	56,9	57,4	53,8
dnevi vezave terjatev	45,7	42,1	42,1	40,2	41,6
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	78,5	80,0	87,1	91,2	90,1
krogotok denarja	23,5	19,5	11,9	6,4	5,4
dnevi vezave zalog/prilagojeno	48,0	49,4	47,8	47,3	44,6
dnevi vezave terjatev/prilagojeno	45,7	42,1	42,1	40,2	41,6
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev/prilagojeno	66,9	69,0	73,2	75,2	74,7
prilagojen krogotok denarja	26,8	22,6	16,7	12,4	11,6

Dnevi vezave zalog v podjetju so v povprečju znašali 56 dni. Najkrajši čas vezave zalog je imelo podjetje v letu 2014, kjer so bila denarna sredstva v zalogah vezana 53 dni. Skrajševanje vezave zalog je imelo pozitiven vpliv na denarni tok, saj je bil denar krajši čas vezan v zalogah. Sicer so se zaloge v podjetju povečale za 29 odstotkov, vendar pa se je povečala tudi prodaja podjetja in s tem pozitivno vplivala na izračun kazalnika. Podjetje je imelo terjatve do kupcev v povprečju vezane 42 dni. Najdaljšo vezavo terjatev je imelo v letu 2010. Kasneje je podjetje uspelo vezave skrajšati in s tem sprostiti dodatna denarna sredstva, vezana v obratni kapital. V primerjavi s konkurenti ima Whirlpool najkrajše vezave terjatev do kupcev, prav s pomočjo velikosti podjetja pa lahko razložimo podaljševanje vezave obveznosti do dobaviteljev, ki so se povečale iz 78 dni v letu 2010 na 90 dni v letu 2014. Takšno podaljševanje obveznosti do dobaviteljev je imelo tudi velik vpliv na celoten krogotok denarja v podjetju. Le-ta je v letu 2014 znašal le še 5 dni. Podjetje je uspelo krogotok denarja od leta 2010 do leta 2014 znižati za 18 dni oz. 77 odstotkov. Prilagojeni krogotok denarja podjetja se je gibal podobno kot krogotok denarja, vendar je bila vezava nekoliko daljša.

V Tabeli 13 so prikazani kazalniki denarnega toka za podjetje Whirlpool za obdobje 2010–2014. Med kazalnike denarnega toka štejemo enostavni denarni tok, spremembe v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Tabela 13: Kazalniki denarnega toka za Whirlpool v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
enostavni denarni tok	902	747	740	1.007	1.031
sprememba v obratnih sredstvih	-14	636	-39	129	364
popravljen denarni tok	2.481	2.864	2.260	2.143	2.687
naložbe v opredmetena osnovna sredstva	-597	-483	-320	-297	-1.535

Enostavni denarni tok podjetja se je od leta 2011 do leta 2014 povečeval. Padec enostavnega denarnega toka je bil izrazit v letu 2011 in je bil posledica zmanjšanja dobička iz poslovanja. Tudi v kasnejšem obdobju se je enostavni denarni tok povečeval, predvsem zaradi povečevanja dobička (Priloga 3).

Leta 2012 zasledimo v podjetju povečanje spremembe v obratnih sredstvih, in sicer za 39 mio EUR. To pomeni, da so bila potrebna dodatna vlaganja v obratni kapital. Povečanje spremembe v obratni kapital je bilo posledica sproščanja dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev. Tudi v letu 2010 je podjetje potrebovalo dodatna vlaganja v obratni kapital, tokrat predvsem na račun povečanja zalog. Zmanjšanje spremembe v obratnih sredstvih v letu 2014 in s tem sprostitev dodatnih denarnih sredstev podjetja je bila posledica predvsem povečanja obveznosti do dobaviteljev.

Seštevek popravljenega denarnega toka in naložb v opredmetena osnovna sredstva v opazovanem obdobju je konstanto pozitiven. Najmanjša razlika med popravljenim denarnim tokom in naložbami v osnovna sredstva je v letu 2014, kjer je imelo podjetje izredno visoko stopnjo naložb v osnovna sredstva.

3.4 Arcelik A. S.

Podjetje Arcelik A. S. je bilo ustanovljeno v Turčiji leta 1955, ko je začelo proizvajati pralne stroje in hladilnike za domači trg. Ukvarja se s proizvodnjo gospodinjskih aparatov, električnih komponent, malih gospodinjskih aparatov in zabavne elektronike. Prisotno je v več kot 100 državah, vključno s Kitajsko in ZDA preko 13 mednarodnih podjetij. Podjetje ima 15 proizvodnih lokacij v Turčiji, Romuniji, Rusiji, Kitajski, Južnoafriški republiki in na Tajskem. Proizvaja pod blagovnimi znamkami Arcelik, Beko, Grundig, Altus, Blomberg, Arctic, Defy, Leisure, Arstil, Elektra Bregenz in Flavel. Arcelik je četrti največji proizvajalec gospodinjskih aparatov v Evropi (za BSH, Electroluxom in Indesitom). Zaposluje okoli 27.000 ljudi. V zadnjih letih podjetje pod svojo blagovno znamko Beko, ki v prihodkih

predstavlja dve tretjini, vse več sredstev namenja marketingu. Tako je bilo podjetje sponzor več evropskih prvenstev v košarki, sponzor angleške Premier League in nenazadnje je sponzor »najbolj« znanega španskega nogometnega kluba Barcelona (Arcelik Corporate overview, 2016).

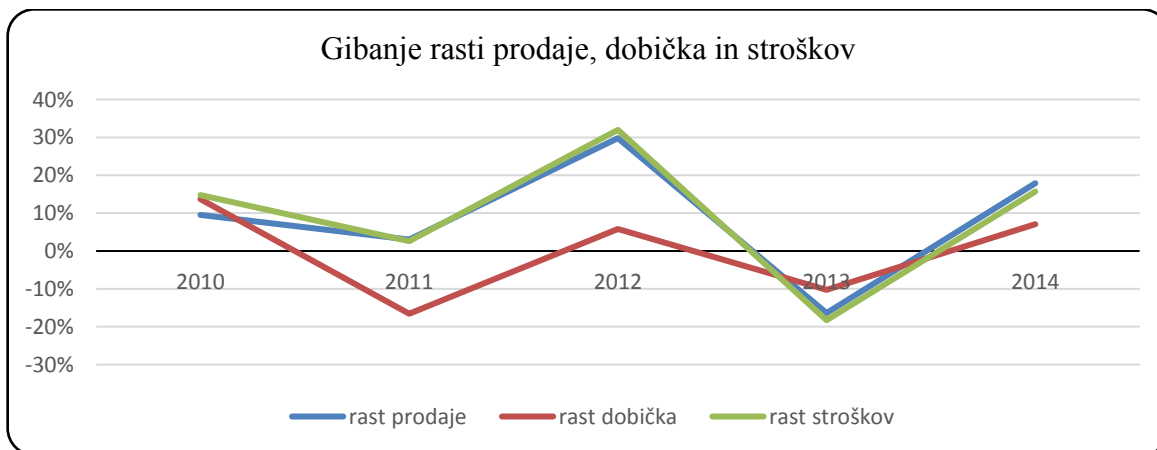
V Tabeli 14 je prikazano gibanje kazalnikov rast prodaje, rast dobička in rast stroškov ter kazalnika dobičkonosnost sredstev in dobičkonosnost kapitala za Arcelik za obdobje 2010–2014. Primerjava kazalnikov rasti lahko poslovodstvu služi za hitro oceno uspešnosti poslovanja podjetja.

Tabela 14: Osnovni kazalniki poslovanja za Arcelik v obdobju 2010–2014 (v %)

Kazalnik	2010	2011	2012	2013	2014
rast prodaje	10	3	30	-16	18
rast dobička	14	-17	6	-10	7
rast stroškov	15	3	32	-18	16
dobičkonosnost sredstev	8	6	6	5	5
dobičkonosnost kapitala	18	14	15	14	15

Podjetje je imelo negativno rast prodaje oz. padec prodaje zgolj v letu 2013, sicer pa je prodaja podjetja vseskozi naraščala s spremenljivimi stopnjami rasti. Največjo stopnjo rasti prodaje je izkazalo v letu 2014, in to kar za 18 odstotkov, gledano na preteklo obdobje. S podobnimi rastmi kot prodaja so se gibal tudi stroški podjetja. V letu 2013, ko je podjetju upadla prodaja za 16 odstotkov, so stroški podjetja upadli za 18 odstotkov, kljub temu pa je dobiček v tem letu padel za 10 odstotkov. Kot pri ostalih konkurentih je bilo največji upad dobička zaznati v letu 2011. Na Sliki 11 je prikazano gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov podjetja.

Slika 11: Gibanje rasti prodaje, dobička in stroškov za Arcelik v obdobju 2010–2014



Kazalnik dobičkonosnost sredstev podjetja se je v opazovanem obdobju gibal okoli 6 odstotkov, medtem ko je bil kazalnik dobičkonosnost kapitala na nivoju 15 odstotkov, kar je primerljivo s konkurenco.

V Tabeli 15 je prikazanih pet najpogosteje uporabljenih kazalnikov obvladovanja obratnega kapitala. To so kratkoročni koeficient, pospešeni koeficient, kapitalna intenzivnost neto obratnega kapitala, koeficient obračanja neto obratnega kapitala in delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. Kazalniki so izračunani za obdobje od leta 2010 do leta 2014.

Tabela 15: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Arcelik v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	1.123	1.302	1.385	1.403	1.558
% terjatev v prodaji	34	38	31	37	35
zaloge	477	626	679	672	750
% zalog v celotnih sredstvih	13	17	16	17	17
obveznosti do dobaviteljev	468	509	496	408	557
% obveznosti do dobaviteljev v celotnih obveznostih	13	14	11	11	13
neto obratni kapital	1.132	1.420	1.568	1.667	1.751
kratkoročni koeficient	2,0	1,7	1,7	1,9	1,9
pospešeni koeficient	1,6	1,2	1,3	1,3	1,4
kapitalna intenzivnost neto obratnega kapitala (v %)	34	41	35	44	40
koeficient obračanja neto obratnega kapitala	3,0	2,4	2,9	2,2	2,5
delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih (v %)	32	38	36	43	40

Kratkoročni koeficient podjetja se v opazovanem obdobju konstantno giblje okoli 1,9 in kaže, da podjetje nima »težav« s pokrivanjem svojih kratkoročnih obveznosti s pomočjo kratkoročnih sredstev. Najnižja vrednost pospešenega koeficienta za podjetje je bila v letu 2011 in je znašala še vedno visokih 1,2. Na znižanje kazalnika je vplivalo povečanje tako obveznosti do dobaviteljev kot kratkoročnih finančnih obveznosti (Priloga 4).

V primerjavi s konkurenti ima podjetje dokaj visok odstotek terjatev v prodaji podjetja. Tako terjatve predstavljajo tudi do 37 odstotkov celotne prodaje. Prav zaradi tega je tudi neto obratni kapital, gledano v absolutnih zneskih, napram konkurenci visok, ta pa je po obsegu prodaje in zaposlenih lahko tudi do štirikrat večja.

Kazalnik kapitalna intenzivnost neto obratnega kapitala meri »intenzivnost« potrebnih vlaganj v obratni kapital. Nižji kot je kazalnik, bolj učinkovito podjetje obvladuje obratni kapital. Glede na prejšnja opažanja višine terjatev je bilo pričakovati, da bo kazalnik za

podjetje relativno visok. In res se giblje okoli 40 odstotkov. To pomeni, da mora podjetje za dodatnih 100 enot prodaje dodatno investirati v obratni kapital 40 denarnih enot. Največjo intenzivnost vlaganj v neto obratni kapital zaznamo v letu 2013, kar 44 odstotkov. V tistem obdobju so bile obveznosti do dobaviteljev na najnižjem nivoju.

Koeficient obračanja neto obratnega kapitala je bil najvišji leta 2010 in najnižji leta 2013. Nižja kot je vrednost kazalnika, »bolj ohlapno« podjetje obvladuje obratni kapital. Namenoma je na tem mestu izpuščena beseda »slabše«, saj je lahko povečanje obratnega kapitala posledica zavestnega dejanja posloводства. Tako lahko na primer podjetje z ohlapno kreditno politiko ali samo s podaljšanimi plačilnimi roki dosega rast prodaje in povečevanje tržnih deležev (v kolikor je to cilj podjetja). Na drugi strani lahko s kratkimi dobavnimi roki veliko prihrani pri stroških materiala in storitev.

Kazalnik delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih prikazuje/odraža finančno stabilnost podjetja. Večja kot je vrednost kazalnika, bolj likvidno je podjetje. Obratni kapital v podjetju predstavlja več kot tretjino celotnih sredstev podjetja, kar napram konkurenci predstavlja večje tveganje.

V Tabeli 16 so prikazani izračuni za dneve vezav zalog, terjatev in obveznosti do dobaviteljev za obdobje 2010–2014. Hkrati sta prikazana izračuna za krogotok denarja in prilagojeni krogotok denarja.

Tabela 16: Analiza vezav obratnega kapitala za Arcelik A. S. v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	1.123	1.302	1.385	1.403	1.558
zaloge	477	626	679	672	750
obveznosti do dobaviteljev	468	509	496	408	557
dnevi vezave zalog	69,7	83,4	74,8	94,7	86,1
dnevi vezave terjatev	117,6	128,2	109,4	135,7	122,3
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	63,8	73,9	57,6	63,4	58,4
krogotok denarja	123,5	137,7	126,6	167,1	150,0
dnevi vezave zalog/prilagojeno	48,9	58,3	53,2	65,8	58,7
dnevi vezave terjatev/prilagojeno	117,6	128,2	109,4	135,7	122,3
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev/prilagojeno	44,8	51,6	40,9	44,0	39,9
prilagojen krogotok denarja	121,7	134,9	121,6	157,5	141,2

V povprečju je imelo podjetje v zalogah vezana sredstva 81 dni. Najdaljši cikel vezave zalog je imelo leta 2013, kar 94 dni, najkrajši cikel vezave zalog pa leta 2010, ko je bila vrednost kazalnika 69 dni. Takrat so bile zaloge tudi najmanjše. Podobno dinamiko rasti kot zaloge

imajo tudi terjatve. Najdaljši cikel vezave terjatev je bil zaznan leta 2013, kjer je podjetje financiralo svoje kupce kar 135 dni. Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev so se v povprečju gibali okoli 63 dni. Zaradi neobičajno dolgih vezav terjatev do kupcev in krajših vezav obveznosti do dobaviteljev je tudi celoten krogotok denarja napram konkurentom daljši. Leta 2013 je imelo sredstva vezana v obratni kapital kar 167 dni (več kot pet mesecev). Tudi kazalniki, izračunani na podlagi prilagojenega krogotoka denarja, ne odražajo boljše slike. Podjetje ima tudi po tem kazalniku v obratnem kapitalu vezana sredstva dlje kot 150 dni.

V Tabeli 17 so prikazani kazalniki denarnega toka za podjetje Arcelik za obdobje 2010–2014. Med kazalnike denarnega toka štejemo enostavni denarni tok, spremembe v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Tabela 17: Kazalniki denarnega toka za Arcelik v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
enostavni denarni tok	358	311	345	312	348
sprememba v obratnih sredstvih	-16	-291	-145	-117	-62
popravljen denarni tok	418	96	283	270	380
naložbe v opredmetena osnovna sredstva	-121	-76	-199	-42	-142

Enostavni denarni tok je v opazovanem obdobju nihal. Največji vrednosti sta bili zaznani v letih 2010 in 2014, in sicer kot posledica povečanega dobička iz poslovanja v letu 2010 in kot posledica hkratne povečane amortizacije ter dobička v letu 2014. Znižanje enostavnega denarnega toka v letu 2013 je posledica 9 odstotnega padca čistega dobička iz poslovanja (Priloga 4).

Podjetju se je zaradi spremembe v obratnih sredstvih skozi celotno opazovano obdobje povečevala potreba po dodatnih virih financiranja. V letu 2011 je podjetje potrebovalo kar 291 mio EUR dodatnih virov za financiranje obratnega kapitala, predvsem za financiranje terjatev do kupcev in zalog. Seštevek popravljenega denarnega toka in naložb v opredmetena osnovna sredstva je v opazovanem obdobju še vedno pozitiven in kot tak zagotavlja, da je podjetje sposobno financirati rast in razvoj z lastnimi sredstvi. Najmanjša razlika med popravljenim denarnim tokom in naložbami v osnovna sredstva je v letu 2011, kjer je podjetje moralo financirati rast obratnega kapitala.

3.5 Skupina Gorenje

Podjetje Gorenje gospodinjiski aparati d.d., matična družba Skupine Gorenje (v nadaljevanju Gorenje) je bilo ustanovljeno leta 1950 v vasi Gorenje kot kovaška delavnica z 10 zaposlenimi. V letu 1958 je podjetje začelo s proizvodnjo štedilnikov in peči na trda goriva,

v letu 1965 je sledila proizvodnja hladilnikov in v letu 1966 še proizvodnja pralnih strojev. V sedemdesetih letih prejšnjega stoletja je Gorenje zaposlovalo več kot 20.000 ljudi. Danes proizvaja gospodinjske aparate v 3 državah (Slovenija, Češka in Srbija) pod različnimi blagovnimi znamkami – globalnima blagovnim znamkama Asko in Gorenje ter lokalnimi blagovnimi znamkami Atag, Pelgrim, UPO, Mora, Korting in Etna. Skupina Gorenje zaposluje okoli 10.000 ljudi. Poslovanje Skupine Gorenje je razdeljeno v 2 diviziji – Dom in Portfeljske naložbe. Divizija Dom predstavlja 86 odstotkov prihodkov Skupine, Portfeljske naložbe pa 14 odstotkov. Med slednje spadajo ekologija, gostinstvo, orodjarstvo in trgovina (GorenjeGroup, 2016).

V Tabeli 18 je prikazano gibanje kazalnikov rast prodaje, rast dobička in rast stroškov ter kazalnika dobičkonosnost sredstev in dobičkonosnost kapitala za Gorenje za obdobje 2010–2014. Primerjava kazalnikov rasti lahko poslovodstvu služi za hitro oceno uspešnosti poslovanja podjetja.

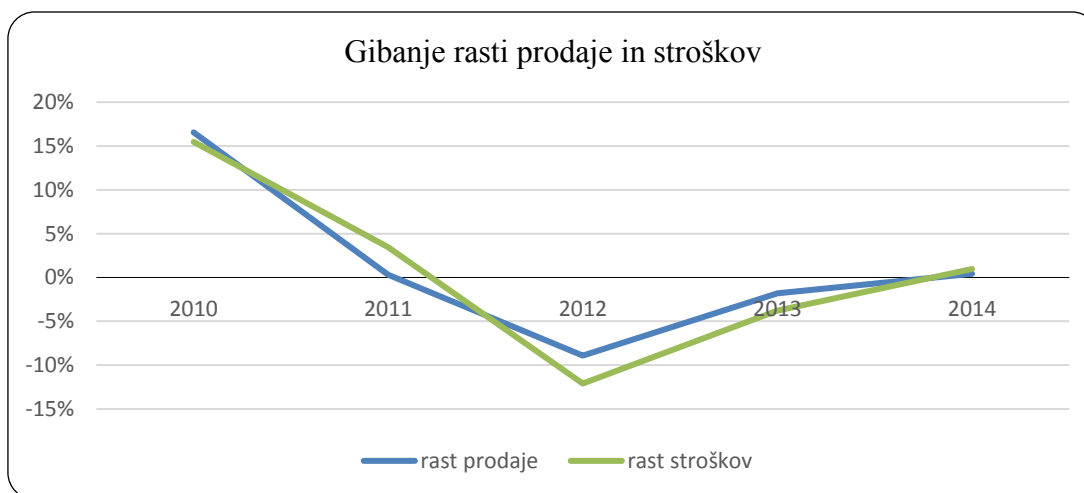
Tabela 18: Osnovni kazalniki poslovanja za Gorenje v obdobju 2010–2014 (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014
rast prodaje	17	0	-9	-2	0
rast dobička	273	-55	-99	-48608	104
rast stroškov	15	3	-12	-4	1
dobičkonosnost sredstev	2	1	0	-2	0
dobičkonosnost kapitala	5	2	0	-7	0

Podjetje je imelo v letu 2011 enako vrednost prodaje kot v letu 2010, v letih 2012 in 2013 pa je zabeležilo njen padec. Največji padec prodaje se je zgodil v letu 2012, in sicer za 9 odstotkov. V istem obdobju so padali tudi stroški poslovanja, in sicer za 12 odstotkov. Upad stroškov poslovanja je bil tudi v letu 2013 močnejši, kot je bil upad prihodkov od poslovanja. Podjetje je leta 2013 izkazovalo veliko izgubo, medtem ko je v letu 2012 izkazovalo minimalen pozitiven rezultat. Vsled tega je sicer sam izračun stopnje rasti dobička možen vendar nesmiseln, saj nam izračun ne pove dosti. Kazalnik dobičkonosnost sredstev je bil v letu 2013 celo negativen, v ostalih letih pa se giblje med 0 in 2 odstotka. Kazalnik analitiki interpretirajo kot neuspešno gospodarjenje s sredstvi podjetja. Tudi kazalnik dobičkonosnost kapitala je bil v letu 2013 negativen. Vlagatelji so tako dosegali negativne donose na kapital. V ostalih letih opazovanega obdobja podjetje za vlagatelje ni dosegalo nobenih donosov, razen v letih 2010 in 2011. Glede na izkazane kazalnike dobičkonosnosti kapitala, vlagatelji/lastniki ne morejo biti zadovoljni s poslovanjem podjetja.

Slika 12 še grafično prikazuje gibanje rasti prodaje in stroškov za Gorenje za obdobje 2010–2014. Gibanje rasti dobička je iz Slike 12 izvzeto zaradi vrednosti izračunane stopnje rasti v letu 2013, ki ne pove dosti oz. je ni smiselno vključiti v prikaz.

Slika 12: Gibanje rasti prodaje in stroškov za Gorenje v obdobju 2010–2014



V Tabeli 19 je prikazanih pet najpogostejše uporabljenih kazalnikov obvladovanja obratnega kapitala, to so kratkoročni koeficient, pospešeni koeficient, kapitalna intenzivnost neto obratnega kapitala, koeficient obračanja neto obratnega kapitala in delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. Kazalniki so izračunani za obdobje od leta 2010 do leta 2014.

Tabela 19: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala Gorenje v 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	306	256	219	206	180
% terjatev v prodaji	22	18	17	17	14
zaloge	258	246	247	236	219
% zalog v celotnih sredstvih	20	20	21	21	20
obveznosti do dobaviteljev	237	194	212	214	202
% obveznosti do dobaviteljev v celotnih obveznostih	18	16	18	19	18
neto obratni kapital	327	307	253	228	197
kratkoročni koeficient	1,3	1,5	1,4	1,1	1,4
pospešeni koeficient	0,8	0,9	0,7	0,5	0,6
kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala (v %)	24	22	20	18	16
koeficient obračanja neto obratnega kapitala	4,2	4,5	5,0	5,5	6,3
delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih (v %)	25	25	21	20	18

Neto obratni kapital podjetja se je skozi celotno opazovano obdobje zmanjševal. Tako se je v petih letih zmanjšal za 40 odstotkov. Deloma je to posledica krčenja prodaje podjetja,

deloma pa zniževanja terjatev do kupcev in zalog. Terjatve so leta 2010 predstavljale 22 odstotkov prihodkov od prodaje, v letu 2014 pa 14 odstotkov. Stanje terjatev je skozi opazovano obdobje padlo za 41 odstotkov. Kratkoročni koeficient v podjetju je bil najvišji v letu 2011 in najnižji v letu 2013. Podobno gibanje zasledimo pri pospešenem koeficientu. Kljub izgubi podjetja v letu 2013 in konstantnemu padanju rasti prodaje dosežata kratkoročni in pospešeni koeficient, glede na ostalo konkurenco, relativno visoke vrednosti. Vrednost kratkoročnega koeficienta v letu 2014 znaša 1,4 in je posledica padanja kratkoročnih finančnih obveznosti (Priloga 5).

Kazalnik kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala prikazuje obseg obratnega kapitala, ki je potreben na eno enoto čistih prihodkov od prodaje. S tega vidika poslovodstvo želi, da je kazalnik čim nižji. V letu 2010 je bila vrednost kazalnika za podjetje 24 odstotkov, kar pomeni, da je za vsako povečanje prodaje za 100 enot potrebovalo 24 enot dodatnih vlaganj v obratni kapital. Kazalnik se je skozi opazovano obdobje zmanjševal in je v letu 2014 znašal 16 odstotkov. Podjetje je skozi obdobje povečevalo učinkovitost obvladovanja obratnega kapitala oz. s posameznimi komponentami obratnega kapitala. Najpomembnejši preskok je naredilo pri optimiranju terjatev do kupcev, najmanj pa je bilo učinkovito obvladovanje obveznosti do dobaviteljev.

Koeficient obračanja neto obratnega kapitala predstavlja »obratni« kazalnik kapitalske intenzivnosti neto obratnega kapitala. Večji kot je kazalnik, boljše je za podjetje. Podjetje je isti nivo prihodkov od prodaje v letih 2011, 2012 in 2013 dosegalo z vedno nižjim vložkom v obratni kapital. Tako se je kazalnik iz leta v leto »izboljševal«. V letu 2011 je znašal 5,0, v letu 2012 5,5 in 6,3 v letu 2014. Tudi iz tega kazalnika lahko poslovodstvo domneva o učinkovitosti obvladovanja obratnega kapitala.

Kazalnik delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih prikazuje kapitalsko strukturo podjetja in odraža njegovo finančno stabilnost. Vrednost kazalnika nam kaže odstotek neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih podjetja. V letu 2010 je bila vrednost kazalnika 25 odstotkov, medtem ko se je do leta 2014 znižala na 18 odstotkov.

V Tabeli 20 so prikazani dnevi vezave zalog, dnevi vezave terjatev do kupcev in dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev za Gorenje za obdobje 2010–2014. Na podlagi dnevov vezav je nato prikazan še izračun prilagojenega krogotoka denarja. Tabele analiz ostalih konkurentov so vsebovale tudi izračun krogotoka denarja. V tem primeru zaradi druge različice izkaza poslovnega izida le-tega ne moremo izračunati, saj je potrebno za izračun kazalnika imeti podatke o nabavni vrednosti prodanega blaga in proizvodjalnih stroškov (le-ti so razvidni iz različice II). Konkurenti za prikaz poslovnega izida uporabljajo različico II, medtem ko Gorenje uporablja različico I, kjer pa stroški niso razdeljeni po funkcionalnih vrstah (nabavna vrednost prodanega blaga in proizvodjalni stroški, stroški prodajanja in stroški splošnih dejavnosti, vse z vštetimi stroški amortizacije).

Tabela 20: Analiza vezav obratnega kapitala za Gorenje v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
terjatve do kupcev	306	256	219	206	180
zaloge	258	246	247	236	219
obveznosti do dobaviteljev	237	194	212	214	202
dnevi vezave zalog/prilagojeno	62,8	66,2	71,2	71,1	66,7
dnevi vezave terjatev/prilagojeno	73,7	74,0	68,5	62,4	56,6
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev/prilagojeno	57,2	56,8	58,8	62,7	61,0
prilagojen krogotok denarja	79,3	83,5	81,0	70,8	62,2

Dnevi vezave zalog v podjetju so nihali, v povprečju pa je imelo podjetje zaloge vezane 67 dni. Najdaljšo vezavo zalog je imelo v letu 2012, in sicer 71 dni, najkrajšo vezavo zalog pa leta 2014, to je 66 dni. Skrajševanje vezave zalog ima za podjetje ugoden vpliv, saj pomeni, da se sproščajo sredstva, vezana v zalogah, kar lahko pozitivno vpliva na denarni tok. Dnevi vezave terjatev do kupcev so se skozi celotno opazovano obdobje zniževali. Cikel vezave terjatev se je zmanjšal za 17 dni. V letu 2014 so imele terjatve vezavo 56 dni. Tudi to gibanje je imelo pozitiven vpliv na sproščanje sredstev, vezanih v obratni kapital. Prav takšen vpliv je imelo tudi gibanje vezav obveznosti do dobaviteljev, saj so se vezave podaljševale in s tem podjetju omogočale daljše financiranje s poslovnimi obveznostmi. Le v letu 2014 je bil zaznan padec kazalnika, ko so se dnevi vezav skrčili iz 62 na 61 dni. Izračunan prilagojeni krogotok denarja je posledica gibanja ostalih treh kategorij, zato se je tudi cikel skozi opazovano obdobje krajšal (v letu 2010 je kazalnik znašal 79 dni, medtem ko je do leta 2014 padel na 62 dni). Podjetje je uspelo v opazovanem obdobju skrajšati cikel vezave za 17 dni.

V Tabeli 21 so prikazani kazalniki denarnega toka za podjetje Gorenje za obdobje 2010–2014. Med kazalnike denarnega toka štejemo enostavni denarni tok, spremembe v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Tabela 21: Kazalniki denarnega toka za Gorenje v obdobju 2010–2014

(v mio EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
enostavni denarni tok	72	57	46	17	44
spmemba v obratnih sredstvih	-34	4	41	19	30
popravljen denarni tok	126	137	152	102	137
naložbe v opredmetena osnovna sredstva	-45	-32	-28	-57	-42

Enostavni denarni tok podjetja je v opazovanem obdobju nihal. Najvišjo vrednost je dosegel leta 2010, najnižjo pa leta 2013, kjer je znašal denarni tok le še 17 mil EUR. Enostavni denarni tok je v tistem letu znižala izguba, ki jo je imelo podjetje. Tudi amortizacija je bila

v tistem letu najnižja. V letu 2014 je enostavni denarni tok ponovno narastel na 44 mil EUR, podjetje je zaključilo leto pozitivno.

Podjetje je v letu 2010 izkazalo povečanje spremembe v obratnih sredstvih. To pomeni, da se je potreba po dodatnih virih financiranja povečala. Povečanje v obratnih sredstvih je lahko posledica povečanega obsega prodaje ali pa dolgotrajnejšega zadrževanja sredstev v zalogah. V primeru podjetja gre za skupek obeh faktorjev. Podjetje je v letu 2010 povečalo prodajo za 17 odstotkov, hkrati pa so se za 22 odstotkov povečale terjatve in za 18 odstotkov zaloge (Priloga 5). V letu 2012 je bilo »sproščenih« največ sredstev, ki so bila potrebna za financiranje obratnega kapitala. Seštevek popravljenega denarnega toka in naložb v opredmetena osnovna sredstva v opazovanem obdobju je pozitiven in kot tak zagotavlja, da je podjetje sposobno financirati rast in razvoj z lastnimi sredstvi. Najmanjša razlika med popravljenim denarnim tokom in naložbami v osnovna sredstva je v letu 2013, takrat je podjetje izkazovalo izgubo iz poslovanja.

3.6 Fagor Electrodomeísticos S. Coop.

Podjetje Fagor Electrodomeísticos S. Coop. (v nadaljevanju Fagor) je bilo ustanovljeno leta 1956 v Španiji. Podjetje je bilo del španske zadrage Mondragon Group (največje zadrage na svetu, ki vključuje več kot 122 proizvodnih podjetij, 6 finančnih institucij, 14 zavarovalnic, univerzo, 14 maloprodajnih družb in 4 raziskovalne centre, v katerih je zaposleno več kot 69.000 ljudi). V času največje rasti je imelo podjetje Fagor zaposlenih 6.000 ljudi in tovarne na treh celinah (Evropa, Severna Amerika in Afrika) ter 13 podružnic po svetu. Največji razcvet je podjetje doživelo v letih od 2005 do 2007. Takrat je predstavljalo petega največjega proizvajalca gospodinjskih aparatov v Evropi. Novembra 2013 je podjetje najprej razglasilo »protection from creditors« (oblika prisilne poravnave) in kasneje stečaj. Jeseni 2014 je »ostanke« podjetja prevzel španski proizvajalec CATA Electrodomeísticos, ki spada v CNA group (Fagor Iberinform Credito y Caucion).

V Tabeli 22 je prikazano gibanje kazalnikov rast prodaje, rast dobička in rast stroškov ter kazalnika dobičkonosnost sredstev in dobičkonosnost kapitala za Fagor za obdobje 2009–2013.

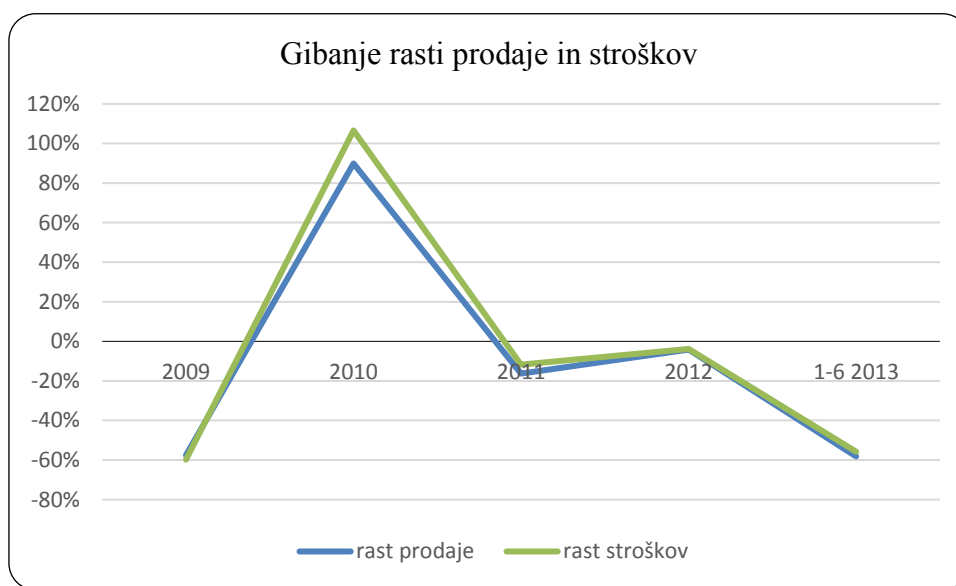
Tabela 22: Osnovni kazalniki poslovanja za Fagor v obdobju 2009–2013 (v %)

Kazalnik	2009	2010	2011	2012	2013
rast prodaje	-58	90	-16	-4	-58
rast izgube	225	-104	1828	520	28
rast stroškov	-60	107	-12	-4	-56
dobičkonosnost sredstev	-1	0	-1	-9	-10
dobičkonosnost kapitala	-2	0	-2	-12	-20

Primerjava kazalnikov rasti lahko poslovodstvu služi za hitro oceno uspešnosti poslovanja podjetja. Zaradi dejstva, da je šlo podjetje konec leta 2013 v stečaj, so podatki in izračuni za podjetje »zamaknjeni« za eno leto. Tako je opazovano obdobje definirano od leta 2009 do leta 2013.

Prodaja podjetja Fagor je v letu 2009 padla za 58 odstotkov. Tega leta je podjetje v Španiji utrpelo največje izgube zaradi recesije. Takrat je imela tudi država velike težave s plačilno sposobnostjo. Vse to se je odražalo na kupni moči prebivalstva. Kasneje se je podjetje s pomočjo Mondragon skupine, katere članica je bilo, uspelo prestrukturirati in leta 2010 ponovno povečati prodajo. Vendar pa je prodaja iz leta v leto padala. Podjetje prav tako od leta 2009 ni imelo dobička, ampak izgubo. Konec prvega polletja 2013 je izkazalo izgubo v višini 34 mil EUR, kar je na koncu pripeljalo do stečaja. Tudi gibanje dobičkonosnosti sredstev in kapitala je sledilo trendu poslovanja. Skozi celotno opazovano obdobje sta bila kazalnika negativna. Na Sliki 13 je prikazano gibanje rasti prodaje in stroškov za analizirano podjetje. Gibanje rasti izgube je iz Slike 13 izvzeto zaradi vrednosti izračunane stopnje rasti v letu 2011, ki ne pove dosti oz. je ni smiselno vključiti v prikaz.

Slika 13: Gibanje rasti prodaje in stroškov za Fagor v obdobju 2009–2013



V Tabeli 23 je prikazanih pet najpogosteje uporabljenih kazalnikov obvladovanja obratnega kapitala. To so kratkoročni koeficient, pospešeni koeficient, kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala, koeficient obračanja neto obratnega kapitala in delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. Kazalniki so izračunani za obdobje od leta 2009 do leta 2013. Kratkoročni koeficient podjetja Fagor se v opazovanem obdobju giblje na ravni okoli 1. Pove nam, da so kratkoročne obveznosti »komaj« pokrite s kratkoročnimi sredstvi. V letih 2009 in 2012 ima pospešeni koeficient podjetja najnižjo vrednost v opazovanem obdobju. Če ga primerjamo s kratkoročnim koeficientom, lahko ugotovimo, da je imelo podjetje relativno

veliko zalog. Pospešeni koeficient namreč kaže razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi, le da so pri izračunu pospešenega koeficienta iz števca izvzete zaloge kot najmanj likvidno sredstvo.

Tabela 23: Kazalniki obvladovanja obratnega kapitala za Fagor v obdobju 2009–2013

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013
terjatve do kupcev	166	207	165	192	199
% terjatev v prodaji	57	38	36	44	/
zaloge	109	90	84	67	74
% zalog v celotnih sredstvih	11	9	9	7	8
obveznosti do dobaviteljev	69	165	138	169	158
% obveznosti do dobaviteljev v celotnih obveznostih	7	17	15	18	17
neto obratni kapital	206	132	112	90	115
kratkoročni koeficient	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0
pospešeni koeficient	0,4	0,7	0,5	0,6	0,6
kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala (v %)	71	24	24	21	/
koeficient obračanja neto obratnega kapitala	1,4	4,1	4,1	4,9	/
delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih (v %)	20	13	12	10	12

Kazalnik kapitalske intenzivnosti neto obratnega kapitala prikazuje obseg obratnega kapitala, ki je potreben na eno enoto čistih prihodkov od prodaje. Nižja vrednost kazalnika pomeni bolj učinkovito obvladovanje obratnega kapitala. Kazalnik podjetja se je v letu 2010 znižal na 24 odstotkov in ga kot takega lahko primerjamo s konkurenti v panogi. Tudi skozi nadaljnjo opazovano obdobje je imel kazalnik primerljive vrednosti z ostalimi konkurenti. V letu 2012 je bil celo najnižji in je znašal 21 odstotkov. To pomeni, da je moralo podjetje za povečanje prihodkov od prodaje za 100 enot dodatno vložiti v obratna sredstva 21 enot. Kot rečeno, je to dokaj primerljivo s konkurenco v panogi.

Koeficient obračanja neto obratnega kapitala je »obratni« kazalnik kapitalske intenzivnosti obratnega kapitala in je namenjen analizi odnosa med denarjem, ki ga potrebujemo za financiranje poslovanja in prodaje podjetja. Večji kot je koeficient, boljše podjetje upravlja z obratnim kapitalom. Po pričakovanju se koeficient giblje v nasprotni smeri kazalnika kapitalske intenzivnosti in skozi opazovano obdobje raste ter ima leta 2012 najvišjo vrednost. Podjetje je leta 2012 z nižjim vložkom v obratni kapital doseglo enak nivo prihodkov od prodaje. Kazalnik delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih prikazuje kapitalsko strukturo podjetja in odraža njegovo finančno stabilnost. Vrednost kazalnika nam kaže odstotek obratnega kapitala v celotnih sredstvih podjetja. Nižji kot je kazalnik, večje

likvidnostne težave lahko ima podjetje. V letu 2010 je znašal kazalnik 13 odstotkov, medtem ko je v polletju 2013 znašal 12 odstotkov.

V Tabeli 24 so prikazani dnevi vezave zalog, dnevi vezave terjatev do kupcev in dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev za Fagor za obdobje 2009–2013. Na podlagi dnevov vezav je nato prikazan še izračun prilagojenega krogotoka denarja. Tabele analiz ostalih konkurentov (razen Gorenja) so vsebovale tudi izračun krogotoka denarja, v tem primeru pa zaradi drugačne različice izkaza poslovnega izida le-tega ne moremo izračunati, saj je potrebno za izračun kazalnika imeti podatke o nabavni vrednosti prodanega blaga in proizvodnih stroškov (le-ti so razvidni iz različice II). Konkurenti za prikaz poslovnega izida uporabljajo različico II, medtem ko Fagor uporablja različico I, kjer pa stroški niso razdeljeni po funkcionalnih vrstah (nabavna vrednost prodanega blaga in proizvodni stroški, stroški prodajanja in stroški splošnih dejavnosti, vse z všteti stroški amortizacije).

Tabela 24: Analiza vezav obratnega kapitala za Fagor v obdobju 2009–2013

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013
terjatve do kupcev	166	207	165	192	199
zaloge	109	90	84	67	74
obveznosti do dobaviteljev	69	165	138	169	158
dnevi vezave zalog/prilagojeno	147,4	66,4	69,4	62,8	70,1
dnevi vezave terjatev/prilagojeno	229,8	124,1	148,3	148,6	194,3
dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev/prilagojeno	97,5	77,8	120,5	127,5	162,6
prilagojen krogotok denarja	279,8	112,7	97,2	83,8	101,8

Dnevi vezave zalog so skozi opazovano obdobje nihali. V povprečju je imelo podjetje zaloge vezane 83 dni. Najkrajša vezava zalog jim je uspela v letu 2010, ko so bile zaloge vezane 66 dni, in najdaljša leta 2009, ko so bile zaloge vezane 147 dni. Tudi dnevi vezave terjatev so skozi obdobje nihali. V povprečju je imelo podjetje terjatve do kupcev vezane 169 dni. Povprečje je visoko predvsem zaradi vezave terjatev v letu 2009, ki je znašala kar 229 dni. V kolikor bi iz izračuna povprečja izvzeli leto 2009, bi le-to znašalo 153 dni. V zadnjem letu je imelo podjetje vezane terjatve 194 dni. Vezava obveznosti do dobaviteljev v letu 2013 je znašala 162 dni, kar lahko nakazuje, da podjetje ni več redno pokrivalo svojih obveznosti. Vezava obveznosti se je iz leta 2012 na leto 2013 podaljšala za 35 dni. Celotni cikel vezav je zajet v prilagojenem krogotoku denarja, ki kaže celoten krogotok denarja, vezanega v obratna sredstva. Tako kot ostale postavke obratnega kapitala in njihove vezave je tudi cikel skozi opazovano obdobje nihal. Najkrajši cikel je podjetje doseglo leta 2012, ko je vezava obratnega kapitala znašala 84 dni. Cikel se je potem v prvi polovici leta 2013 podaljšal za 18 dni.

V Tabeli 25 so prikazani kazalniki denarnega toka za podjetje Fagor za obdobje 2009–2013. Med kazalnike denarnega toka štejemo enostavni denarni tok, spremembe v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Tabela 25: Kazalniki denarnega toka za Fagor v obdobju 2009–2013

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013
enostavni denarni tok	3	20	17	-2	-17
spmemba v obratnih sredstvih	59	-78	19	22	-29
popravljen denarni tok	87	18	52	39	-25
naložbe v opredmetena osnovna sredstva	-4	-10	-2	4	-27

Enostavni denarni tok podjetja je v zadnjem letu poslovanja dosegel negativno vrednost, kar je razumljivo, saj je imelo podjetje ob zaključku poslovanja 34 mil EUR izgube (Priloga 6) in dokaj nizko stopnjo amortizacije. Enostavni denarni tok je bil najvišji leta 2010, ko je znašal 20 mil EUR in bil posledica dejstva, da je podjetje v tistem letu poslovalo s »pozitivno nulo«.

Podjetje je imelo v dveh od petih let opazovanega obdobja povečano potrebo po dodatnih virih financiranja, kar pomeni, da se je moralo dodatno zadolževati, da je lahko financiralo spremembe v obratnem kapitalu. Takšna povečanja imajo negativen vpliv na denarni tok podjetja. Pričakovano je imelo podjetje tudi v letu 2013 povečano potrebo po dodatnih virih financiranja, ki pa je z že obstoječimi dolgovi ni bilo sposobno realizirati. V letih 2011 in 2012 je bilo »sposobno« sprostiti nekaj dodatnih virov, vezanih v obratni kapital, predvsem na račun znižanja ostalih kratkoročnih obveznosti (Priloga 6).

Seštevek popravljenega denarnega toka in naložb v opredmetena osnovna sredstva v opazovanem obdobju je bil v zadnjem polletju 2013 negativen. To pomeni, da podjetje ni bilo več sposobno financirati rasti in razvoja podjetja z lastnimi sredstvi.

4 PRIMERJAVA KAZALNIKOV IN UGOTOVITVE

Eden izmed ciljev magistrskega dela je bil preveriti oz. preučiti praktično uporabnost opredeljenih kazalnikov za oceno kratkoročne finančne stabilnosti podjetja na primeru izbranih podjetij iz panoge bele tehnike. Izbrani kazalniki so bili opredeljeni po naslednjih skupinah: kazalniki obvladovanja obratnega kapitala, kazalniki vezav obratnega kapitala ter kazalniki kapitalske ustreznosti in denarnega toka. Podjetja so bila izbrana glede na dostopnost finančnih podatkov in njihove velikosti. Pet izmed izbranih podjetij je še delujočih, eno podjetje pa je leta 2013 prenehalo s poslovanjem (stečaj). Na podlagi primerjave kazalnikov delujočih podjetij in podjetja v stečaju ter javno dostopnih bonitetnih ocen bom skušala preučiti povezavo med vrednostjo kazalnikov in oceno kratkoročne finančne stabilnosti.

V Sloveniji kljub malem tržišču obstaja več bonitetnih hiš. Nekatere med njimi se ukvarjajo zgolj z izdelavo bonitetnih poročil, druge pa poleg izdelave teh ponujajo še ostale storitve, povezane s terjatvami, predvsem z izterjavo in spremljanjem neplačanih zapadlih terjatev. Ponudniki bonitetnih poročil v Sloveniji so: Coface d.o.o., Creditreform d.o.o., I poslovne informacije d.o.o. (Dun & Bradstreet), Pro Kolekt d.o.o., Bisnode d.o.o. (GVIN), Conventa d.o.o. in druge. Nekateri ponudniki se osredotočajo samo na izdelavo bonitet domačih podjetij in podjetij sosednjih držav, spet drugi (Coface d.o.o., Creditreform d.o.o.) pa z izdelavo bonitetnih poročil za vse države.

Bonitetna poročila različnih ponudnikov so specifična in na svojevrsten način podajo oceno proučevanega podjetja. Med njimi je največ formalnih razlik pri prikazovanju eksplicitnih ocen tveganosti poslovanja preverjenega podjetja in pri velikosti priporočenega kreditnega zneska (Šenk, 2004). Tako je Creditreform razvil »bonitetni indeks«, kjer podjetja ocenjujejo s pomočjo točkovanja od 100 do 600, pri čemer pomeni 100 točk odlična boniteta in 600 točk zelo visoko tveganje. Coface uporablja v svojih poročilih rating oceno 1–10, kjer 1–3 predstavlja visoko tveganje in 6–10 nizko tveganje. Bonitetna poročila vsebujejo priporočen maksimalni kreditni limit. Nekateri ponudniki bonitetnih poročil prikazujejo ocene, ki jih uporabljajo tri največje agencije, to so Moody's, S&P ter Fitch, ki so bile prvotno namenjene za ocenjevanje dolžniških vrednostnih papirjev. Ocene se gibljejo od AAA do D. Nekateri pa uporabljajo točkovanje (*credit scoring*) od 1–100.

V magistrskem delu imajo različna podjetja različne vire bonitetnih ponudnikov, vendar pa ima za opazovano obdobje vsako podjetje le en bonitetni vir. Tako bonitet med podjetji ne moremo primerjati, lahko pa skozi opazovano obdobje vidimo, kako se je spreminjala bonitetna ocena posameznega podjetja. To zadostuje za namen magistrskega dela, ki je primerjati izračunane kazalnike obratnega kapitala in gibanje bonitetne ocene za posamezno podjetje.

Med kazalnike obvladovanja obratnega kapitala so bili uvrščeni naslednji:

- kratkoročni koeficient,
- pospešeni koeficient,
- kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala,
- koeficient obračanja neto obratnega kapitala,
- delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih.

Kljub dejstvu, da stroka v zadnjem času kratkoročnega in pospešenega koeficienta ne uvršča med kazalnike, s katerimi se meri plačilna sposobnost podjetja, jih lahko še vedno zasledimo v vseh bonitetnih ocenah in tudi javnih objavah podjetij, zato bodo prikazani tudi v magistrskem delu. V Tabeli 26 so prikazane vrednosti kratkoročnega in pospešenega koeficienta za obdobje 2010–2014 za izbrana podjetja v panogi. Gibanje kazalnikov med posameznimi podjetji se zelo razlikuje. Zanimivo je, da je gibanje kazalnikov podjetja

Whirlpool in podjetja Fagor zelo podobno. V letih 2010 in 2013 podjetji celo dosežeta enaki vrednosti kratkoročnega koeficienta, kljub dejstvu, da je Whirlpool največje podjetje v panogi, z najvišjimi donosi in dobičkom, podjetje Fagor pa je konec leta 2013 prenehalo s poslovanjem. Zaradi navedenega menim, da kratkoročni in pospešeni koeficient ne moreta biti uporabljena kot merilo za oceno kratkoročne finančne stabilnosti poslovanja podjetja. Drugi indikator neustreznosti kratkoročnega in pospešenega koeficienta kot merilo kratkoročne plačilne sposobnosti je boniteta podjetja. Iz tabele je razvidno, da ne obstaja neka očitna povezava med gibanjem koeficientov in bonitetnih ocen.

Tabela 26: Kratkoročni in pospešeni koeficient v obdobju 2010–2014

Podjetje/leto		BSH	Electrolux	Whirlpool	Arcelic	Gorenje**	Fagor*
2010	kratkoročni koeficient	1,4	1,3	1,2	2,0	1,3	1,1
	pospešeni koeficient	0,8	0,9	0,6	1,6	0,8	0,6
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB	BB-	BB-
2011	kratkoročni koeficient	1,5	1,1	1,0	1,7	1,5	0,8
	pospešeni koeficient	0,9	0,7	0,5	1,2	0,9	0,5
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB-	BB-	BB-
2012	kratkoročni koeficient	1,6	1,1	1,0	1,7	1,4	0,8
	pospešeni koeficient	1,1	0,6	0,5	1,3	0,7	0,6
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB	BB-	BB-
2013	kratkoročni koeficient	1,6	1,1	1,0	1,9	1,1	1,0
	pospešeni koeficient	1,1	0,6	0,5	1,3	0,5	0,5
	boniteta	BBB	BBB-	BBB	BB	B+	B-
2014	kratkoročni koeficient	1,5	1,0	1,0	1,9	1,4	/
	pospešeni koeficient	1,0	0,6	0,5	1,4	0,6	/
	boniteta	A	BBB-	BBB	BB+	B+	/

Legenda: *podatki v 2013 so polletni; **osnovna bonitetna ocena ima za merilo »credit scoring« od 1–100; zaradi primerljivosti med podjetji sem po lastni presoji in na podlagi indikativnih ocen ratinga podjetja lestvico prilagodila na standardne ratinge, ki jih uporablja S&P

Naslednji proučevani kazalniki so bili kapitalska intenzivnost neto obratnega kapitala, koeficient obračanja neto obratnega kapitala in delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih. Glede na to, da je koeficient obračanja neto obratnega kapitala zgolj obratna slika kazalnika kapitalske intenzivnosti neto obratnega kapitala, v tem delu magistrskega dela koeficient ne bo obravnavan. Kazalnik kapitalske intenzivnosti neto obratnega kapitala meri intenzivnost vlaganj v obratni kapital. Vrednost kazalnika nam pove, koliko dodatnih enot mora podjetje vložiti v obratni kapital, če želi povečati prodajo za 100 enot. Čim nižji je kazalnik, bolje podjetje upravlja z obratnim kapitalom. Tabela 27 prikazuje gibanje vrednosti kazalnika kapitalske intenzivnosti neto obratnega kapitala za izbrana podjetja za obdobje 2010–2014. Kazalnik kapitalske intenzivnosti se med podjetji razlikuje. Podjetje Whirlpool,

vodilno podjetje v panogi, izkazuje »najboljši« kazalnik kapitalne intenzivnosti, podjetje Arcelik pa s 40 odstotki daleč najbolj visok odstotek potrebnega vložka v obratni kapital. Prav tako lahko opazimo, da tudi tukaj podjetje Fagor ne dosega »najslabših« vrednosti kazalnikov. V kolikor gibanje kazalnikov primerjamo z gibanjem bonitetnih ocen, vidimo, da ne moremo dosledno trditi, da izboljšanje omenjenega kazalnika vpliva na izboljšanje bonitetne ocene. To je najbolj razvidno in primera Gorenja, kjer se je kazalnik kapitalne intenzivnosti skozi celotno obdobje zniževal, boniteta pa padala. Tako lahko trdimo, da tudi kazalnik kapitalne intenzivnosti obratnega kapitala ne more služiti kot merilo kratkoročne plačilne sposobnosti.

Tabela 27: Gibanje kazalnikov kapitalna intenzivnost obratnega kapitala in delež kapitala v celotnih sredstvih v obdobju 2010–2014

Podjetje/leto		BSH	Electrolux	Whirlpool	Arcelik	Gorenje**	Fagor*
2010	kapitalna intenzivnost	21 %	12 %	8 %	34 %	24 %	24 %
	delež obratnega kapitala	28 %	18 %	9 %	32 %	25 %	13 %
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB	BB-	BB-
2011	kapitalna intenzivnost	26 %	12 %	5 %	41 %	22 %	24 %
	delež obratnega kapitala	33 %	17 %	6 %	38 %	25 %	12 %
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB-	BB-	BB-
2012	kapitalna intenzivnost	25 %	10 %	4 %	35 %	20 %	21 %
	delež obratnega kapitala	31 %	14 %	5 %	36 %	21 %	10 %
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB	BB-	BB-
2013	kapitalna intenzivnost	25 %	10 %	3 %	44 %	18 %	/
	delež obratnega kapitala	30 %	14 %	4 %	43 %	20 %	12 %
	boniteta	BBB	BBB-	BBB	BB	B+	B-
2014	kapitalna intenzivnost	27 %	8 %	4 %	40 %	16 %	/
	delež obratnega kapitala	34 %	11 %	4 %	40 %	18 %	/
	boniteta	A	BBB-	BBB	BB+	B+	/

Legenda: *podatki v 2013 so polletni; **osnovna bonitetna ocena ima za merilo »credit scoring« od 1–100, zaradi primerljivosti med podjetji sem po lastni presoji in na podlagi indikativnih ocen ratinga podjetja lestvico prilagodila na standardne ratinge, ki jih uporablja S&P

Tabela 27 prav tako vsebuje prikaz kazalnika delež obratnega kapitala v celotnih sredstvih podjetja. Kazalnik spada med kazalnike likvidnosti. Z njim prikazujemo sredstva, ki so vezana v obratni kapital, oz. sredstva, ki so potrebna za nemoteno poslovanje podjetja. Večji kot je kazalnik, bolj likvidno je podjetje. Nižji kazalnik po navadi označuje slabo likvidnost podjetja. V nekaterih primerih pa lahko označuje »ničelno« politiko obvladovanja obratnega kapitala. Takšen primer lahko vidimo tudi iz Tabele 27 pri podjetju Whirlpool. Načeloma lahko tudi opazimo, da so gibanje kazalnika in bonitete podjetja pozitivno povezani. Najbolje se to vidi iz primera podjetja Gorenje, kjer kazalnik skozi obdobje pada, prav tako pa tudi boniteta podjetja. Enako je opaziti še pri podjetju Electrolux. Pri podjetju BSH pa

lahko vidimo, da kazalnik raste, raste pa tudi boniteta podjetja. Vsled tega lahko kazalnik delež neto obratnega kapitala v celotnih sredstvih uvrstimo med merila za ocenjevanje kratkoročne finančne stabilnosti podjetja.

Med kazalnike vezav obratnega kapitala so bili uvrščeni naslednji:

- dnevi vezave zalog,
- dnevi vezave terjatev do kupcev,
- dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev in
- prilagojeni krogotok denarja.

Posamezne vezave dnevov zalog, terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev skupaj sestavljajo krogotok denarja, ki predstavlja dolžino časa, ko so sredstva podjetja vezana v obratni kapital. Tako je kot merilo za oceno kratkoročne finančne stabilnosti podjetja upoštevan samo kazalnik prilagojen krogotok denarja (NTC), medtem ko ostali služijo za vsebinsko razlago gibanja le-tega. V Tabeli 28 je prikazano gibanje prilagojenega krogotoka denarja v dnevih za izbrana podjetja. Iz tabele je razvidno, da ima podjetje Arcelik v obratni kapital vezana sredstva najdlje. Podjetje Whirlpool je tudi tukaj »zmagovalec« z najkrajšimi vezavami v obratni kapital. Ugotovimo lahko, da najslabše podjetje v panogi, to je Fagor, ne dosega najslabših rezultatov, tudi v zadnjem obdobju poslovanja ne. Res pa je, da se je kazalnik glede na preteklo leto poslabšal. V kolikor primerjamo gibanje vezave denarja z gibanjem bonitet podjetij, vidimo, da ni očitne povezave med njima. Tako je uporabna vrednost kazalnika prilagojen krogotok denarja za potrebe ocenjevanja kratkoročne finančne stabilnosti majhna.

Tabela 28: Gibanje prilagojenega krogotoka denarja v obdobju 2010–2014

Podjetje/leto		BSH	Electrolux	Whirlpool	Arcelic	Gorenje**	Fagor*
2010	prilagojen denarni tok	77 dni	44 dni	27 dni	122 dni	80 dni	113 dni
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB	BB-	BB-
2011	prilagojen denarni tok	83 dni	46 dni	23 dni	135 dni	84 dni	97 dni
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB-	BB-	BB-
2012	prilagojen denarni tok	91 dni	38 dni	17 dni	122 dni	81 dni	84 dni
	boniteta	BBB	BBB	BBB	BB	BB-	BB-
2013	prilagojen denarni tok	88 dni	37 dni	12 dni	158 dni	71 dni	101 dni
	boniteta	BBB	BBB-	BBB	BB	B+	B-
2014	prilagojen denarni tok	91 dni	34 dni	12 dni	141 dni	62 dni	/
	boniteta	A	BBB-	BBB	BB+	B+	/

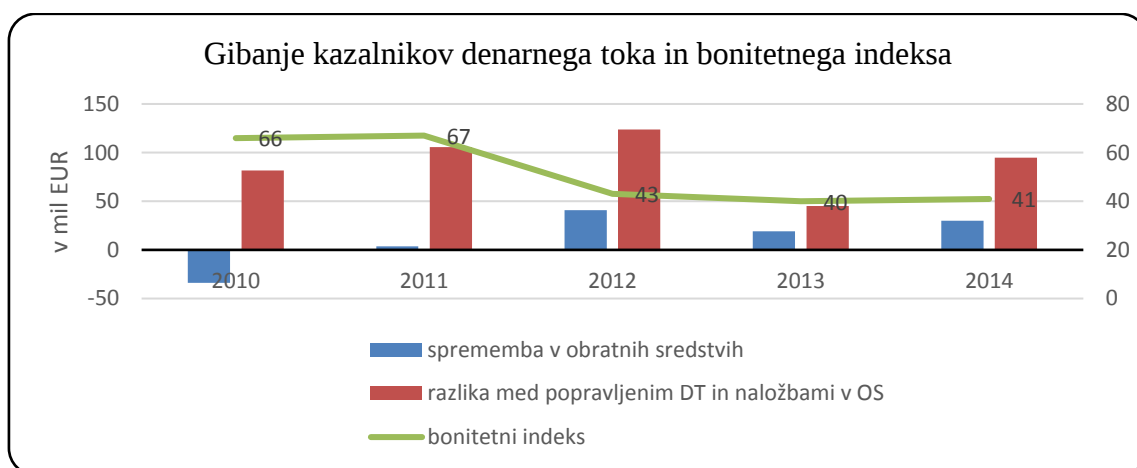
Legenda: *podatki v 2013 so polletni; **osnovna bonitetna ocena ima za merilo »credit scoring« od 1–100, zaradi primerljivosti med podjetji sem po lastni presoji in na podlagi indikativnih ocen ratinga podjetja lestvico prilagodila na standardne ratinge, ki jih uporablja S&P

Med kazalnike denarnega toka so bili uvrščeni naslednji:

- enostavni denarni tok,
- sprememba v obratnih sredstvih,
- popravljen denarni tok in
- naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Zaradi različnih velikosti izbranih podjetij kazalnikov denarnega toka ne moremo med sabo primerjati z absolutnimi vrednostmi, lahko pa primerjamo gibanje kazalnikov posameznega podjetja skozi čas. Tako sta v magistrskem delu za potrebe preučevanja praktičnosti izbranih kazalnikov za dve izbrani podjetji prikazana gibanje sprememb v obratnih sredstvih ter gibanje razlike med popravljenim denarnim tokom in naložbo v opredmetena osnovna sredstva. Slika 14 prikazuje gibanje sprememb v obratnih sredstvih, razliko med popravljenim denarnim tokom in naložbami v osnovna sredstva ter gibanje bonitetnega indeksa za Gorenje za obdobje 2010–2014. Podjetje v tem primeru vseskozi izkazuje pozitivno razliko med popravljenim denarnim tokom in naložbami, kar pomeni, da je sposobno financirati rast in razvoj z lastnimi viri. Potreba po dodatnih virih financiranja pa je bila izkazana le na začetku opazovanega obdobja – povečanje obratnih sredstev se namreč prikazuje kot odtok in ima negativen predznak. Kljub vseskozi pozitivni razliki med popravljenim denarnim tokom in naložbami, pa je razlika v absolutnih zneskih vse manjša in bonitetni indeks skozi obdobje pada.

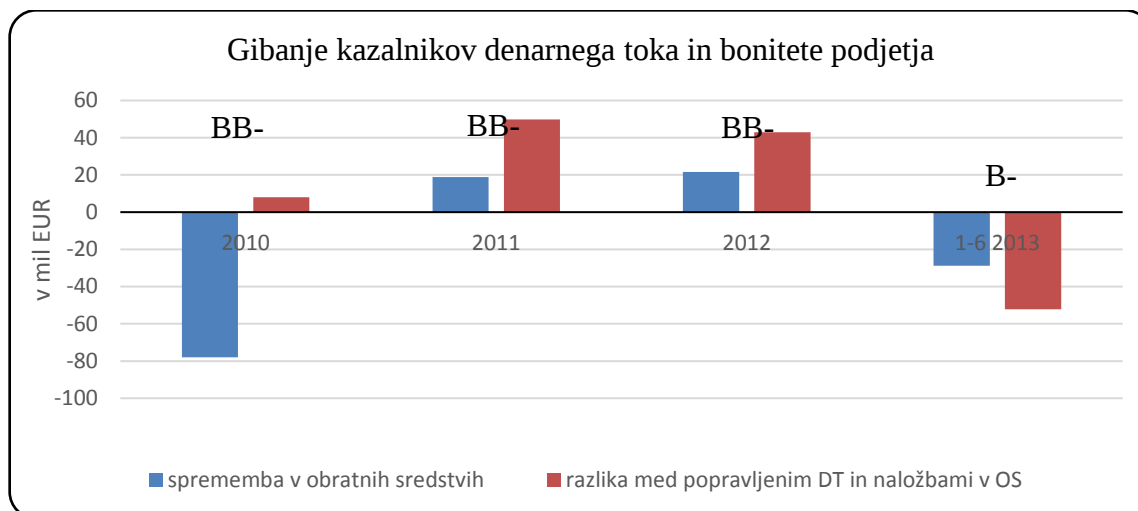
Slika 14: Gibanje kazalnikov denarnega toka za Gorenje v obdobju 2010–2014



Gibanje kazalnikov denarnega toka za podjetje Fagor je prikazano na Sliki 15. Iz nje je razvidno, da je podjetje v zadnjem polletju opazovanega obdobja beležilo negativno razliko med popravljenim denarnim tokom ter naložbami v osnovna sredstva. Razlika v preteklih letih je bila sicer pozitivna, vendar predvsem zato, ker podjetje ni imelo naložb v osnovna sredstva oz. je v podjetju potekal proces dezinvestiranja. V zadnjem polletju poslovanja je

bil tudi popravljen denarni tok negativen, hkrati pa se je povečala tudi potreba po obratnih sredstvih.

Slika 15: Gibanje kazalnikov denarnega toka za Fagor za obdobje 2010–2013



Poleg kazalnikov, ki omogočajo ocenjevanje kapitalske ustreznosti podjetja, so kazalniki denarnega toka edini kazalniki, ki so prikazali, da ima podjetje Fagor težave. Med temi kazalniki najbolj izstopata sprememba v obratnih sredstvih in primerjava popravljenega toka z naložbami v opredmetena osnovna sredstva in se kot takšna lahko uporabita kot merilo za ugotavljanje kratkoročne finančne stabilnosti podjetja. Tudi boniteta podjetja se giblje v skladu z gibanjem kazalnikov, vendar pa je težava, s katero se sooča vsak analitik ta, da so bilančni podatki vedno dostopni z nekajmesečno zamudo. Tako je bilo na primeru podjetja Fagor. Za prvo polovico leta 2013 so bili relevantni podatki poslovnega leta 2012, kjer posamezni kazalniki še niso kazali velikega poslabšanja poslovanja podjetja (boniteta, ki je bila izdelana 3. 6. 2013, je še vedno »dovoljevala« poslovne odnose s podjetjem). Polletni podatki 2013 pa so bili na voljo v oktobru 2013, kjer je bila bonitetna ocena že negativna, podjetje pa je že čez dober mesec razglasilo stečaj.

SKLEP

Podjetju ne pomagajo ugodno nabavljene surovine, velika delovna storilnost in dobro servisirani kupci, če na koncu ni plačila ali če dobavitelj ne dostavi dogovorjene komponente pravočasno. Poznavanje bonitete obstoječih in potencialnih poslovnih partnerjev ter tudi lastne bonitete je eden izmed temeljnih pogojev kakovostnega odločanja posloводства.

Namen magistrskega dela je bil ugotoviti, ali lahko s pomočjo analize obratnega kapitala in posameznih sestavin denarnega toka definiram nekaj kazalnikov, s katerimi bi lahko ocenjevali kratkoročno plačilno sposobnost podjetja. Tako je magistrsko delo metodološko razdeljeno v dva dela. Prvi del je namenjen predstavitvi teoretičnih modelov in razlag

posameznih kazalnikov obratnega kapitala in kazalnikov denarnega toka, v drugem delu pa so prikazani izračuni opredeljenih kazalnikov, s katerimi naj bi podjetje ocenjevalo kratkoročno plačilno sposobnost svojih obstoječih in potencialnih poslovnih partnerjev. Za analizo je bilo izbranih šest podjetij iz panoge bele tehnike, od tega pet delujočih ter eno nedelujoče podjetje, ki je konec leta 2013 razglasilo stečaj.

Prvi cilj magistrskega dela je bil prikazati pomen učinkovitega obvladovanja obratnega kapitala za finančno stabilnost poslovanja podjetja in njegovega vpliva na vrednotenje podjetja. Jeffery (2009) je poudaril »domino efekt«, ki lahko nastane pri prehitrem povečevanju obratnega kapitala v podjetju. Znatno povečanje obsega obratnega kapitala namreč najprej povzroči povečanje potrebe po denarnih sredstvih. V kolikor podjetje nima dovolj likvidnostnih rezerv, se mora dodatno zadolževati ali pa zniževati raven investiranja. Dodatno zadolževanje pomeni za podjetje povečanje stroškov financiranja, ki v najslabšem primeru vodi do povišanja obrestnih mer za posojeni denar. To pelje v še dodatno povečanje stroškov financiranja. Zaradi tega se prihodek podjetja niža in s tem se slabšajo tudi kazalniki poslovanja, ki so merilo za vrednotenje podjetja. Optimalen obseg obratnega kapitala je opredeljen kot tisti obseg, ki na eni strani zagotavlja nemoteno poslovanje, na drugi strani pa omogoča, da se podjetje čim ceneje financira. Ustrezna politika obvladovanja obratnega kapitala lahko ugodno vpliva tako na donosnost družbe kot na njeno zadolženost.

Drugi cilj magistrskega dela je bil opredeliti kazalnike obratnega kapitala in denarnih tokov, s pomočjo katerih bi lahko podjetja na hitro (čez palec) dobila kratkoročno oceno poslovanja potencialnega poslovnega partnerja. Ta ocena pa bi omogočala nadaljnje odločitve o sodelovanju. Med kazalnike obratnega kapitala so bili uvrščeni naslednji: kratkoročni koeficient, pospešeni koeficient, kapitalska intenzivnost obratnega kapitala, koeficient obračanja obratnega kapitala in delež obratnega kapitala v celotnih sredstvih podjetja. Kljub temu da sta kratkoročni in pospešeni koeficient najbolj poznana in široko uporabljena kazalnika plačilne sposobnosti podjetja, jih zaradi njunih slabosti analitiki ne uporabljajo več kot osnovno merilo likvidnosti podjetja. Predstavljata statični merili, ki imata kar nekaj slabosti; ne upoštevata razmerja med denarnimi prilivi in potrebnimi odlivi podjetja oz. časovne komponente (časa, v katerem se posamezna kategorija spremeni v denar, da postane najbolj likvidno sredstvo podjetja), poslovodstvo podjetja lahko dokaj enostavno vpliva na njuno vrednost in včasih ju je težko enoznačno interpretirati. Kazalnik kapitalska intenzivnost obratnih sredstev prikazuje obseg obratnega kapitala, ki je potreben za ustvarjanje ene enote prihodkov in meri intenzivnost potrebnih vlaganj. Z vidika obvladovanja obratnega kapitala je pomembno, da je kazalnik čim nižji, saj pomeni nižja vlaganja v obratni kapital in večjo donosnost podjetja. Koeficient obračanja obratnega kapitala je zgolj zrcalna slika koeficienta kapitalske intenzivnosti obratnega kapitala. Delež obratnega kapitala v celotnih sredstvih pa prikazuje kapitalsko strukturo podjetja in odraža njegovo finančno stabilnost. Nizke vrednosti kazalnika lahko kažejo resne likvidnostne težave podjetja. V magistrskem delu so poleg kazalnikov obratnega kapitala prikazani še krogotok denarja ter kazalniki denarnega toka, med katere spadajo enostavni denarni tok,

kazalnik spremembe v obratnih sredstvih, popravljen denarni tok in naložbe v opredmetena osnovna sredstva.

Tretji cilj magistrskega dela je bil s pomočjo analize bilančnih postavk izbranih podjetij preučiti praktično uporabnost opredeljenih kazalnikov za kratkoročno oceno stabilnosti poslovanja. V analizi za obdobje 2010–2014 so bila zajeta naslednja podjetja: Electrolux Group, BSH Hausgeräte GmbH, Whirlpool Corporation, Acelik A. S., Skupina Gorenje in Fagor Electrodomesticos S. Coop. Že teoretični del je nakazal, da kratkoročni in pospešeni koeficient nista primerna kazalnika za ocenjevanje plačilne sposobnosti podjetja. Primerjava izračunanih koeficientov med posameznimi podjetji je nakazala, da so bile vrednosti koeficientov največjega podjetja v panogi (Whirlpool) ter podjetja, ki je konec leta 2013 razglasilo stečaj (Fagor), enake. Tudi njihovo gibanje skozi opazovano obdobje je bilo podobno. Kazalnika podjetja Fagor niti v zadnjem polletju poslovanja nista odstopala od povprečja. Tako kratkoročnega in pospešenega koeficienta ne moremo uporabiti pri kratkoročni analizi stabilnosti poslovanja. Tudi kazalnika kapitalska intenzivnost obratnega kapitala in koeficient obračanja obratnega kapitala sta bila v analizi izključena kot merilo za ugotavljanje kratkoročne plačilne sposobnosti. Primerjava kazalnikov med podjetji ni pokazala pomembnejših odstopanj med vodilnimi podjetji v panogi in podjetjem v stečaju. To potrjuje tudi gibanje bonitetnih ocen. Delež obratnega kapitala v celotnih sredstvih je prvi izmed kazalnikov, katerega bi lahko podjetje uporabilo pri oceni kratkoročne plačilne sposobnosti. Kazalnik prikazuje vezana sredstva v obratnem kapitalu. Nižje vrednosti kazalnika lahko kažejo na resne likvidnostne težave podjetja. Dejansko je imelo podjetje Fagor ta kazalnik najnižji. Tudi primerjava gibanj kazalnika in bonitete podjetja je nakazala na njuno povezavo. Podjetjem, katerim je kazalnik skozi obdobje padal, je padala tudi boniteta. S pomočjo prilagojenega krogotoka denarja »merimo« učinkovitost obvladovanja obratnega kapitala. Krajši kot je cikel vezave denarja, bolj učinkovito podjetje oz. poslovodstvo upravlja z obratnim kapitalom. Vendar pa je analiza gibanja prilagojenega krogotoka denarja pokazala, da ga kot takega ne moremo smatrati za merilo ocenjevanja kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja. Kazalniki denarnega toka, od tega sprememba v obratnih sredstvih in primerjava med popravljenim tokom in naložbami v opredmetena osnovna sredstva, so glede na opravljeno analizo najboljše merilo za oceno kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja.

Še vedno pa je uporaba zgolj zgoraj omenjenih kazalnikov premalo za kakovostno hitro oceno kratkoročne plačilne sposobnosti podjetja. Za oceno je potrebno v analizo vključiti »tradicionalne« kazalnike poslovanja in imeti nekaj osnovnih informacij o panogi, v kateri se podjetje nahaja. Vse te informacije so vključene v bonitetnih ocenah podjetij. V primeru podjetja Fagor je bonitetna informacija, ki je bila pripravljena na podlagi zadnjih dosegljivih podatkov, pokazala, da podjetje ni več plačilno sposobno oz. je odsvetovala poslovanje s podjetjem na odprt račun. Pomanjkljivost bonitetnih ocen je njihov »časovni« zamik. Konkretno, boniteta za Fagor je bila na podlagi polletnih podatkov izdelana 2. oktobra 2013, podjetje pa je 16. oktobra razglasilo moratorij na vsa plačila oz. pri španskem državnem

uradu zaprosilo za »protection from creditors« in 13. novembra 2013 vložilo zahtevo za stečaj. Teoretično gledano bi poslovni partner, ki bi čakal na bonitetno oceno Fagorja, lahko bil do kupca izpostavljen za tudi več kot pol milijona evrov – toliko je namreč znašal kreditni limit bonitetne ocene, izdelane 3. junija 2013, in sicer na podlagi letnih podatkov 2012.

Vsled zgoraj navedenega ne moremo trditi, da bonitetne ocene niso dobra informacija glede finančnega položaja podjetja, njihova slabost je le »časovni« zamik, zato je priporočljivo, da podjetja tudi sama spremljajo poslovne partnerje s pomočjo analiziranja njihove plačilne discipline ter gibanja njihovih kazalnikov, predvsem kazalnikov denarnega toka, obratnega kapitala, deleža obratnih sredstev v celotnih sredstvih podjetja. Spremljati je potrebno predvsem gibanje kazalnikov oz. njihov trend, saj podjetja nimajo vedno na voljo podatkov o panogi ali konkurentih na trgu, tako da je gibanje kazalnikov včasih edini način, da poslovni partner oceni stabilnost poslovanja nekega podjetja.

V zaključku naj še enkrat ponovim, da je bil namen magistrskega dela ugotoviti, ali lahko s pomočjo analize obratnega kapitala in kazalnikov denarnega toka podjetje samo ocenjuje kratkoročno finančno stabilnost poslovnih partnerjev. Opravljena analiza kazalnikov na izbranih podjetjih je sicer pokazala, da je uporaba nekaterih kazalnikov lahko indikator finančne stabilnosti podjetja. Ne morem pa tega trditi v celoti. Razlog je lahko tudi v tem, da so bila za analizo izbrana »neprimerna« podjetja oz. mogoče tudi neprimerna panoga. Panoga bele tehnike je namreč zrela, močno koncentrirana in globalizirana. Na trgu so prisotni trije globalisti, ki predstavljajo dve tretjini celotne ponudbe, to so Whirlpool Corporation, Electrolux AB in BSH Hausgeräte GmbH. Do nedavnega je mednje štel tudi General Electric (GE), ki pa je bil januarja 2016 prodan kitajskemu proizvajalcu Haier Group. Na drugi strani imamo nekaj regionalistov, ki dobro poznajo lokalno okolje, imajo močan položaj na domačih trgih in poskušajo delno izkoriščati ekonomije obsega. Mednje sodijo Candy, Smeg, Gorenje, v preteklosti tudi Fagor in »zaenkrat še« Arcelik, katerega strategija postaja vse bolj globalna. Na koncu so na trgu prisotni še kakšni nišni, lokalni proizvajalci, ki se osredotočajo na proizvodnjo posameznih skupin izdelkov, vendar je letih vse manj, saj jih globalisti zaradi povečevanja ekonomij obsega in širjenja na lokalne trge »požirajo«. Gibanje kazalnikov in bonitet največjih podjetij v panogi (z dobički nad ali okoli petsto milijoni evri) je malo volatilno in neprimerljivo z ostalimi podjetji v panogi in ocena njihove kratkoročne finančne stabilnosti ni vprašljiva. Za oceno primernosti izbranih kazalnikov bi prišla tako v poštev predvsem srednja in manjša podjetja. Med analiziranimi podjetji sta to Gorenje in Fagor, vendar pa na podlagi analize kazalnikov zgolj dveh podjetij sklepov ne moremo postavljati.

LITERATURA IN VIRI

1. Afrifa, G. A. (2016). Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs. *Review of Accounting and Finance*. Najdeno 21. marca 2016 na spletnem naslovu <http://dx.doi.org/10.1108/RAF-02-2015-0031>
2. Arcelic A. S. (2011). *Annual report 2010*. Najdeno 29. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.arcelikas.com/UserFiles/file/PDF/EN/Ar%C3%A7elik%20A_S_%20Annual%20Report%20Web-version.pdf
3. Arcelic A. S. (2013). *Annual report 2012*. Najdeno 29. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.arcelikas.com/UserFiles/file/2012ARN.pdf>
4. Arcelic A. S. (2015). *Annual report 2014*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.arcelikas.com/page/152/Annual_Reports
5. *Arcelic Corporate overview*. Najdeno 5. aprila 2016 na spletnem naslovu http://www.arcelikas.com/page/72/Corporate_Overview
6. Berk, A., Lončarski, I., & Zajc, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana. Ekonomska fakulteta.
7. Berk, A., Peterlin, J., & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja*. Ljubljana: GV Založba.
8. Bergant, Ž. (1997). *Kodeks poslovnofinančnih načel*. Najdeno 16. februarja 2016 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/sites/default/files/fin-kodeks_posfin_nacel-celotno.pdf
9. Bergant, Ž. (2007). *Nekaj stranpoti teorije in prakse analiziranja plačilne sposobnosti podjetja*. Najdeno 10. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.vsr.si/clanki/Stranpoti%20analize%20PS.pdf>
10. Bergant, Ž. (2013). *Analiza poslovanja od teorije do prakse*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo.
11. Brigham, F.E., & Daves, R.P. (2004). *Intermediate Financial Management* (8th ed.). Ohio: Thomson South-Western
12. Bsh-group (2011). *Group annual report 2010*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.bsh-group.com/presse/index.php?id=724&L=1>
13. Bsh-group (2013). *Group annual report 2012*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.bsh-group.com/presse/index.php?id=724&L=1>
14. Bsh-group (2015). *Group annual report 2014*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.bsh-group.com/presse/index.php?id=724&L=1>
15. *Bsh Company Profile*. Najdeno 4. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsh-group.com/index.php?page=100325>
16. Cagle, S. C., Campbell, S. N., & Jones, T. K. (2013). Analyzing liquidity using the cash conversion cycle. *Journal of accountancy*. Najdeno 16. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://eds.b.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=9&sid=51b75ea5-cd0d-4482-82e6-cebd8c9df558%40sessionmgr115&hid=108>
17. De Almeida, J., & Eid, W. Jr. (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidence from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA.

- Journal of Business Research*. Najdeno 17. marca na spletnem naslovu <http://www.sciencedirect.com.nukweb.nuk.unilj.si/science/article/pii/S0148296313002774>
18. Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of business finance & Accounting*. Najdeno 22. 1. 2016 na spletnem naslovu <http://eds.b.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=4d5cfada-7ed3-4a6b-b9d2-d160b6fe50c9%40sessionmgr114&vid=15&hid=127>
 19. Duhovnik, M. (2002). Kritični pogled na analizo računovodskih kazalnikov z uporabo statističnih modelov. *Revizor*, 17(7/8), 58–89.
 20. Duhovnik, M. (2002a). *Uspešnost in učinkovitost poslovanja podjetja na podlagi ekonomskih in finančnih kazalnikov* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 21. Electroluxgroup (2011). *Annual report 2010*. najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.electroluxgroup.com/en/annual-report-2010-9398/>
 22. Electroluxgroup (2013). *Annual report 2012*. najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.electroluxgroup.com/en/electrolux-annual-report-2012-15598/>
 23. Electroluxgroup (2015). *Annual report 2014*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.electroluxgroup.com/en/electrolux-annual-report-2014-20252/>
 24. *Electrolux in brief*. Najdeno 4. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.electroluxgroup.com/en/electrolux-in-brief-492/>
 25. Enqvist, J., Graham, M., & Nikinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International business and Finance*. Najdeno 17. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.sciencedirect.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/science/article/pii/S0275531914000191>
 26. EuroFinance (2009). *Treasury Perspectives 2009–2010*. Najdeno 15. februarja 2016 na spletnem naslovu http://www.eurofinance.com/sites/default/files/treasury-prospectives-pdfs/TP_Global_200910_Magazine.PDF
 27. Fagor Iberinform Credito y Caucion (interno gradivo). Velenje: Gorenje, d.d.
 28. Filipič, D., & Mlinarič, F. (1999). *Temelji podjetniških financ*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
 29. Fišer, N. (2014). *Analiza podjetja z vidika presojanja kreditne sposobnosti* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 30. Garcia-Teruel, J. P., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*. Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.emeraldinsight.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/doi/pdfplus/10.1108/17439130710738718>
 31. Gentry, A., Vaidyanathan, R., & Lee, W. (1990). A weighted cash conversion cycle. *Financial management*. Najdeno 18. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://eds.a.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=cfcf1fde-7647-41e0-91e3-39d9268d208c%40sessionmgr4004&hid=4210>

32. Gorenjegroup (2011). *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2010*. Najdeno 30. marca 2016 na spletnem naslovu <http://static14.gorenje.com/files/default/corporate/investor-relations/annual-reports/gorenje-letno-porocilo-2010.pdf>
33. Gorenjegroup (2013). *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2012*. Najdeno 30. marca 2016 na spletnem naslovu <http://static14.gorenje.com/files/default/corporate/investor-relations/annual-reports/gorenje-letno-porocilo-2012.pdf>
34. Gorenjegroup (2015). *Letno poročilo Skupine Gorenje za leto 2014*. Najdeno 21. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.gorenjegroup.com/si/za-vlagatelje/letna-porocila>
35. Gorenjegroup (2016). *O Skupini Gorenje*. Najdeno 30. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.gorenjegroup.com/si/gorenje-group/o-skupini-gorenje>
36. Icreate International center for entrepreneurship and technology. (b.l.). *Basel III An easy to understand summary*. Najdeno 12. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.icreate.in/pdf/Basel%20III%20-%20An%20easy%20to%20understand%20summary.pdf>
37. Igličar, A. & Hočevlar, M., (1997). *Računovodstvo za managerje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
38. Investopedia (b.l.). *Working capital turnover*. Najdeno 10. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/w/workingcapitalturnover.asp?layout=infini&v=4B&adtest=4B>
39. Jeffery, C. (2009). *The Strategic Treasurer: A partnership for Corporate Growth*. Najdeno 26. januarja na spletnem naslovu <http://eds.a.ebscohost.com/nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/ebookviewer/ebook/ZTAwMHh3d19fMjkwMDkyX19BTg2?sid=c64b4950-dcc2-4478-9272-6b9389f3e062@sessionmgr4003&vid=11&format=EB&rid=25>
40. Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). *Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange*. Najdeno 16. marca 2016 na spletnem naslovu <http://eds.b.ebscohost.com/nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&sid=df063df8-e69f-4b48-967c-8459e4585fb8%40sessionmgr120&hid=114>
41. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
42. Mramor, D. (1999). *Sodobna finančna analiza podjetja. Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji*. (str. 17–38). Portorož: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
43. Peterlin, J., & Glavina, P. (2007). *Rasti, biti finančno uspešen in hkrati zniževati dolgove*. Ljubljana: Časnik Finance.
44. Pirttila, M. (2014). *The cycle times of working capital: Financial value chain analysis method* (doktorska disertacija). Najdeno 1. februarja 2016 na spletnem naslovu https://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/102180/Pirttil%C3%A4_A4.pdf?sequence=2
45. Poiters, P. (2007). *Working capital management and company value at heinz northern Europe*. Najdeno 16. januarja 2016 na spletnem naslovu

- <http://treasuryandfinance.info/TF/articles/working-capital-management-and-company-value-at-heinz-northern-europe.html?page=1>
46. PricewaterhouseCoopers (2006). European Treasury Survey 2006 Measuring Value from Treasury. Najdeno 13. februarja 2016 na spletnem naslovu http://www.google.si/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjH_-SsfTKAhUGvRoKHTkFBjwQFggfMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.finyear.com%2Fattachment%2F40161%2F&usg=AFQjCNETtQbi-KiaFZkvq9tG58EO7lBmu
 47. PricewaterhouseCoopers (2015). *Bridging the gap 2015 annual global working capital survey*. Najdeno 16. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/deals/business-recovery-restructuring/working-capital-survey.html>
 48. Richards, D. V., & Laughlin, J. E., (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial management*. Najdeno 16. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://eds.b.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=51b75ea5-cd0d-4482-82e6-cebd8c9df558%40sessionmgr115&vid=5&hid=108>
 49. Sharaf, R. F., & Haddad, F. S. (2014). The relationship between working capital management and profitability for industrial companies listed in Amman stock exchange. *Jordan journal of Business Administration*. Najdeno 21. marca 2016 na spletnem naslovu <http://eds.b.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&sid=d99df800-77d7-40a8-babd-f3428d8d3fa7%40sessionmgr105&hid=112>
 50. Shin, H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability, *Financial practice and education*. Najdeno 18. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://eds.a.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=6&sid=18cd16fa-412f-43c8-8e3f-2a6283e3ef5d%40sessionmgr4004&hid=4110>
 51. Slovenski računovodski standardi SRS (2006). Najdeno 18. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=DRUG2463#>
 52. Steyn, M. T. (2008). *Company value: working capital and the cash conversion cycle investigated* (mini-dissertation for MBA). Najdeno 18. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://dspace.nwu.ac.za/handle/10394/4026?show=full>
 53. Swarup, V. (2011). *Everything you need to know about working capital management. eBook*. Najdeno 14. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://eds.b.ebscohost.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/eds/ebookviewer/ebook/bmxlYmtfXzUyOTcyNV9fQU41?sid=51b75ea5-cd0d-4482-82e6-cebd8c9df558@sessionmgr115&vid=12&format=EB&rid=1>
 54. Šenk, B. (2004). *Kvantitativna analiza kazalnikov bonitete podjetij* (magistrsko delo). Kranj: Fakulteta za organizacijske vede.
 55. Ukaegbu, B. (2014). The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa. *Research in international business and finance*. Najdeno 17. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.sciencedirect.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/science/article/pii/S0275531913000779>

56. Urbas, M. (2010). *Upravljanje obratnega kapitala in donosnost malega in srednje velikega podjetja v Sloveniji* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
57. Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management*. Edinburg gate: Pearson Education limited.
58. Whirlpool Corporation (2011). *2010 Annual report*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://investors.whirlpoolcorp.com/annuals-proxies.cfm>
59. Whirlpool Corporation (2013). *2012 Annual report*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://investors.whirlpoolcorp.com/annuals-proxies.cfm>
60. Whirlpool Corporation (2015). *2014 Annual report*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://investors.whirlpoolcorp.com/annuals-proxies.cfm>
61. Whirlpool Corporation (2016). *Our Company*. Najdeno 1. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.whirlpoolcorp.com/our-company/>

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Bilanca stanja in izkaz uspeha za BSH za obdobje 2009–2014.....	1
Priloga 2: Bilanca stanja in izkaz uspeha za Electrolux za obdobje 2009–2014.....	2
Priloga 3: Izkaz uspeha in bilanca stanja Whirlpool za obdobje 2009–2014.....	4
Priloga 4: Izkaz uspeha in bilanca stanja za Archelic A. S. za obdobje 2009–2014.....	6
Priloga 5: Bilanca stanja in izkaz uspeha za Gorenje Group za obdobje 2009–2014	8
Priloga 6: Izkaz uspeha in bilanca stanja za Fagor za obdobje 2008–2013	10

Priloga 1: Bilanca stanja in izkaz uspeha za BSH za obdobje 2009–2014

IZKAZ USPEHA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Prihodki od prodaje	8.405	9.073	9.654	9.800	10.508	11.389
- stroški prodaje (COGS)	5.378	5.625	6.077	6.128	6.540	7.103
= bruto poslovni izid	3.027	3.448	3.577	3.672	3.968	4.286
- prodajni in administrativni stroški	2.129	2.386	2.582	2.665	2.939	3.206
- stroški R&R	267	283	298	326	334	373
+ ostali prihodki poslovanja	212	303	353	281	290	282
- ostali stroški poslovanja	273	363	357	260	473	261
- dobro ime (popravek)	5	0	0	0	0	23
= poslovni izid iz poslovanja	565	719	693	702	512	705
+ finančni prihodki	52	46	60	60	34	45
- finančni odhodki	69	58	169	127	104	129
-/+ ostali finančni vplivi	-31	-16	-46	-19	-3	16
= poslovni izid pred davki	517	691	538	616	439	637
- davek iz dobička	189	224	164	151	130	190
= poslovni izid	328	467	374	465	309	447

BILANCA STANJA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
denar in denarni ustrezniki	742	575	511	594	985	493
KR finančne naložbe	64	19	69	48	33	143
terjatve do kupcev	1.656	1.735	2.259	2.408	2.627	2.972
<i>current recoverable income taxes</i>	57	37	53	72	45	41
druga KR sredstva	246	427	379	293	352	340
zaloge	1.032	1.226	1.305	1.235	1.300	1.466
KRATKOROČNA SREDSTVA	3.797	4.019	4.576	4.650	5.342	5.455
ostala dolgoročna sredstva	849	891	763	912	1.009	1.063
nepremičnine, naprave in oprema	1.395	1.536	1.655	1.749	1.697	1.860
neopredmetena sredstva	252	261	237	250	309	266
odložene terjatve za davke	150	194	204	304	385	503
DOLGOROČNA SREDSTVA	2.646	2.882	2.859	3.215	3.400	3.692
SREDSTVA	6.443	6.901	7.435	7.865	8.742	9.147
finančne obveznosti	78	288	471	146	246	300
obveznosti do dobaviteljev	793	1.020	1.100	1.202	1.317	1.355
obveznosti za davke	11	12	12	26	29	32
ostale KR obveznosti	867	1.029	1.061	1.075	1.186	1.417
other current provisions (pasivne ČR)	421	489	465	427	465	487
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	2.170	2.838	3.109	2.876	3.243	3.591
finančne obveznosti	439	245	580	817	1.283	1.152
ostale DR obveznosti	16	20	20	22	31	41
other non-current provisions (PČR)	509	525	409	426	518	503
rezervacije za pokojnine in podobno	774	843	886	1.127	1.131	1.423
odložene obveznosti za davke	0	22	22	18	39	49
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	1.738	1.655	1.917	2.410	3.002	3.168
KAPITAL						
osnovni kapital	125	125	125	125	125	125
rezerve iz dobička in ostale rezerve	2.070	1.798	1.903	1.981	2.058	1.813
zadržan dobiček	324	465	373	466	308	447
kapital neobvladujočih deležev	16	20	8	7	6	3
KAPITAL	2.535	2.408	2.409	2.579	2.497	2.388
KAPITAL IN OBVEZNOSTI	6.443	6.901	7.435	7.865	8.742	9.147
amortizacija (vzeto iz statement of CF)	321	295	295	314	375	370

Priloga 2: Bilanca stanja in izkaz uspeha za Electrolux za obdobje 2009–2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tečaj SEK/EUR (31. 12.)	10,252	8,9655	8,912	8,582	8,8591	9,393

IZKAZ USPEHA (GROUP)

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Prihodki od prodaje	10.645	11.859	11.400	12.817	12.321	11.939
- stroški prodaje (COGS)	8.484	9.224	9.295	10.224	9.921	9.634
= bruto poslovni izid	2.161	2.636	2.105	2.593	2.400	2.305
- prodajni in administrativni stroški	1.636	1.910	1.772	1.996	1.943	1.808
- stroški R&R						
+ ostali prihodki poslovanja	4	2	26	9	4	19
- ostali stroški poslovanja	10	3	4	2	3	8
- items affecting comparability	152	119	15	120	279	128
= poslovni izid iz poslovanja	367	606	339	484	178	381
+ finančni prihodki	25	37	38	24	16	14
- finančni odhodki	52	51	64	102	92	77
-/+ ostali finančni vplivi						
= poslovni izid pred davki	340	592	312	405	102	319
- davek iz dobička	86	146	80	102	26	80
= poslovni izid	254	446	232	303	76	239

BILANCA STANJA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
denar in denarni ustrezniki	930	1.159	782	796	746	970
KR finančne naložbe	296	192	38	14	17	11
terjatve do kupcev	1.968	2.158	2.157	2.131	2.194	2.200
<i>tax assets</i>	108	41	75	71	84	83
druga KR sredstva	287	398	411	420	497	508
<i>izpeljani finančni instrumenti (derivatives)</i>	37	43	28	21	30	40
zaloge	980	1.241	1.342	1.510	1.372	1.525
KRATKOROČNA SREDSTVA	4.606	5.232	4.832	4.965	4.941	5.337
ostala dolgoročna sredstva	170	316	341	275	85	118
<i>dobro ime</i>	222	256	674	646	550	570
nepremičnine, naprave in oprema	1.494	1.632	1.752	1.945	1.949	2.016
<i>naložbe v povezana podjetja</i>	2	2	2	2	25	24
<i>dolgoročna finančna sredstva</i>	42	64	58	64	31	33
<i>pension plan assets</i>					50	42
ostala neopredmetena sredstva	293	365	577	592	453	413
odložene terjatve za davke	263	332	334	385	495	570
DOLGOROČNA SREDSTVA	2.485	2.968	3.739	3.909	3.638	3.786

SREDSTVA	7.091	8.200	8.571	8.873	8.579	9.123
finančne obveznosti	328	350	468	326	308	528
obveznosti do dobaviteljev	1.564	1.928	2.075	2.399	2.326	2.737
obveznosti za davke	231	208	193	150	150	111
izpeljani finančni instrumenti	34	54	36	28	22	17
ostale KR obveznosti	1.096	1.217	1.178	1.378	1.455	1.441
other current provisions (pasivne ČR)	179	247	265	250	342	296
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	3.431	4.004	4.215	4.531	4.604	5.129
finančne obveznosti	999	938	1.082	1.166	1.347	1.014
ostale DR obveznosti	0	0	0	0	0	0
other non-current provisions (PČR)	532	592	595	530	510	603
rezervacije za pokojnine in podobno	211	277	237	202	387	550
odložene obveznosti za davke	80	90	126	134	116	73
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	1.822	1.897	2.040	2.032	2.360	2.240
KAPITAL						
osnovni kapital	151	172	173	180	174	164
rezerve iz dobička in ostale rezerve	460	395	362	205	28	283
zadržan dobiček	1.227	1.732	1.769	1.920	1.409	1.303
kapital neobvladujočih deležev	0	0	12	5	4	4
KAPITAL	1.838	2.299	2.316	2.310	1.615	1.753
KAPITAL IN OBVEZNOSTI	7.091	8.200	8.571	8.873	8.579	9.123
amortizacija (vzeto iz statement of CF)	336	371	356	379	379	391

Priloga 3: Izkaz uspeha in bilanca stanja Whirlpool za obdobje 2009–2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tečaj USD/EUR (31. 12.)	1,4406	1,3362	1,2939	1,3194	1,3791	1,2141

IZKAZ USPEHA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Prihodki od prodaje	11.869	13.745	14.426	13.751	13.610	16.368
- stroški prodaje (COGS)	10.213	11.714	12.435	11.558	11.218	13.571
= bruto poslovni izid	1.656	2.031	1.992	2.193	2.391	2.796
- prodajni in administrativni stroški	1.072	1.200	1.253	1.332	1.326	1.679
- intangible amortization	19	21	22	23	18	27
- stroški prestrukturiranja	87	55	105	180	142	112
= poslovni izid iz poslovanja	478	754	612	659	906	979
+ finančni in ostali prihodki/odhodki	-122	-147	-469	-85	-112	-117
- finančni odhodki	152	168	165	151	128	136
= poslovni izid pred davki	203	439	-22	423	665	726
- davek iz dobička	-42	-48	-337	101	49	156
= poslovni izid	246	486	315	322	616	570
- poslovni izid neobvladljivih deležev	18	23	14	18	16	35
= poslovni izid lastnikov	228	463	301	304	600	535

BILANCA STANJA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
denar in denarni ustrezniki	958	1.024	857	885	1.001	845
KR finančne naložbe	0	0	0	0	0	0
terjatve do kupcev	1.735	1.705	1.627	1.545	1.454	2.280
<i>deferred income taxes</i>	205	153	192	423	398	343
druga KR sredstva	453	504	468	537	493	945
zaloge	1.525	2.090	1.819	1.784	1.746	2.257
KRATKOROČNA SREDSTVA	4.876	5.474	4.963	5.174	5.092	6.670
ostala dolgoročna sredstva	224	232	216	193	211	340
nepremičnine, naprave in oprema	2.164	2.345	2.397	2.300	2.205	3.279
dobro ime	1.200	1.295	1.335	1.309	1.250	2.312
ostala neopredmetena sredstva	1.247	1.339	1.358	1.305	1.234	2.309
odložene terjatve za davke	766	977	1.463	1.389	1.279	1.565
DOLGOROČNA SREDSTVA	5.601	6.188	6.769	6.495	6.179	9.805
SREDSTVA	10.478	11.663	11.733	11.669	11.271	16.475
finančne obveznosti	16	1	1	5	7	469
obveznosti do dobaviteljev	2.296	2.739	2.714	2.803	2.803	3.896
employee compensation	348	349	282	394	331	411
KR del dolgoročnih fin.obveznosti	262	233	279	387	440	193

ostale KR obveznosti	433	457	524	503	511	697
other current provisions (pasivne ČR)	768	821	1.067	842	835	1.256
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	4.124	4.602	4.867	4.934	4.926	6.921
finančne obveznosti	1.737	1.643	1.645	1.473	1.339	2.919
ostale DR obveznosti	445	592	431	392	350	568
other non-current provisions (PČR)	0	0	0	0	0	0
rezervacije za pokojnine in podobno	1.562	1.593	1.482	1.560	1.006	1.292
odložene obveznosti za davke	0	0	0	0	0	0
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	3.744	3.828	3.558	3.425	2.695	4.780
KAPITAL						
osnovni kapital	73	79	82	82	79	91
rezerve iz dobička in ostale rezerve	1.435	1.614	1.701	1.753	1.779	2.104
zadržan dobiček	2.911	3.502	3.804	3.901	4.194	5.114
kumulirana izguba	-603	-668	-948	-1.160	-941	-1.516
lastne delnice	-1.272	-1.364	-1.408	-1.347	-1.540	-1.770
kapital neobvladujočih deležev	67	70	77	81	80	750
KAPITAL	2.610	3.233	3.308	3.310	3.650	4.774
KAPITAL IN OBVEZNOSTI	10.478	11.663	11.733	11.669	11.271	16.475
amortizacija (vzeto iz statement of CF)	364	415	431	418	392	461

Priloga 4: Izkaz uspeha in bilanca stanja za Arcelik A. S. za obdobje 2009–2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tečaj TRY/EUR (31. 12.)	2,1547	2,0694	2,4432	2,3551	2,9605	2,832

IZKAZ USPEHA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Prihodki od prodaje	3.059	3.352	3.453	4.483	3.749	4.419
- stroški prodaje (COGS)	2.050	2.353	2.414	3.186	2.604	3.014
= bruto poslovni izid	1.009	999	1.040	1.297	1.145	1.405
- prodajni in administrativni stroški	664	697	744	939	826	1.020
- stroški R&R	22	29	27	31	28	36
+ ostali prihodki poslovanja	86	63	25	30	156	76
- ostali stroški poslovanja	60	28	30	35	68	83
	0	0		0	0	0
= poslovni izid iz poslovanja	348	308	264	321	379	342
+ prihodki od investiranja	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4	6
- odhodki od investiranja	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1	0
+ prihodki od povezanih podjetij	3	6	12	15	9	6
= poslovni izid pred finan.delom					391	354
+ finančni prihodki	187	139	170	143	145	168
- finančni odhodki	269	135	194	212	284	264
-/+ ostali finančni vplivi	0	0	0	0	0	0
= poslovni izid pred davki	268	317	252	267	252	258
- davek iz dobička	34	52	30	33	41	33
= poslovni izid	233	265	221	234	210	225
- PI neobvladljivih deležev	8	16	14	11	8	7
= poslovni izid lastnikov	225	250	207	223	202	218

BILANCA STANJA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
denar in denarni ustrezniki	420	636	480	739	428	572
izpeljani fin. Instrumenti	2	1	1	1	2	3
AČR	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16	24
terjatve do povezanih podjetij	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9	8
terjatve do kupcev	1.036	1.123	1.302	1.385	1.403	1.558
current income tax assets	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12	20
druga KR sredstva	51	57	57	53	42	51
zaloge	421	477	626	679	672	750
KR sredstva namenjena prodaji	n.a.	n.a.	3	4	3	4
KRATKOROČNA SREDSTVA	1.930	2.295	2.470	2.860	2.587	2.991
DR finančne naložbe	184	318	201	271	182	247
DR terjatve	2	6	7	5	9	9

izpeljani fin. Instrumenti	0	0	0	0	0	6
povezana podjetja	60	66	66	78	65	69
investment properties	3	3	3	2	2	2
nepremičnine, naprave in oprema	577	605	592	681	620	640
dobro ime	3	3	80	75	58	60
neopredmetena sredstva	204	223	321	334	299	326
odložene terjatve za davke	19	19	26	37	31	27
DOLGOROČNA SREDSTVA	1.053	1.244	1.295	1.483	1.267	1.385
SREDSTVA	2.983	3.538	3.765	4.343	3.854	4.377
finančne obveznosti	893	406	667	911	207	254
KR del dolgoročnih fin. obveznosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	358	382
obveznosti do pov.podjetij	n.a.	n.a.	3	3	148	72
obveznosti do dobaviteljev	354	468	509	496	408	557
izpeljani fin. Instrumenti	0	0	0	2	5	1
obveznosti o zaposlenih	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46	58
ostale poslovne obveznosti	49	63	75	70	36	44
obveznosti za davke	7	9	10	10	7	6
ostale KR obveznosti	79	87	87	86	81	96
other current provisions (pasivne ČR)	95	99	95	99	87	93
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	1.476	1.132	1.445	1.677	1.382	1.565
finančne obveznosti	87	589	626	789	872	1.047
ostale poslovne obveznosti do pov.pod.	31	31	29	25	21	20
izvedeni fin.instrumenti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17	0
non-current provisions (PČR)	68	76	77	83	75	95
ostali DR obveznosti	3	2	1	1	7	10
odložene obveznosti za davke	44	62	93	100	83	87
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	234	760	825	998	1.074	1.259
KAPITAL						
osnovni kapital	314	327	277	287	228	239
rezerve iz dobička in ostale rezerve	448	577	475	534	428	449
zadržan dobiček	267	461	492	587	514	633
dobiček tekočega leta	225	250	207	223	202	218
kapital neobvladujočih deležev	20	32	43	36	26	15
KAPITAL	1.273	1.647	1.495	1.668	1.398	1.553
KAPITAL IN OBVEZNOSTI	2.983	3.538	3.765	4.343	3.854	4.377
amortizacija (vzeto iz statement of CF)	84	93	89	111	102	122

Priloga 5: Bilanca stanja in izkaz uspeha za Gorenje Group za obdobje 2009–2014

IZKAZ USPEHA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
prihodki od prodaje	1.186	1.382	1.387	1.263	1.240	1.246
sprememba vrednosti zalog	-12	-14	9	12	-26	-12
drugi poslovni prihodki	33	48	51	41	35	21
kosmati donos iz poslovanja	1.207	1.416	1.446	1.316	1.249	1.255
stroški blaga, materiala in storitev	-901	-1.041	-1.076	-946	-911	-920
stroški dela	-219	-244	-253	-259	-238	-228
amortizacija	-56	-52	-48	-46	-42	-43
drugi poslovni odhodki	-18	-23	-24	-20	-22	-21
poslovni izid iz poslovanja	12	56	44	45	36	44
finančni prihodki	20	12	15	7	8	9
finančni odhodki	-41	-46	-40	-37	-62	-47
delež v dobičku/izgubi pridruženih družb	n.a.	n.a.	0	0	-1	0
poslovni izid pred davki	-9	22	18	15	-19	5
davek iz dobička	-3	-2	-2	-6	4	-3
poslovni izid brez ustavljenega poslovanja	-12	20	16	9	-14	2
poslovni izid ustavljenega poslovanja	n.a.	n.a.	-7	-9	-11	-1
poslovni izid poslovnega leta	-12	20	9	0	-25	1
neobvladujoči deleži	-1	0	0	0	0	0
poslovni izid lastnikov	-12	20	9	0	-25	1

BILANCA STANJA

(v mio EUR)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
neopredmetena sredstva	162	160	159	160	168	182
nepremičnine, naprave in oprema	383	375	359	341	357	356
naložbene nepremičnine	8	5	15	23	28	19
DR finančne naložbe	7	5	2	7	6	4
naložbe v pridružene družbe	n.a.	n.a.	1	1	1	1
DR poslovne terjatve	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11	7
odložene terjatve za davke	16	18	21	18	25	25
DR sredstva	574	563	556	551	594	593
dolgoročna sredstva za prodajo	1	1	0	1	2	2
zaloge	218	258	246	247	236	219
KR finančne naložbe	68	48	42	33	17	20
terjatve do kupcev	252	306	256	219	206	180
druga KR sredstva	36	55	49	63	46	43
terjatve za davek iz dobička	2	3	1	3	3	3
denar in denarni ustrezniki	27	83	102	53	39	36
sredstva, vključena v skupine za odtujitev	0	0	0	27	7	5
KR sredstva	604	754	695	646	554	509

SREDSTVA SKUPAJ	1.179	1.318	1.252	1.197	1.148	1.102
osnovni kapital	59	66	66	66	92	102
kapitalske rezerve	180	198	198	198	176	176
rezerve iz dobička	98	107	116	113	96	99
lastne delnice	-3	-3	-3	-3	-3	-3
poslovni izid poslovnega leta					-27	-2
poslovni izid preteklih let					40	13
prevedbena rezerva	17	9	10	6	-4	-18
rezerva za pošteno vrednost	13	13	9	9	9	11
kapital neobvladujočih deležev	6	2	2	2	3	3
Kapital	370	392	398	392	381	380
rezervacije	62	88	76	65	67	63
odloženi prihodki	1	1	1	3	5	5
DR poslovne obveznosti					6	6
odložene obveznosti za davke	6	6	6	4	3	3
DR finančne obveznosti	242	261	302	277	199	270
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	311	356	385	349	279	348
KR finančne obveznosti	210	223	182	156	199	98
obveznosti do dobaviteljev	196	237	194	212	214	202
druge KR obveznosti	87	107	91	78	71	71
obveznosti za davek iz dobička	4	3	2	1	1	2
obveznosti, vključene v skupine za odtujitev			0	8	4	2
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	498	570	469	456	488	374
SKUPAJ KAPITAL IN OBVEZNOSTI	1.179	1.318	1.252	1.197	1.148	1.102

Priloga 6: Izkaz uspeha in bilanca stanja za Fagor za obdobje 2008–2013

IZKAZ USPEHA

(v mio EUR)	2008	2009	2010	2011	2012	1-6 2013
prihodki od prodaje	680	289	548	459	439	184
sprememba vrednosti zalog	-8	5	6	0	-11	4
drugi poslovni prihodki	52	n.a.	62	119	117	22
kosmati donos iz poslovanja	725	294	617	578	545	210
stroški blaga, materiala in storitev	-462	-186	-384	-338	-326	-144
stroški dela	-109	-43	-100	-93	-86	-37
amortizacija	-17	-9	-20	-21	-24	-16
drugi poslovni odhodki	-126	-52	-103	-99	-105	-30
poslovni izid iz poslovanja	10	4	10	26	4	-17
finančni prihodki	11	1	10	9	9	6
finančni odhodki	-29	-11	-21	-33	-34	-23
tečajne razlike/popravek vrednosti	-18	0	0	0	0	0
poslovni izid pred davki	-26	-6	0	2	-20	-34
davek iz dobička	31	0	0	-7	-6	0
poslovni izid brez ustavljenega poslovanja	5	-6	0	-4	-26	-34

BILANCA STANJA

(v 000 EUR)	2008	2009	2010	2011	2012	1-6 2013
neopredmetena sredstva	20	25	43	56	86	61
nepremičnine, naprave in oprema	118	113	103	84	56	66
naložbene nepremičnine	0	0	0	0	0	0
DR fin naložbe v odvisne družbe	392	446	448	463	478	429
DR finančne naložbe						
odložene terjatve za davke	39	5	39	33	27	12
DR sredstva	570	588	634	636	645	568
dolgoročna sredstva za prodajo	0	0	0	0	0	0
zaloge	124	109	90	84	67	74
KR finančne naložbe	0	18	15	20	25	19
terjatve do kupcev	198	166	207	165	192	199
ostale poslovne terjatve	87	85	40	25	12	68
KR naložbe v odvisne družbe	44	42	n.a.			
dani avansi	1	0	0			
denar in denarni ustrezniki	33	1	2	7	3	3
KR sredstva	486	421	354	301	299	363
SREDSTVA SKUPAJ	1.056	1.009	988	936	944	931
osnovni kapital	213	217	82	74	68	62
kapitalske rezerve	60	54	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
poslovni izid poslovnega leta	4	-6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

exchange gains	1	3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
subsidies, donations and legacies received	0	0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
kapital	279	268	256	241	204	135
rezervacije	21	25	76	16	19	21
finančne obveznosti	175	162	339	231	269	282
obveznosti do povezanih podjetij	56	64	2	63	63	133
odložene obveznosti za davke	2	3				
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	254	254	417	310	351	436
obveznosti do DR sredstev za prodajo	0	0	0	0	0	0
KR finančne obveznosti	259	200	144	243	216	196
obveznosti do povezanih podjetij	37	50	0	0	0	0
obveznosti do dobaviteljev	86	69	165	138	169	158
ostale KR obveznosti	131	158	6	4	4	0
PČR	10	12	0	0	0	6
posebne obveznosti	0	0	0	0	0	0
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	523	488	315	385	389	360
SKUPAJ KAPITAL IN OBVEZNOSTI	1.056	1.009	988	936	944	931