

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**UPORABA KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA
PRI VREDNOTENJU KREDITNEGA TVEGANJA
POSLOVANJA Z LIZINGOJEMALCI V PODJETJU HYPO
LEASING D.O.O.**

Ljubljana, avgust 2010

PETER BENKO

IZJAVA

Študent Peter Benko izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Marka Pahorja, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 27.08.2010

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TVEGANJA POSLOVANJA LIZING HIŠ	2
1.1 KREDITNO TVEGANJE KOT GLAVNO TVEGANJE	3
1.1.1 MERJENJE KREDITNEGA TVEGANJA.....	3
1.2 OSTALA TVEGANJA POSLOVANJA LIZING HIŠ	4
1.2.1 LIKVIDNOSTNO TVEGANJE.....	4
1.2.2 OBRESTNO TVEGANJE ALI TVEGANJE SPREMEMBE OBRESTNE MERE.....	5
1.2.3 VALUTNO TVEGANJE.....	5
1.2.4 OPERATIVNO TVEGANJE.....	5
1.2.5 TVEGANJE OSTANKA VREDNOSTI.....	6
2 UPRAVLJANJE S KREDITNIM TVEGANJEM V PODJETJU HYPO LEASING	6
2.1 PREDSTAVITEV PODJETJA HYPO LEASING	6
2.2 DELOVANJE BONITETNE SLUŽBE V PODJETJU HYPO LEASING	7
2.2.1 GLAVNE NALOGE BONITETNE SLUŽBE V PODJETJU HYPO LEASING.....	7
2.2.2 BONITETNO POROČILO KOT NAJPOMEMBNEJŠI PRODUKT BONITETNE SLUŽBE V SMISLU ZAVAROVANJA PRED KREDITNIM TVEGANJEM.....	8
2.2.2.1 BONITETNO POROČILO.....	8
2.2.2.2 DELITEV BONITETNEGA POROČILA V PODJETJU HYPO LEASING.....	8
2.2.2.3 DODANA VREDNOST BONITETNIH POROČIL.....	9
2.2.2.4 IZDELAVA BONITETNIH POROČIL PO KOMPETENČNI UREDITVI PODJETJA HYPO LEASING.....	9
2.2.2.5 BONITETNO POROČILO KOT NAJPOMEMBNEJŠE ORODJE ZAŠČITE PRED KREDITNIM TVEGANJEM.....	10
3 ANALIZA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV S KAZALNIKI	11
3.1 RAČUNOVODSKI IZKAZI KOT PODLAGA ZA IZRAČUN KAZALNIKOV	11
3.2 POJEM IN METODE ANALIZIRANJA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV	12
3.3 OPREDELITEV ANALIZE RAČUNOVODSKIH IZKAZOV S KAZALNIKI	12
3.4 PREDNOSTI IN SLABOSTI ANALIZE S KAZALNIKI	13
3.4.1 TEORETIČNE PREDNOSTI ANALIZE S KAZALNIKI.....	13
3.4.2 TEORETIČNE SLABOSTI ANALIZE S KAZALNIKI.....	13
3.5 UPORABA ANALIZE S KAZALNIKI PRI VREDNOTENJU RAČUNOVODSKIH IZKAZOV LIZINGOJEMALCEV V PODJETJU HYPO LEASING	14
3.5.1 IZBOR UPORABLJENIH KAZALNIKOV IN NJIHOVO VREDNOTENJE.....	14
3.5.1.1 KAZALNIK LIKVIDNOSTI.....	15
3.5.1.2 KAZALNIK OBRATA OBVEZNOSTI DO DOBAVITELJEV.....	15
3.5.1.3 KAZALNIK POKRITOSTI OBRESTI.....	16
3.5.1.4 KAZALNIK OBSEGA DOLGA V RAZMERJU DO DENARNEGA TOKA.....	17
3.5.1.5 KAZALNIK DOBIČKONOSNOSTI PRIHODKOV.....	18
3.5.1.6 KAZALNIK DELEŽA KAPITALA V SREDSTVIH.....	18
3.5.2 KAZALNIKI KOT OMEJITVENI DEJAVNIKI.....	19
3.5.3 APLIKACIJA ANALIZE S KAZALNIKI PRI PISANJU FINANČNE ANALIZE BONITETNEGA POROČILA NA SKUPINI MERKUR.....	20
3.5.4 SLABOSTI UPORABE ANALIZE S KAZALNIKI V PRAKSI VREDNOTENJA LIZINGOJEMALCEV V PODJETJU HYPO LEASING.....	20
4 ANALIZA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV S KAZALNIKOM SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA	21
4.1 DEFINICIJE IN TEORETIČNA IZHODIŠČA KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA	21

4.2 PREDPOSTAVKE IZRAČUNA KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA.....	23
4.2.1 VIRI FINANCIRANJA PODJETJA	23
4.2.1.1 DELITEV TUJIH VIROV FINANCIRANJA PO METODOLOGIJI KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA	23
4.2.2. VIRI RAZDOLŽEVANJA PODJETJA.....	25
4.3 FAZE IZRAČUNA KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA.....	26
4.3.1 FAZA VNOSA PRETEKLIH RAČUNOVODSKIH IZKAZOV	26
4.3.2 FAZA PRILAGODITVE PREUČEVANIH EKONOMSKIH KATEGORIJ	27
4.3.2.1 OCENA DOLGOROČNE SPOSOBNOSTI GENERIRANJA DENARNEGA TOKA KOT EDINEGA KONSTANTNEGA VIRA RAZDOLŽEVANJA	27
4.3.2.2 FINANČNE NALOŽBE IN NALOŽBENE NEPREMIČNINE KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA	29
4.3.2.3 PRILAGODITEV SESTAVIN OBRATNEGA KAPITALA KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA	30
4.3.2.4 SPREMEMBA UČINKOVITOSTI STALNIH SREDSTEV KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA	32
4.3.2.5 PREGLED KONČNE NETO ZADOLŽENOSTI PO UPOŠTEVANJU ENKRATNIH VIROV RAZDOLŽEVANJA	33
4.3.3 FAZA KONČNEGA IZRAČUNA	34
4.3.3.1 FORMULA IZRAČUNA POTREBNEGA ŠTEVILA LET ZA RAZDOLŽEVANJE	36
4.3.3.2 VSEBINSKE UGOTOVITVE IZ FAZE KONČNEGA IZRAČUNA	36
4.3.4 APLIKACIJA ANALIZE S KAZALNIKOM SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA PRI PISANJU FINANČNE ANALIZE BONITETNEGA POROČILA NA SKUPINI MERKUR.....	38
4.4 PREDNOSTI IN SLABOSTI ANALIZE S KAZALNIKOM SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA	39
4.4.1 PREDNOSTI KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA	39
4.4.2 SLABOSTI KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA.....	41
SKLEP	42
LITERATURA IN VIRI.....	44
PRILOGE	1

KAZALO TABEL

Tabela 1: Ključni rezultati podjetja Hypo Leasing d.o.o. v letih 2008 in 2007	7
Tabela 2: Delež upoštevanja finančnih in mehkih dejavnikov pri izdelavi bonitetnih poročil v podjetju Hypo Leasing	9

KAZALO SLIK

Slika 1: Prikaz delitve virov financiranja po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja	25
Slika 2: Obrazec vnosa za oceno dolgoročne sposobnosti generiranja denarnega toka z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur	28
Slika 3: Obrazec vnosa za oceno neto finančne zadolženosti podjetja z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur.....	29
Slika 4: Izračun prilagojenega obratnega kapitala po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja	31
Slika 5: Obrazec vnosa za prilagoditev obratnega kapitala z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur.....	32
Slika 6: Obrazec vnosa za oceno učinkovitosti stalnih sredstev z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur.....	33

Slika 7: Obrazec vnosa za oceno neto finančnega dolga z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur.....	34
Slika 8: Obrazec končnega izračuna z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur.....	35
Slika 9: Ocena sposobnosti dodatnega zadolževanja iz obrazca z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur.....	38

UVOD

Pravilna ocena tveganja poslovanja finančnih institucij s svojimi strankami je ena glavnih nalog vsake finančne institucije. V luči trenutne globalne finančno-gospodarske recesije, kreditnega krča in rekordnih izgub bančnega sektorja, kar je povzročilo tudi propad velikega števila finančnih institucij v Ameriki in Evropi, je namreč upravljanje s tveganji ponovno pridobilo na veljavi, katero je deloma izgubilo v desetletjih pretekle rekordne konstantne rasti finančnega sektorja. Še posebej je tveganje poslovanja finančnih institucij vezano na kreditno tveganje, katero je kot glavno tveganje poslovanja finančnih institucij odgovorno za večino problemov in izgub le-teh. Pravilna ocena kreditnega tveganja poslovanja s svojimi strankami je izrednega pomena tudi za lizing hiše, pri čemer je to glavna naloga posebnih oddelkov znotraj lizing hiš, katere imenujemo bonitetne službe. Bonitetna služba ocenjuje kreditno tveganje poslovanja z lizingojemalci na več načinov, za večje posle pa praviloma z izdelavo bonitetnih poročil o tveganju poslovanja z lizingojemalci.

Namen diplomskega dela je predstaviti upravljanje s kreditnim tveganjem poslovanja z lizingojemalci v podjetju Hypo Leasing, pri čemer se osredotočam na dve različni metodi analiziranja računovodskih izkazov lizingojemalcev. Prva metoda je finančna analiza z uporabo računovodskih kazalnikov, ki je splošno uveljavljena metoda analize bilančnega stanja in nam bo služila kot osnova za primerjavo. Pri drugi metodi pa gre za nov pristop k analizi bilančne slike lizingojemalcev, in sicer na osnovi kazalnika sposobnosti zadolževanja. Cilj diplomskega dela je predstaviti omenjena načina vrednotenja računovodskih izkazov lizingojemalcev ter na primeru analize računovodskih izkazov konkretnega podjetja predstaviti glavne teoretične in praktične prednosti in slabosti obeh metod.

Diplomsko delo sestoji iz teoretičnega in empiričnega dela. Teoretični del sestavlja večji del diplomskega dela, začenja pa se s pregledom glavnih skupin tveganja poslovanja lizing hiš, kar je tema prvega dela diplomske naloge. V drugem delu predstavljam upravljanje s kreditnim tveganjem v bonitetni službi lizing hiše Hypo Leasing, kar je glavna naloga bonitetne službe. V tretjem delu predstavljam prvi način vrednotenja računovodskih izkazov lizingojemalcev v podjetju Hypo Leasing, torej izdelavo finančne analize s računovodskimi kazalniki. Sledi teoretični opis izdelave finančnega dela bonitetnega poročila s metodologijo kazalnika sposobnosti zadolževanja, kar predstavljam v četrtem delu. V tem delu predstavljam tudi primerjavo med finančno analizo z računovodskimi kazalniki in analizo, temelječo na kazalniku sposobnosti zadolževanja, pri čemer v tem delu navedem teoretične in praktične prednosti in slabosti metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja. Diplomsko delo zaključujem s sklepnimi ugotovitvami.

Empirični del diplomskega dela je predstavljen kot izdelava finančnega dela bonitetnega poročila na računovodskih izkazih konkretnega podjetja (Skupina Merkur), in sicer najprej z metodo računovodskih kazalnikov in nato s metodo sposobnosti zadolževanja. Obe izdelani finančni analizi predstavljam v prilogi k diplomskemu delu.

1 TVEGANJA POSLOVANJA LIZING HIŠ

Tveganje v finančnem smislu je v strokovni literaturi večinoma opredeljeno kot vzrok za vsako zmanjšanje gospodarskih koristi podjetja. Gre torej za možen nastop odmika od načrtovanih ciljev podjetja in je posledica negotovosti ocen razvoja dogodkov v prihodnosti kot tudi nepopolnosti informacij (Berk, Peterlin & Ribarič, 2005, str. 9). Tveganje se izraža kot nezaželeno, tako pozitivno kot negativno, gibanja opazovanih spremenljivk, zato je lahko dejanski donos večji ali manjši od načrtovanega (Berk et al., 2005, str. 25-27).

Pri svojem poslovanju se lizing hiše (tako kot vse finančne institucije) srečujejo z različnimi vrstami tveganj, zato je pomembno, da znajo ta tveganja identificirati in se proti njim ustrezno zaščititi. Proces upravljanja s tveganji je za lizing hiše ključnega pomena, saj že iz njihove primarne dejavnosti (torej financiranja lizingojemalcev¹) izhaja, da je sprejem določene stopnje tveganja neizogiben. Gledano iz perspektive ekonomske etike je sprejem tveganja za lizing hišo tudi razlog za obrestno maržo, torej razliko med efektivno obrestno mero dano lizingojemalcu in obrestno mero, po kateri lizing hiša pridobi svoje finančne vire.

Lizing hiše se pri svojem delovanju srečujejo s tveganji, ki so značilna za bančno poslovanje, saj lizing hiše specializirano opravljajo eno od dejavnosti poslovnih bank, torej financiranje. Poleg tega so lizing hiše v Sloveniji po navadi tudi pravno odvisne od poslovnih bank, saj so v veliki večini ustanovljene kot njihova odvisna podjetja. Ena od razlik med lizing hišami in poslovnimi bankami namreč je, da lizing hiše nimajo dovoljenja za sprejemanje depozitov pravnih ali fizičnih oseb, zato so pri financiranju večinoma odvisna od posojil in svojih matičnih bank (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 8). Zaradi zgoraj opisane povezave med poslovnimi bankami in lizing hišami je v splošnem tveganje poslovanja lizing hiš primerljivo s tveganjem poslovanja bank.

Tveganja poslovanja v bančnem poslovanju so v strokovni literaturi različno grupirana in razdeljena. Za namen pisanja diplomskega dela bom tveganje poslovanja finančnih institucij razdelili po Saundersu (2000, str. 103), ki v grobem loči med devetimi vrstami tveganja:

1. tveganje spremembe obrestne mere,
2. tržno tveganje,
3. kreditno tveganje,
4. izvenbilančno tveganje,
5. tehnološko in operativno tveganje,
6. tečajno tveganje,
7. deželno tveganje,
8. likvidnostno tveganje in
9. tveganje plačilne sposobnosti.

¹ Lizingojemalec je stranka lizing hiše, torej pravna ali fizična oseba, ki sklene z lizing hišo lizing pogodbo in s tem postane ekonomski lastnik predmeta lizinga.

Za namen pisanja diplomskega dela izpostavljam kreditno tveganje, saj je po raziskavi BIS² kreditno tveganje glavno tveganje poslovanja, ki je odgovorno za 50% do 60% bančnih izgub (Porta, 2005, st. 18). Kreditnemu tveganju bom posledično namenili največ pozornosti tudi v nadaljevanju tega diplomskega dela. Pri opravljanju svoje dejavnosti pa se finančne institucije (tudi lizing hiše) srečujejo tudi z ostalimi vrstami tveganja³ (torej likvidnostnim tveganjem, tveganjem spremembe obrestne mere, valutnim tveganjem), pri čemer so nekatera specifična zgozlj za lizing hiše (tveganje ostanka vrednosti).

1.1 KREDITNO TVEGANJE KOT GLAVNO TVEGANJE

Zaradi dejstva, da je kreditno tveganje pri poslovanju finančnih institucij (tudi lizing hiš) opredeljeno kot najpomembnejše tveganje, je temu primerna tudi globina raziskovanja te vrste tveganja v strokovni literaturi.

Kreditno tveganje v splošnem opredelimo kot možnost, da dolžnik (v primeru lizing hiše je to lizingojemalec) ne bo mogel ali ne bo hotel poravnati svojih pogodbenih obveznosti, torej ne bo ob zapadlosti poravnaval svojih obveznosti do upnika. Omenjeno stanje se definira kot neplačilo (angl. *default*), verjetnost nastopa tega dogodka pa imenujem verjetnost neplačila (angl. *probability of default* - PD). Če omenjeno apliciram na lizing hiše lahko zaključim, da je kreditno tveganje lizing hiš posledica možnosti, da lizingojemalci svojim pogodbenih obveznosti do lizing hiše ne bodo spoštovali, kar pomeni, da bodo s plačilom pogodbeno dogovorjenih anuitet⁴ zamujali. Po Saundersu (2000, str. 107) je kreditno tveganje opredeljeno skozi denarne tokove, in sicer kot tveganje, da se obljubljeni prihodnji denarni tokovi iz naslova danih posojil banki dejansko ne bodo realizirali v celoti. Po Saundersu (2000, str. 107) je obseg kreditnega tveganja finančnih institucij močno povezan s povprečno ročnostjo danih posojil, pri čemer so finančne institucije z bolj dolgoročnimi danimi posojili bolj izpostavljene kreditnemu tveganju.

1.1.1 MERJENJE KREDITNEGA TVEGANJA

Saunders (2000, str. 108) navaja, da je proces merjenja kreditnega tveganja za finančne institucije izrednega pomena, zaradi specifične prednosti, ki jo imajo finančne institucije pred ostalimi (privatnimi) investitorji zaradi velikosti portfelja strank. Velikost portfelja strank, katere finančnim institucijam predstavljajo posamezne naložbe, namreč finančnim institucijam omogoča diverzifikacijo kreditnega tveganja po zakonu velikih števil med veliko število dolžnikov, zaradi česar se distribucija kreditnega tveganja začne obnašati kot spremenljivka z normalno porazdelitvijo. Saunders (2000, str. 108) kreditno tveganje deli na specifično kreditno tveganje, torej kreditno tveganje poslovanja finančne institucije s točno določenim dolžnikom (angl. *firm-specific credit risk*), in sistematičnim kreditnim tveganjem

² BIS je kratica za Banko za mednarodne poravnave (angl. *Bank for International Settlements*)

³ Ostale vrste tveganja poslovanja lizing hiš krajše predstavljam v nadaljevanju diplomskega dela.

⁴ Pod besedo anuiteta opredeljujem pogodbeno dogovorjeno periodično plačilo lizingojemalca do lizing hiše.

(angl. *systematic credit risk*), ki ga opredeljuje kot del kreditnega tveganja, ki je povezano s makroekonomskimi dejavniki, kateri enako vplivajo na vse dolžnike. Z diverzifikacijo kreditnega tveganja v portfelju svojih strank finančne institucije zmanjšajo specifično kreditno tveganje, še vedno pa so izpostavljene sistematičnemu kreditnemu tveganju.

Izoblikovana politika merjenja kreditnega tveganja portfelja strank je ena glavnih nalog finančnih institucij, pri čemer se lahko ta proces poteka znotraj specializiranih oddelkov znotraj same finančne institucije, ki se imenujejo bonitetne službe (angl. *credit risk management department*), ali pa to nalogo za finančno institucijo opravljajo zunanje specializirane agencije. Končni rezultat politike merjenja kreditnega tveganja je skala, na podlagi katerega lahko določenega dolžnika finančna institucija razvrsti v posamezen razred tveganosti, ki imajo vnaprej predpisane verjetnosti neporavnave pogodbenih obveznosti do finančnih institucij.

V luči trenutne finančne krize in splošne gospodarske recesije se je potreba in povpraševanje po merjenju kreditnega tveganja v splošnem povečala, kar povečini izhaja iz splošnega povišanja sistematičnega kreditnega tveganja. Saunders in Allenova (2002, str. 1-4) navajata sedem konkretnih razlogov za povečanja povpraševanja po merjenju kreditnega tveganja v zadnjih letih, in sicer: povečanje števila stečajev podjetij, povečanje uporabe finančnih inštrumentov, poslabšanje pregleda nad finančnimi posredniki, bolj konkurenčne provizije med finančnimi posredniki (marže), razvoj informatike, negotova poroštva in nezadovoljstvo z bančnim sistemom, ki nima ustreznih bonitetnih analiz.

1.2 OSTALA TVEGANJA POSLOVANJA LIZING HIŠ

Kot omenjeno je kreditno tveganje glavno tveganje poslovanja finančnih institucij kamor spadajo tudi lizing hiše. Seveda pa se lizing hiša ne sme zadovoljiti z merjenjem in spremljanjem zgolj omenjene vrste tveganja, ampak mora do tveganj voditi celovit pristop.

1.2.1 LIKVIDNOSTNO TVEGANJE

Likvidnostno tveganje je po Saundersu (2000, str. 114) opredeljeno kot tveganje, ki se v finančnih institucijah pojavi zaradi izrednega povečanja povpraševanja po dvigu najbolj likvidnih oblik virov sredstev (depozitov) s strani upnikov. Na lizing hiše lahko to tveganje apliciramo zato, ker se le-te večinoma financirajo s tujimi viri (večinoma pridobljenimi s strani matičnih bank), ki so večinoma krajše ročnosti, kot je povprečna ročnost danih lizingov potrfelju lizingojemalcev. Neuskklajenost ročnosti med sredstvi lizing hiše (pri čemer gre tu večinoma na odobrene lizing pogodbe) in obveznostmi do virov sredstev (najeti krediti pri matičnih bankah) lahko tako lizing hiši povzroči morebitne likvidnostne težave. Zaradi že omenjene povezave lizing hiš in matičnih bank kot njihovih glavnih tujih financerjev lahko zaključim, da je likvidnostno tveganje v veliki meri odvisno od sposobnosti bank za zagotavljanje virov financiranja svojim hčerinskim lizing hišam.

1.2.2 OBRESTNO TVEGANJE ALI TVEGANJE SPREMEMBE OBRESTNE MERE

Kot omenjamo v prejšnji točki je ena glavnih značilnosti bilanc lizing hiš neuskklajenost ročnosti sredstev in obveznosti do virov sredstev, saj lizing hiše predvidoma dolgoročne naložbe financirajo pretežno s viri nižje ročnosti. Po Saundersu (2000, str. 104) je neuskklajena ročnost med sredstvi in viri sredstev finančnih institucij razlog za pojav obrestnega tveganja, ki se pri finančnih institucijah pojavlja večinoma takrat, ko je ročnost sredstev daljša od ročnosti virov sredstev. Obrestna mere na denarnih trgih so namreč variabilne, saj se oblikujejo kot rezultat ponudbe in povpraševanja. Iz tega izhaja obrestno tveganje ali tveganje spremembe obrestne mere, ki pomeni nevarnost, da bo sprememba obrestne mere za lizing hišo škodljiva, torej bo imela negativne ekonomske posledice.

Povečanje tržne obrestne mere za lizingojemalca pomeni višje finančne odhodke iz naslova obresti za najeta posojila po sprejemljivi obrestni meri, hkrati pa oslabi sredstva lizing hiše, ki so plasirana po nesprejemljivi obrestni meri. Upoštevati moram tudi vpliv višjih stroškov kapitala, saj bodo zahtevani donosi s strani lastnikov kapitala lizing hiše zaradi splošnega povečanja obrestnih mer višji. Iz tega odnosa izhaja tveganje refinanciranja, ki je po Saundersu (2000, str. 104) definiramo kot tveganje, da bodo stroški virov presegli donos, ki ga ustvarjajo naložbe, ki jih je lizing hiša financirala na osnovi teh virov.

1.2.3 VALUTNO TVEGANJE

Valutno tveganje je po Saundersu (2000, str. 110) tveganje zaradi možnih izgub, ki jih lahko lizing hiša utрпи zaradi spreminjanja tečajev tujih valut, katere v različnih pojavnih oblikah izkazuje v svoji aktivni in pasivni bilanci stanja. Valutno tveganje lizing hiš izhaja iz dveh virov, in sicer neuskklajenosti med sredstvi in obveznostmi do virov sredstev po posameznih valutah in neuskklajenosti denarnih tokov v tujih valutah.

Valutno tveganje poslovanja lizing hiš v Sloveniji se z je z vstopom v evropski monetarni sistem sprejetjem evra kot uradne valute zmanjšalo, saj sedaj pogodbe denominirane v evrih predstavljajo veliko večino portfelja. Kot edina tuja valuta pri sklepanju lizing pogodb tako ostaja švicarski frank, pri čemer se tudi uporaba le-tega konstantno krči.

1.2.4 OPERATIVNO TVEGANJE

Operativno tveganje pomeni možnost negativnih ekonomskih posledic zaradi neurejenega nadzora nad poslovnimi procesi, neprilagojenih sistemov, napak zaposlenih in napačnih vodstvenih odločitev. Saunders (2000, str. 110) operativno tveganje razume kot tveganje, da se obstoječa tehnologija in podporni sistemi v finančnih institucijah pokvarijo ali nepravilno delujejo, torej poudarja tehnološko plat operativnega tveganja. Operativno tveganje ima lahko zelo visoke negativne ekonomske posledice, zato je urejeno tudi v kapitalskem sporazumu Basel 2, ker je definirano kot tveganje posrednih oziroma neposrednih izgub, ki so posledica

neustreznih ali pomanjkljivih notranjih procesov, zaposlenih, sistema ali zunanjih dogodkov (Pečnik, 2005, str. 28).

Za poslovanje lizing hiš je pod operativno tveganje potrebo uvrstiti tudi tveganje prevar s strani lizingojemalcev (ponarejanje faktur predmetov lizinga, prirejanje računovodskih podatkov itd.), pri čemer je za namen zaščite pred prevarami potrebno usposobiti posebne strokovne službe znotraj lizing hiš.

1.2.5 TVEGANJE OSTANKA VREDNOSTI

Poleg naštetih bančnih tveganj obstaja pri poslovanju lizing hiš še tveganje ostanka vrednosti, pri čemer je to tveganje specifično za lizing hiše, izhaja pa iz vrste lizinga imenovane poslovni najem ali operativni lizing. Predmet operativnega lizinga lizingodajalec oddaja v najem lizingojemalcu proti plačilu najemnine (lizing obroka ali anuitete), vrednost predmeta lizinga pa knjiži med svoje naložbene nepremičnine in zanj obračunava letni opis vrednosti (amortizacija).

Glede na Letno poročilo Skupine Hypo Leasing Slovenija in družbe Hypo Leasing d.o.o. za leto 2008 (2009, str. 35) do tveganja ostanka vrednosti pride, ker lizing hiša, po preteku pogodbe o poslovnem najemu ali zaradi tehnične/ekonomske zastarelosti predmeta lizinga, slednjega proda na trgu, kjer lahko zaradi nihanja tržnih cen pride do izgube, če je knjigovodska vrednost predmeta lizinga višja od njegove tržne vrednosti. Tveganja ostanka vrednosti je odvisno od makroekonomskega stanja gospodarstva in starosti predmeta lizinga, pri čemer se ta vrsta tveganja zmanjšuje zaradi rastoče razvitosti trga premičnin in nepremičnin v Sloveniji, kar lizing hišam omogoči, da lažje analizirajo odmike med knjigovodskimi in tržnimi vrednostmi predmetov lizinga.

2 UPRAVLJANJE S KREDITNIM TVEGANJEM V PODJETJU HYPO LEASING

2.1 PREDSTAVITEV PODJETJA HYPO LEASING

Podjetje Hypo Leasing d.o.o. je del mednarodnega finančnega koncerna HGAA⁵, katerega začetki poslovanja v Sloveniji segajo v leto 1994, ko je bilo podjetje Hypo Leasing tudi ustanovljeno. S prizadevnostjo in storitvam usmerjenim k strankam je podjetje hitro raslo in povečevalo obseg svojih poslov, tako da je danes po tržnem deležu vodilna lizing hiša na področju Slovenije.

⁵ HGAA je kratica za Hypo Group Alpe Adria.

Na slovenskem trgu v koncern HGAA sodi še poslovna banka Hypo Alpe-Adria-Bank d.d., kar koncernu omogoča nudenje celovitih finančnih storitev. Pregled ključnih rezultatov podjetja Hypo Leasing je predstavljen v Tabeli 1.

Tabela 1: Ključni rezultati podjetja Hypo Leasing d.o.o. v letih 2008 in 2007

	2007	2008	Indeks 08/07
Bilančna vsota (v tisoč evrih)	2.245.079	2.652.605	119
Kapital (v tisoč evrih)	107.772	102.362	95
Čisti dobiček (v tisoč evrih)	20.731	19.037	95
Dobiček na zaposlenega (v tisoč evrih)	107	98	83
Število zaposlenih	193	214	111
Tržni delež	35,89	37,53	105

Vir: Letno poročilo Skupine Hypo Leasing Slovenija in družbe Hypo Leasing d.o.o. za leto 2008, 2009, str. 21.

2.2 DELOVANJE BONITETNE SLUŽBE V PODJETJU HYPO LEASING

Bonitetna služba je bila v podjetju Hypo Leasing d.o.o. vzpostavljena v letu 2001, saj se je v taki finančni instituciji pokazala nujna potreba po uvedbi rating sistema za lizingojemalce in analizi njihovega finančnega stanja, kot potreba po nudenju podpore odločitvam v drugih oddelki, predvsem vodstvu in komerciali. Iz glavnih nalog bonitetne službe, ki predstavlja najbolj strokovno finančno službo v lizing hiši, izhaja tudi umestitev njena umestitev v organizacijsko strukturo⁶ družbe.

2.2.1 GLAVNE NALOGE BONITETNE SLUŽBE V PODJETJU HYPO LEASING

1. **Določanje bonitete strank** je glavni kreditni proces znotraj bonitetne službe, zato se vsako stranko rangira z ustreznim bonitetnim ratingom, ki odseva tveganje poslovanja s stranko. V tej točki dobimo t.i. trde dejavnike bonitete (angl. *hard-facts*), ki sestavljajo pri del bonitete stranke. Logično nadaljevanje je, da se poleg trdih dejavnikov upoštevajo tudi mehki dejavniki (angl. *soft-facts*). To so dejavniki o pretekli plačilni disciplini stranke, stanju panoge, gospodarstva ter ostali dejavniki. Ko te mehke dejavnike apliciramo na vnesene trde dejavnike dobimo enoten rating, ki tako predstavlja boniteto sli bonitetni indeks stranke. Bonitetni indeks stranko razvrsti v določen razred tveganosti, ki ima vnaprej predpisane verjetnosti neporavnave obveznosti⁷. Ko je enkrat boniteta stranke določena jo bonitetna služba konstantno spremlja ter spreminja glede na nova znana dejstva o poslovanju lizingojemalca ali povezanih podjetij. Še posebej je pomembna spremljava o morebitnih odpisih terjatev Hypo Leasinga do lizingojemalca, stečajih,

⁶ Organizacijska struktura podjetja Hypo Leasing d.o.o. v obliki organigrama predstavljam v Prilogi 3.

⁷ Za potrebe razvrščanja lizingojemalcev v posamezne razrede tveganja podjetje Hypo Leasing uporablja skalo, katero prikazujem v Prilogi 2.

prisilnih poravnava ter izbrisih podjetij, pri čemer mora bonitetna služba boniteto lizingojemalca v takem primeru ustrezno degradirati;

2. **spremljanje in oblikovanje skupin povezanih oseb** je pomembno, saj se lastništva lizingojemalcev se konstantno spreminjajo, zato je potrebno periodično spremljanje lastniških/upravljalnih povezav med podjetji. V ta namen bonitetna služba izdeluje skupine povezanih podjetij, katerih poslovanje obravnava kot eno celoto, čeprav konsolidacije računovodskih izkazov podjetje znotraj skupine ne pripravljajo;
3. **izdelava finančnih analiz in podaja bonitetnih poročil** je po eni strani končni produkt bonitetne službe Hypo Leasinga ali vsaj produkt z največjo dodano vrednostjo. Za izdelavo bonitetnega poročila o predlaganem novem financiranju mora finančni analitik namreč predhodno opraviti vse predhodno naštete naloge znotraj bonitetne službe.

2.2.2 BONITETNO POROČILO KOT NAJPOMEMBNEJŠI PRODUKT BONITETNE SLUŽBE V SMISLU ZAVAROVANJA PRED KREDITNIM TVEGANJEM

2.2.2.1 BONITETNO POROČILO

Vsebinsko je bonitetno poročilo sestavljeno in organigrama ter opredelitve povezanih oseb lizingojemalca, opredelitve glede samega kreditnega predloga, analize računovodskih izkazov podjetja ter skupine povezanih podjetij, pri čemer je glavni namen poročila podajanje ocene finančnega analitika v sklepu ali predlagani lizingojemalca izkazuje zadostno likvidnost za poravnavanje finančnih obveznosti iz predlaganega novega finančnega posla, seveda z upoštevanjem obstoječih obveznosti do tujih virov financiranja, torej bank/lizing hiš.

2.2.2.2 DELITEV BONITETNEGA POROČILA V PODJETJU HYPO LEASING

Pri pripravi bonitetnih poročil v bonitetna služba Hypo Leasinga upošteva dve skupini dejavnikov o potencialnem lizingojemalcu, kar bonitetno poročilo vsebinsko deli na dva dela:

1. **analiza trdih dejavnikov (finančna analiza)** je prvi sklop dejavnikov v bonitetnem poročilu. Te dejavnike strokovna literatura opredeljuje kot kvantitativne dejavnike, finančne ali trde dejavnike (angl. *hard-facts*), kjer gre za analizo preteklih računovodskih izkazov gospodarske enote. Analizo računovodskih izkazov opravi bonitetni analitik z eno od metod analize računovodskih izkazov;
2. **analiza mehkih dejavnikov** je drugi sklop dejavnikov v bonitetnem poročilu. To so kvalitativni dejavniki ali mehki dejavniki (angl. *soft-facts*), ki so bolj subjektivne narave in se nanašajo na kvaliteto preteklega poslovanja med Hypo Leasingom in lizingojemalcem, sposobnost vodstva podjetja, stanje na trgu in specifični panogi ter plane za nadaljnji razvoj lizingojemalca.

Kateri sklop dejavnikov bo pri odločitvi o meri kreditnega tveganja z lizingojemalcev izdelovalec bonitetnega poročila bolj upošteval je mnogokrat odvisno od osebnih preferenc izdelovalca bonitetnega poročila, pri čemer pa so zaradi večje objektivnosti bolj upoštevani

trdi dejavniki. Predlagane smernice upoštevanja trdih in mehkih dejavnikov pri izdelavi bonitetnih poročil v podjetju Hypo Leasing predstavljam v Tabeli 2.

Tabela 2: Delež upoštevanja finančnih in mehkih dejavnikov pri izdelavi bonitetnih poročil v podjetju Hypo Leasing

Prihodki lizingojemalca	Delež finančnih dejavnikov	Delež mehkih dejavnikov
Do 1,1 mio €	50 %	50 %
1,1 mio -21,8 mio €	60 %	40 %
7,3 mio – 21,8 mio €	62 %	38 %
21,8 mio – 75 mio €	65 %	35 %
75 mio € ali več	67 %	33 %

Vir: Finančna analiza (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2009, str. 13.

2.2.2.3 DODANA VREDNOST BONITETNIH POROČIL

Glavna dodana vrednost bonitetnega poročila je predstavljena v sklepnem delu, kjer finančni analitik glede na opravljeno analizo računovodskih informacij lizingojemalca, preteklega poslovanja s lizingojemalcem ter sprejemljivosti predlaganega novega financiranja, poda priporočilo o kreditnem tveganju poslovanja s stranko. Kreditno tveganje na tem mestu finančni analitik ovrednoti kot sprejemljivo ali nesprejemljivo, lahko pa poda tudi mnenje s pridržkom, kar pomeni, da je predlagano financiranje sprejemljivo z izpolnitvijo dodatnih pogojev.

Kot dodatne pogoje pri izvedbi financiranja finančni analitik predlaga rešitve, ki spadajo k kategorijo instrumentov zavarovanj⁸ kreditnega tveganja, ki so značilni za lizing hiše. Ti instrumenti v rokah finančnega analitika so naslednji: višja lastna udeležba⁹ lizingojemalca, menica lizingojemalca ali povezanih strank, poročta povezanih podjetij ali oseb, garancija povratnega odkupa dobavitelja predmeta lizinga, sprememba določil pogodbe o lizingu in zahteva specifičnega zavarovanje predmeta lizinga.

2.2.2.4 IZDELAVA BONITETNIH POROČIL PO KOMPETENČNI UREDITVI PODJETJA HYPO LEASING

Priprava bonitetnega poročila o financiranju je po kompetenčni ureditvi v podjetju Hypo Leasing predvidena pri presoji kreditnega tveganja financiranja gospodarskih subjektov, ki o svojem poslovanju izdelujejo zaključne računovodske izkaze. Gre za lizingojemalce pravno-

⁸ Kot glavno statično zavarovanje vseh lizing poslov je pravno lastništvo lizing hiše nad predmetom financiranja, kar je specifičnost lizing pogodb in glavna razlika med lizingom in kreditom

⁹Z višjo udeležbo lizingojemalca se znesek potrebnega financiranja s strani lizing hiše zmanjšuje, kar poveča statično zavarovanje.

organizacijskih oblik pravne osebe (po ZGD-1¹⁰ so to vse oblike osebnih in kapitalskih družb, razen tihih družb), samostojnih podjetnikov (s.p.) in vse oblike javnih služb.

Zaradi števila strank podjetja Hypo Leasing je nemogoče, da se bonitetno poročilo pripravljajo pri vsakem financiranju ter pri vsaki višini izpostavljenosti¹¹ do lizingojemalca. Po veljavni kompetenčni ureditvi Hypo Leasinga bonitetna služba pripravlja bonitetna poročila za lizingojemalce, do katerih je Hypo Leasing skupno izpostavljen nad 250.000 evrov.

2.2.2.5 BONITETNO POROČILO KOT NAJPOMEMBNEJŠE ORODJE ZAŠČITE PRED KREDITNIM TVEGANJEM

Za namen izdelava diplomske naloge bomo na tem mestu postavili hipotezo, da je izdelava kvalitetnih bonitetnih poročil najpomembnejše orodje zaščite pred kreditnim tveganjem poslovanja podjetja Hypo Leasing, podobno pa velja za vse ostale finančne institucije.

Omenjeno hipotezo lahko za primer Hypo Leasinga potrdim zaradi deleža lizingojemalcev, za financiranje katerih je po kompetenčni ureditvi potrebno izdelati bonitetno poročilo, v portfelju celotne izpostavljenosti lizing hiše. Glede na interne informacije o skupni izpostavljenosti Hypo Leasinga do teh strank ugotavljam, da je tako specificiran delež strank konec leta 2009 predstavljal med 70% in 80% skupne izpostavljenosti podjetja Hypo Leasing do celotnega portfelja svojih strank. Poleg tega je glede na preteklo gibanje deleža strank s skupno izpostavljenostjo nad 250.000 evrov vidno, da izpostavljenost lizing hiše do tako definiranega deleža strank izkazuje trend konstantne relativne rasti znotraj celotne izpostavljenosti. Omenjeni trend je večinoma posledica gospodarsko-finančne krize, ki se je začela v drugi polovici 2008, kar je povzročilo, da lizing hiše raje dodatno financirajo obstoječe stranke z znano plačilno disciplino, financiranju novih strank pa pripisujejo večje kreditno tveganje in se do njih izpostavljajo zelo selektivno. Glede na trenutno stanje na finančnih trgih sklepam, da se bo delež izpostavljenosti Hypo Leasinga do lizingojemalcev zgornje opredelitve v prihodnosti še dodatno povečeval.

Zaradi zgornjega empiričnega dokaza, da se v omenjenem deležu skupne izpostavljenosti Hypo Leasinga skriva največji delež kreditnega tveganja, je izdelava bonitetnih poročil predmet konstantnih izboljšav. Finančni analitik se pri izdelavi bonitetnega poročila še vedno večinoma zanaša na pretekle računovodske izkaze lizingojemalca, zato so inovacije na področju vrednotenja računovodskih izkazov prioritetnega značaja za zmanjševanje kreditnega tveganja poslovanja lizing hiše. V nadaljevanju prikazujem do nedavnega uporabljeno metodo analize računovodskih izkazov lizingojemalcev v podjetju Hypo Leasing.

¹⁰ ZGD-1 je kratica za Zakon o gospodarskih družbah.

¹¹ Kot izpostavljenost Hypo Leasinga do stranke mislimo na znesek bodočih terjatev do lizingojemalca iz naslova odobrenih lizing pogodb.

3 ANALIZA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV S KAZALNIKI

Predstavitev analize z računovodskimi kazalniki je potrebna zaradi tega, ker je ta metodologija v poslovni praksi pri pisanju bonitetnih poročil najbolj razširjena v bančnem sektorju. Poleg tega je analiza s kazalniki je namreč tudi metodologija, ki so jo do nedavnega uporabljali pri vrednotenju trdih dejavnikov (torej izdelavi finančnih analiz) bonitetnih poročil v bonitetni službi podjetja Hypo Leasing. Za namen diplomskega moram zaradi objektivnosti primerjave metode analize s kazalniki in novega kazalnika sposobnosti zadolževanja¹² obravnavati zgolj trde dejavnike bonitetnega poročila, obstoj mehkih dejavnikov pa moram izpustiti. Mehki dejavniki bonitetnega poročila zaradi svoje subjektivnosti ne morejo služiti kot objekt primerjave, zato jih za namen diplomskega dela zanemarjam.

3.1 RAČUNOVODSKI IZKAZI KOT PODLAGA ZA IZRAČUN KAZALNIKOV

Računovodski izkazi so temeljni viri informacij o preteklem poslovanju gospodarskih enot. Njihov namen je prikazati premoženjsko-finančno sliko gospodarske enote in uspešnost poslovanja.

Namen računovodskih izkazov je po Turku, Kavčičevi, Kokotec-Novakovi, Koželju in Odarju (2004, str. 63) zagotavljanje in dajanje informacij o finančnem položaju, uspešnosti in spremembah finančnega položaja gospodarske enote, ki so koristne širokemu krogu uporabnikov pri njihovem odločanju. Zato morajo biti računovodski izkazi resničen in pošten odsev poslovanja gospodarske enote, kar pomeni, da morajo biti pripravljene po sprejetih računovodskih načelih in standardih. Računovodska načela in usmeritve zagotavljajo, da računovodski izkazi izpolnjujejo naslednje pogoje:

1. zvesto predstavljajo dosežke in finančno stanje gospodarske enote,
2. odsevajo gospodarsko vsebino poslovnih dogodkov in samo pravno obliko,
3. so nepristranski,
4. so v vseh pogledih popolni.

Za namen izpolnitve zgoraj navedenih zahtev je bila sprejeta tudi mednarodna in državna regulativa s področja računovodskega poročanja. Po slovenski zakonodaji morajo družbe in podjetniki voditi poslovne knjige in jih enkrat letno zaključiti v skladu z ZGD in SRS¹³ ali MSRP¹⁴. Po ZGD-1 (2006) morajo v Sloveniji družbe, ki pripravljajo letna poročila, kot obvezne dele vključiti: izkaz stanja, izkaz poslovnega izida, izkaz denarnih tokov, izkaz

¹² Metodologija kazalnika sposobnosti zadolževanja analize računovodskih podatkov je tema četrtega poglavja diplomskega dela.

¹³ SRS je kratica za Slovenske računovodske standarde.

¹⁴ MSRP je kratica za Mednarodne standarde računovodskega poročanja.

gibanja kapitala, priloge s pojasnili k izkazom in poslovno poročilo. Pri tem velja, da morajo izkaz stanja in izkaz poslovnega izida izdelati vse gospodarske družbe, izkaza denarnih tokov in gibanja kapitala pa srednje in velike gospodarske družbe ter tiste, ki nastopajo na organiziranem trgu vrednostnih papirje, in sicer ne glede na velikost.

3.2 POJEM IN METODE ANALIZIRANJA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV

Po SRS 29 (2006) je računovodsko analiziranje opredeljeno kot računovodsko presojanje kakovosti pojavov in računovodskih podatkov o njih. S tem povečamo kakovost računovodskih informacij, ki pojasnjujejo stanje in dosežke pri poslovanju gospodarske enote, ter dobimo podlago za možno izboljšavo procesov in stanj.

Računovodske informacije pridobljene iz računovodskih izkazov so pred analizo zgolj neobdelani podatki s slabo opredeljenim namenom in nizko informacijsko vrednostjo. S pomočjo analitičnih metod te podatke preuredimo v kakovostnejše spoznavne podlage, ki nosijo dodano sporočilno vrednost. Z analizo tako dosežemo, da je predstavljena bilančna slika opazovane gospodarske enote bolj pregledna in razumljiva, poleg tega pa lahko iz bolj zgoščenih podatkov tudi lažje ocenimo tendence razvoja opazovanih kategorij poslovanja gospodarske enote v prihodnosti

Od temeljnih računovodskih izkazov sta za namen pisanja diplomskega dela pomembna zgolj bilanca stanja in izkaz poslovnega izida, saj se finančna analiza bonitetnega poročila nanaša zgolj na omenjena temeljna računovodska izkaza. Po Hočevarju, Igličarju in Zamanovi (2002, str. 383) je strukturna analiza izkaza stanja in izkaza poslovnega izida možna na tri načine, torej ločimo tri metode analize računovodskih izkazov. Omenjene tri metode analiziranja računovodskih izkazov so: vodoravna analiza računovodskih izkazov, navpična analiza računovodskih izkazov in analiza računovodskih izkazov s kazalniki. Za namen izdelave diplomskega dela izpostavljam analizo računovodskih izkazov s računovodskimi kazalniki, katere Mramor (1999, str. 35) in ostala strokovna literatura imenuje tudi kazalci ali koeficienti.

3.3 OPREDELITEV ANALIZE RAČUNOVODSKIH IZKAZOV S KAZALNIKI

Kazalniki so relativna števila, dobljena z deljenjem določene ekonomske kategorije s kakšno drugo (Hočevar et al., 2002, str. 388). Po SRS 29 (2006) so kazalniki opredeljeni kot relativna števila, ki se nanašajo na gospodarske kategorije, o katerih obstajajo računovodski podatki. Kazalniki se lahko pojavljajo v pojavnih oblikah koeficientov, stopenj udeležbe ali indeksov.

Pregled strokovne literature razkriva, da različni avtorji kazalnike razvrščajo v skupine na precej podoben način, večinoma glede na to, kateri del poslovanja gospodarske enote

osvetljujejo. Glede na izhodišče v izkazu stanja in izkazu poslovnega izida ter potrebe po finančnem in gospodarskem načinu presojanja lahko kazalnike grupiramo kot (Turk et al., 2004, str. 655): kazalnike stanja financiranja, kazalnike stanja investiranja, kazalnike vodoravnega finančnega ustroja, kazalnike obračanja, kazalnike gospodarnosti, kazalnike dobičkonosnosti, kazalnike dohodkovnosti in kazalnike finančne tokovnosti.

3.4 PREDNOSTI IN SLABOSTI ANALIZE S KAZALNIKI

3.4.1 TEORETIČNE PREDNOSTI ANALIZE S KAZALNIKI

Metoda analize računovodskih izkazov s kazalniki ima, kot vsako druga metoda analize računovodskih izkazov, svoje prednosti in slabosti. Kot prednosti analize računovodskih izkazov s kazalniki izpostavljam:

1. **enostavnost izračunov** izhaja iz tega, da se večino kazalnikov izračuna kot kvocient dveh različnih ekonomskih kategorij;
2. **dolgoletna uporaba analize s kazalniki** ima posledico, da je ta izdatno razložena v strokovni literaturo in opravljenimi analizami;
3. **fleksibilnost analize** pomeni, da lahko iz nabora vseh razpoložljivih kazalnikov izberem zgolj nekaj kazalnikov, ki osvetljujejo določeno področje poslovanja podjetja, ki me pri analizi zanima (Elliott & Elliott, 2002, str. 685). Pomembno je tudi, da kazalniki hitro identificirajo največje anomalije in spremembe v poslovanju preučevane družbe;
4. **hitrost in dostopnost analize** je posledica tega, da lahko veliko kazalnikov podjetij ter panožna povprečja pridobim s strani javnih agencij (AJ PES¹⁵) ali različnih ponudnikov bonitetnih poročil.

3.4.2 TEORETIČNE SLABOSTI ANALIZE S KAZALNIKI

Zaradi dolgoletne uporabe analize s kazalniki in njene splošne razširjenosti so v strokovni literaturi izdatno raziskane tudi njene teoretične pomanjkljivosti in omejitve. Kot prvo vsebinsko omejitev analize s kazalniki opišem z zakonom GIGO¹⁶, pri katerem gre po Websterju (2004, str. 68) za vprašanje kvalitete vhodnih podatkov, torej kvalitete računovodskih izkazov, ki v večji meri služijo kot temelj analize. V skladu z zakonom GIGO, neustrezni računovodski izkazi posledično pripeljejo do izkrivljenih rezultatov analize s kazalniki.

Po Podbevškovi (2009) je prvi sklop omejitev analize s kazalniki sama lastnost kazalnikov, da jih ne morem presojati samih zase, kar sami zase nimajo izrazne moči. Kazalnike moram zato vedno presojati v primerjavi s:

¹⁵ AJ PES je kratica za Agencijo Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.

¹⁶ GIGO je kratica za angleško frazo *Garbage in, garbage out*.

1. istovrstnimi kazalniki gospodarske enote, ki so bili uresničeni v preteklih obdobjih (tu gre vsebinsko za analizo trendov);
2. istovrstnimi kazalniki drugih gospodarskih enot v panogi, panožnim povprečjem ali celotnih gospodarstvom. Sam kazalnik nima izrazne moči, zato ga v smislu analize računovodskih izkazov moram nujno primerjati z ustreznim sodilom, kar je lahko povprečne kazalnika v celotnem gospodarstvu, določeni gospodarski panogi, ali s kazalnikom primerljive gospodarske enote. Pri tem gre za problem izbire objekta primerjave.

Slapničarjeva (2006, str. 1) navaja kot dodatne slabosti analize s kazalniki še:

1. kazalniki ne odpravljajo pomanjkljivosti nekvalitetnih računovodskih izkazov, ampak te napake celo dodatno multiplicirajo;
2. kazalniki eliminirajo podatek o velikosti bilančne vsote podjetja, čeprav je nerazumno pričakovati, da so podjetja različnih velikosti povsem primerljiva;
3. kazalniki se ne porazdeljujejo normalno, kar otežuje njihovo statistično analizo in interpretacijo;
4. težko je določiti sodilo kazalnikov, torej ali je določena vrednost kazalnika daje informacijo o dobrem ali slabem poslovanju gospodarske enote.

Elliott in Elliott (2002, str. 686) dodatno izpostavljata problem raznolikosti računovodskih standardov. Ta izhaja v glavne iz preohlapno opredeljenih računovodskih standardov, kar pomeni, da so posamezne računovodske kategorije v primeru različnih držav (čeprav uporabljajo iste računovodske smernice) različno opredeljene.

3.5 UPORABA ANALIZE S KAZALNIKI PRI VREDNOTENJU RAČUNOVODSKIH IZKAZOV LIZINGOJEMALCEV V PODJETJU HYPO LEASING

V tej točki predstavljam specifičen način uporabe analize računovodskih izkazov s kazalniki pri vrednotenju kreditnega tveganja poslovanja s lizingojemalci v podjetju Hypo Leasing. Analiza s kazalci je namreč nadpomenka za vrsto različnih načinov vrednotenja bilanc, ki se med finančnimi institucijami razlikujejo glede na to, kako pojmujejo kreditno tveganje in katero področje poslovanja gospodarskih enot jih zanima v smislu analize kreditnega tveganja.

3.5.1 IZBOR UPORABLJENIH KAZALNIKOV IN NJIHOVO VREDNOTENJE

Izbor konkretnih uporabljenih kazalnikov in njihovo vrednotenje je pri metodi analize računovodskih izkazov s kazalniki ključnega pomena, saj je kvaliteta analize močno povezana od pravilnega izbora in pravilnega ponderiranja vrednosti posameznega kazalnika v skupni oceni bilančnega stanja proučevanega lizingojemalca.

Za namen priprave kvantitativnega dela bonitetnih poročil o potencialnemu financiranju lizingojemalcev v Hypo Leasingu obstaja interno sprejet dogovor o uporabi šestih glavnih skupin kazalnikov, ki naj bi glede na empirične ugotovitve najbolje odražali kreditno tveganje poslovanja z lizingojemalcem. Pri tem poudarjam, da je spodaj naštet izbor šestih skupin kazalnikov zgolj manjši del kazalnikov, ki jih pri izdelavi bonitetnega poročila uporabi finančni analitik. V posamezni skupini kazalnikov tako bonitetni analitik uporabi več posameznih kazalnikov, ki dajejo specifičen pogled na aspekt poslovanja preučevanega podjetja.

Na podlagi empiričnih ugotovitev so določeni tudi okvirni ponderji teh kazalnikov, ki naj bi odražali delež vpliva posameznega kazalnika na končno oceno analize, torej njihovo moč pri interpretaciji kreditnega tveganja poslovanja s lizingojemalcem, katerega računovodski izkazi so predmet analize. Interno gradivo Hypo Leasinga z naslovom Finančna analiza (2009) kot glavne skupine kazalnikov pri analizi kvantitativnih dejavnikov bonitetnega poročila navaja v nadaljevanju predstavljene skupine kazalnikov.

3.5.1.1 KAZALNIK LIKVIDNOSTI

Kazalnik likvidnosti (angl. *liquidity ratio*) je po sistematiki izračunov v Hypo Leasingu izračunana kot kvocient najbolj likvidnih sredstev podjetja (torej denarnih sredstev ter denarnih alternativ) in vsoto vseh kratkoročnih sredstev gospodarske enote. Vsebinsko pokaže delež denarnih sredstev (ter denarnih alternativ) med kratkoročnimi sredstvi gospodarske enote, torej delež takoj unovčljivih sredstev znotraj sredstev, ki naj bil bila unovčljiva najkasneje v obdobju enega leta. Višja vrednost kazalnika vsebinsko predstavlja boljšo oceno likvidnosti podjetja, dejansko pa vrednost tega kazalnika med podjetji izredno variira in je težko postaviti meje njegovih povprečnih vrednosti, teoretično pa kazalnik zavzame vrednosti med 0 in 1. Formula izračuna omenjenega kazalnika je predstavljena v enačbi (1):

$$\text{Kazalnik likvidnosti} = \frac{\text{Denarna sredstva}}{\text{Kratkoročna sredstva}} \quad (1)$$

Glede empirično dokazano pomembnost tega kazalnika v smislu ocene kreditnega tveganja lizing hiš pri financiranju lizingojemalcev v bonitetni službi Hypo Leasinga upoštevam vrednost tega kazalnika kot 10% skupne ocene analize kvantitativnih dejavnikov bonitetnega poročila.

3.5.1.2 KAZALNIK OBRATA OBVEZNOSTI DO DOBAVITELJEV

Kazalnik obrata obveznosti do dobaviteljev je kvocient med stanjem kratkoročnih obveznosti do dobavitelje in čistimi prihodki od prodaje na letni ravni, kot je vidno v enačbi (2).

$$\text{Obrat obveznosti do dobaviteljev} = \frac{\text{Poslovne obveznosti do dobaviteljev}}{\text{\u010disti prihodki od prodaje}} \quad (2)$$

Vsebinsko kazalnik pove, koliko \u010das\u00e1 so bile obveznosti do dobaviteljev v povpre\u010dju vezane glede na ustvarjeno letno realizacijo, torej v kolik\u0161nem \u010dasu podjetje v povpre\u010dju poravnava kratkoro\u010dne poslovne obveznosti do dobaviteljev. Ni\u017eja vrednost kazalnika vsebinsko predstavlja bolj\u0161o oceno kreditnega tveganja poslovanja z preu\u010devano gospodarsko enoto, saj ni\u017eja vrednost ka\u017ee na kraj\u0161e povpre\u010dne pla\u010dilne roke preu\u010devane gospodarske enote do svojih dobaviteljev, kar ka\u017ee na bolj\u0161o likvidnost podjetja. Po Turku et al. (2004, str. 667) omenjeni kazalnik ni definiran v isti obliki, vseeno pa ga lahko po njegovi vsebini razvrstimo med kazalnike obra\u010danja, pri \u010demer nam kazalnik obrata obveznosti do dobaviteljev pove, kolikokrat se obrnejo obveznosti do dobaviteljev znotraj enega leta.

Glede empiri\u010dno dokazano pomembnost tega kazalnika v smislu ocene kreditnega tveganja bonitetna slu\u017eba Hypo Leasinga vrednost omenjenega kazalnika upo\u0161teva kot 15% skupne ocene analize kvantitativnih dejavnikov bonitetnega poro\u010dila.

3.5.1.3 KAZALNIK POKRITOSTI OBRESTI

Kazalnik pokritosti obresti (angl. *interest coverage ratio*) ali po Mramorju (1999, str. 45) mnogokratnik stro\u0161kov obresti, ki se v praksi velikokrat imenuje tudi TIE¹⁷ koeficient, v splo\u0161nem izra\u010dunamo kot kvocient med \u010distim poslovnim izidom iz poslovanja (EBIT¹⁸) in finan\u010dnimi odhodki za finan\u010dne obveznosti. Pri \u0161tevcu kazalnika prihaja do variacij, saj se namesto \u010distega poslovnega izida iz poslovanja lahko uporabi tudi poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA¹⁹) ali \u010disti poslovni izid obdobja, pri \u010demer je ta verzija kazalnika je predstavljena v ena\u010dbi (3). Vsebinsko se finan\u010dni odhodki za finan\u010dne obveznosti nana\u0161ajo na obresti pla\u010dane za uporabo tujih virov financiranja, torej na obresti po najetih kreditih/lizing pogodbah.

$$\text{Pokritost obresti} = \frac{\text{\u010disti poslovni izid}}{\text{Finan\u010dni odhodki iz finan\u010dnih obveznosti}} \quad (3)$$

Po Slapni\u010darjevi (2006, str. 10) je omenjeni kazalnik definiran kot kvocient med dobi\u010dkom iz poslovanja in pla\u010danimi obrestmi za najete tuje vire financiranja, izra\u017ea pa, koliko lahko pade dobi\u010dek iz poslovanja, ne da bi bila ogro\u017eena sposobnost pla\u010dila obresti gospodarske enote.

\u010ceprav se kazalnik pokritosti obresti pojavlja v ve\u010d oblikah, gre v vsakem primeru za kvocient dveh postavk v izkazu poslovnega izida gospodarske enote, ki ka\u017ee na sposobnost poravnavanja stro\u0161kov obresti za najete tuje vire iz razpolo\u017eljivih virov podjetja, kot je dobi\u010dek iz poslovanja ali \u010disti dobi\u010dek. \u010ce je kazalnik pokritosti obresti manj\u0161i od 1 to

¹⁷ TIE je kratica za angl. *times interest earned*.

¹⁸ EBIT je kratica za angl. *earnings before interest and taxes*.

¹⁹ EBITDA je kratica za angl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*.

teoretično pomeni, da podjetje iz svojega poslovanja ni sposobno poravnati stroškov obresti za najete tuje vire, kar je močan opozorilni znak upnikom. Še večji opozorilni znak upnikom je negativna vrednost tega kazalnika, kar bi pomenilo, da podjetje iz svojega poslovanja ustvarja izgubo.

Glede empirično dokazano pomembnost tega kazalnika v smislu ocene kreditnega tveganja bonitetna služba Hypo Leasinga vrednost omenjenega kazalnika upošteva kot 20% skupne ocene analize kvantitativnih dejavnikov bonitetnega poročila.

3.5.1.4 KAZALNIK OBSEGA DOLGA V RAZMERJU DO DENARNEGA TOKA

Kazalnik obsega dolga v razmerju do denarnega toka, kaže na sposobnost gospodarske enote pri servisiranju dolgov. Za potrebe uporabe v podjetju Hypo Leasing ga izračunam kot kvocient med neto finančnimi obveznostmi podjetja in izida iz poslovanja pred amortizacijo, kar je vidno v enačbi (4). Kot neto finančne obveznosti podjetja upoštevam vsoto kratkoročnih finančnih obveznosti podjetja in dolgoročnih finančnih obveznosti podjetja, ki jim odštejem stanje denarnih sredstev. Poslovni izid iz poslovanja pred amortizacijo izračunam kot seštevek poslovnega izida iz poslovanja in obračunane amortizacije v določenem poslovnem letu.

Po Slapničarjevi (2006, str. 17) je uporaba poslovnega izida iz poslovanja (pred amortizacijo) pomembna zaradi tega, ker mora vsako zdravo podjetje biti sposobno ustvarjati svoj dolgoročni denarni tok iz svojega primarne dejavnosti. Slapničarjeva loči torej tudi kvaliteto denarnih tokov, pri čemer smatra kot najbolj kvalitetne (in dolgoročne) denarne tokove iz poslovanja, denarne tokove iz financiranja in izrednega delovanja podjetja pa obravnava kot enkratni pojav in jih zato upošteva kot manj kvalitetne na dolgi rok.

$$\text{Obseg dolga v razmerju do denarnega toka} = \frac{\text{Neto finančne obveznosti}}{\text{Izid iz poslovanja pred amortizacijo}} \quad (4)$$

Kazalnik obseg dolga v razmerju do denarnega toka je izredno pomemben kazalnik za vse upnike gospodarskih enot, saj prikazuje sposobnost gospodarske enote pri razdolževanju²⁰ po svojih kratkoročnih in dolgoročnih obveznostih iz naslova svojega rednega delovanja. Vrednost kazalnika 1 pomeni, da se je podjetje iz svojega rednega delovanja sposobno po vseh tujih virih financiranja razdolžiti v enem letu. V praksi lahko vrednosti kazalnika zavzamejo vse realne vrednosti, pri čemer bi negativna vrednost kazalnika pomenila, da obravnavana gospodarska enota ustvarja izgubo iz poslovanja, ki vrednostno presega obračunano realizacijo, kar je z vidika upnika pokazatelj visokega tveganja poslovanja z dolžnikom.

²⁰ Razdolževanje za potrebe diplomskega dela definiram kot proces odplačevanja izposojenih tujih virov financiranja.

V podjetju Hypo Leasing smatrajo vrednosti omenjenega kazalnika med 1 in 3 kot pokazatelja dobrih sposobnosti razdolževanja gospodarskih enot, ob 3 do 7 kot sprejemljivo sposobnost razdolževanja, vrednosti kazalnika nad 15 pa kot slabo sposobnosti razdolževanja. Glede empirično dokazano pomembnost tega kazalnika v smislu ocene kreditnega bonitetna služba Hypo Leasinga vrednost omenjenega kazalnika upošteva kot 10% skupne ocene analize kvantitativnih dejavnikov bonitetnega poročila.

3.5.1.5 KAZALNIK DOBIČKONOSNOSTI PRIHODKOV

Kazalnik dobičkonosnosti prihodkov nam v splošnem pove, kakšno operativno maržo gospodarska enota ustvarja pri poslovanju. Za potrebe uporabe pri analizi računovodskih izkazov gospodarskih enot v podjetju Hypo Leasing je omenjeni kazalnik definiran kot kvocient čistega poslovnega izida pred amortizacijo (kar dobimo kot seštevek čistega poslovnega izida in obračunane amortizacije) in čistimi prihodki od prodaje v enem poslovnem letu, kar je vidno v enačbi (5).

$$\text{Dobičkonosnost prihodkov} = \frac{\text{Čisti izid pred amortizacijo}}{\text{Čisti prihodki od prodaje}} \quad (5)$$

Vrednostno je omenjeni kazalnik definiran na celotnem realnem področju, pri čemer njegova negativna vrednost pomeni, da ustvarjena čista izguba podjetja absolutno presega obračunamo amortizacijo, kar kaže na izredno slabo dobičkonosnost poslovanja gospodarske enote in zvišuje kreditno tveganja poslovanja s takim lizingojemalcem.

Glede empirično dokazano pomembnosti tega kazalnika v smislu ocene kreditnega tveganja bonitetna služba Hypo Leasinga upošteva vrednost tega kazalnika kot 10% skupne ocene kreditnega tveganja lizingojemalca.

3.5.1.6 KAZALNIK DELEŽA KAPITALA V SREDSTVIH

Delež kapitala (angl. *equity ratio*) v sredstvih gospodarske enote (imenovan tudi delež kapitala v pasivi, delež kapitala v financiranju, stopnja kapitalske ustreznosti ipd.) spada po Turku et al. (2004, str. 655) med kazalnike stanja financiranja, ki se izračuna kot kvocient med vsoto vrednosti vseh postavk znotraj kapitala in med obveznostmi do virov sredstev gospodarske enote na presečni datum, kar je vidno v enačbi (6).

$$\text{Delež kapitala v sredstvih} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Obveznosti do virov sredstev}} \quad (6)$$

Po Slapničarjevi (2006, str. 9) kazalnik kaže lastniško financiranje vseh sredstev gospodarske enote. Kazalnik nam kaže, kako je tveganje financiranje poslovanja razdeljeno med lastnike kapitala (torej pravne lastnike gospodarske enote) in upnike, pri čemer velja, da večja kot je absolutna vrednost kazalnika, več tveganja nosijo lastniki in posledično manj tuji financerji

podjetja. Praviloma namreč velja, da je kazalnik deleža kapitala v sredstvih najbolj pomemben za upnike gospodarske enote, torej tuje (zunanje) financerje sredstev, pri čemer kot tuje financerje podjetja smatramo dobavitelje ter finančne institucije (banke in lizing hiše).

V splošnem lahko zaključim, da se vsaj 20% delež kapitala med sredstvi smatra kot mejo še sprejemljive vrednosti tega kazalnika, vrednost kazalnika nad 50% pa se smatra kot pokazatelj izredno dobre finančne moči lizingojemalca. Opozarjam, da je negativna vrednost kazalnika deleža kapitala med sredstvi znak očitne podkapitaliziranosti lizingojemalca (nesolventnost²¹), kar kreditno tveganje financiranja nadproporcionalno poveča. Negativna vrednost omenjenega kazalnika je lahko zgolj posledica negativnega stanja kapitala, kar teoretično pomeni, da je celotno tveganje poslovanja preneseno na zunanje financerje podjetja.

Glede empirično dokazano pomembnosti tega kazalnika v smislu ocene kreditnega tveganja bonitetna služba Hypo Leasinga upošteva vrednost tega kazalnika kot 35% skupne ocene analize kvantitativnih dejavnikov bonitetnega poročila. Kazalnik deleža kapitala v sredstvih je tako vrednoten kot najpomembnejši kazalnik med vsemi zgoraj naštetimi kazalniki, ki jih pri oceni kreditnega tveganja financiranja potencialnih lizingojemalcev uporabljajo v podjetju Hypo Leasingu.

3.5.2 KAZALNIKI KOT OMEJITVENI DEJAVNIKI

Zaradi velikega števila posameznih kazalnikov in subjektivnosti pri vrednotenju sprejemljivih ali nesprejemljivih vrednosti posameznih kazalnikov so pri odločanju o sprejemljivosti ali nesprejemljivosti predlaganega financiranja bonitetnemu analitiku v pomoč kazalniki, ki predstavljajo omejitvene dejavnike. Omejitveni dejavniki so vrednosti posameznik kazalnikov, katere so v bančni stroki splošno sprejete kot povečani dejavniki tveganja. Že en sam kazalnik, ki zavzame vrednost, katero opredelimo kot dejavnik tveganja, lahko nad proporcionalno poviša kreditno tveganje predlaganega financiranja.

Kot glavni omejitveni dejavniki pri financiranju lizingojemalcev so glede na pretekle izkušnje pri vrednotenju računovodskih izkazov s kazalniki v podjetju Hypo Leasing upoštevani:

1. **negativno stanje kazalnika deleža kapitala v sredstvih** izraža nesolventnost lizingojemalca, kar bi ob dodatnem financiranju pomenilo, da je tveganje poslovanja lizingojemalca nepravilno porazdeljeno v škodo lizing hiši;
2. **vrednosti kazalnika pokritosti obresti pod 1** pomeni, da podjetje iz svojega poslovanja ni sposobno ustvarjati zadostnega dobička, da bi pokrivalo stroške obresti za obstoječe tuje vire financiranja. Dodatno izpostavljanje do takega lizingojemalca bi lizing hiši predstavljalo nepravilno kreditno tveganje;

²¹ Nesolventnost je stanje nesposobnosti poravnavanje poslovnih obveznosti podjetja na dolgi rok.

3. **vrednost kazalnika obseg dolga v razmerju do denarnega toka nad 15** bi kazala na izredno slabo sposobnost razdolževanja podjetja po obstoječem finančnem dolgu. Zaradi predolge ocene potrebne ročnosti razdolževanja po obstoječih finančnih obveznostih je dodatno izpostavljanje lizing hiše do takega lizingojemalca ocenjeno kot previsoko tvegano.

V praksi bonitetni analitik pri finančni analizi upošteva še dodatne omejitvene dejavnike, glede na namen same finančne analize in specifičnosti gospodarske panoge v kateri posluje lizingojemalec.

3.5.3 APLIKACIJA ANALIZE S KAZALNIKI PRI PISANJU FINANČNE ANALIZE BONITETNEGA POROČILA NA SKUPINI MERKUR

V Prilogi 4 predstavljam konkretno finančno analizo Skupine Merkur s uporabo kazalnikov, kot jo za oceno kreditnega tveganja financiranja lizingojemalcev pripravlja bonitetna služba Hypo Leasinga. Pri tem poudarjam, da je predstavljena finančna analiza zgolj del celotnega bonitetnega poročila, pri čemer zaradi zagotavljanja varnosti notranjih informacij podjetja Hypo Leasinga, izpuščam dele bonitetnega poročila, ki bazirajo na konkretnih predlogih financiranja, predvidenih pogojev posla in ocene sprejemljivosti konkretnega financiranja. Konsolidirano bilanco, sestavljeno na podlagi javno objavljenega letnega poročila Skupine Merkur (2009, str. 48-49), katero uporabljam kot osnovo za izračune kazalnikov predstavljam v Prilogah 5 in 6.

3.5.4 SLABOSTI UPORABE ANALIZE S KAZALNIKI V PRAKSI VREDNOTENJA LIZINGOJEMALCEV V PODJETJU HYPO LEASING

V praksi so pri pisanju bonitetnih poročil v bonitetni službi Hypo Leasinga z metodo analize s kazalniki odkrili naslednje praktične pomanjkljivosti metode, ki dajejo napačno oceno o kreditnem tveganju poslovanja z lizingojemalcem. Napačna ocena kreditnega tveganja je delno posledica same metode, delno pa preohlapnega vrednotenja rezultatov analize s kazalniki s strani bonitetnih analitikov. Kot glavne odkrite slabosti uporabe metode analize računovodskih izkazov z uporabo kazalnikov v praksi navajam:

1. **nezmožnost rangiranja lizingojemalcev glede na sposobnost zadolževanja** izhaja iz tega, da metodologija finančne analize s kazalniki pove, katera gospodarska enota izkazuje boljše računovodske izkaze od ostalih zgolj na podlagi posameznega kazalnika. Posledično je onemogočeno ali vsaj oteženo rangiranje gospodarskih enot po sposobnosti zadolževanja glede na vse uporabljene kazalnike, torej glede na celotno bilančno sliko;
2. **predpostavka neomejene rasti poslovanja** je napaka, ki jo zagreši bonitetni analitik in je zgolj pogojno vezana na metodo analize s kazalniki. Pri izdelavi bonitetnih poročil namreč finančni analitik upošteva tudi planske napovedi poslovanja lizingojemalca v naslednjih letih, ki jih večinoma pripravi računovodsko-finančna družba posameznega lizingojemalca. V preteklem obdobju visoke gospodarske rasti, pri čemer je bila

gospodarska rast v Sloveniji v obdobju 1995 do 2005 povprečno 3,9% (GZS, 2006), je bilo plane podjetij lažje oceniti za realne ter jih upoštevati v analizi. Če se planske napovedi ne uresničijo, je bonitetni analitik kreditno tveganje poslovanja z lizingojemalcem napačno ocenil;

3. **subjektivnost pri interpretaciji kazalnikov** izhaja iz tega, da posamezne kazalnike namreč vsak posamezen bonitetni analitik delno ovrednoti kot dobre ali slabe glede na svoje preference in pretekle izkušnje ter ne zgolj na podlagi določenih razredov vrednosti, ki so predpisani. Dejansko subjektivnost vrednotenja kazalnikov nekoliko omejujejo le omejitveni dejavniki, katere predstavljam v nadaljevanju diplomskega dela. V obdobjih gospodarskega razcveta in predpostavke konstantne rasti gospodarstva interpretacija kazalnikov v splošnem postane manj konservativna, posledično pa je kreditno tveganje poslovanja s lizingojemalcem ocenjeno prenizko;
4. **nezmožnost hitre ocene zgornje meje zadolževanja lizingojemalca** je naslednja v praksi odkrita slabost analize s kazalniki. Analiza s kazalniki namreč bonitetnemu analitiku pomaga oceniti zgolj, ali gospodarska enota izkazuje sposobnost ali nesposobnost za povračilo obstoječih finančnih obveznosti. Težje pa je z uporabo metode analize s kazalniki določiti zgornjo mejo zadolževanja podjetja. Le-to lahko sicer približno ocenimo z uporabo omejitvenih dejavnikov, kar pa je kompleksna naloga, saj je potrebno hkrati upoštevati več kazalnikov ter njihove medsebojne vplive.

4 ANALIZA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV S KAZALNIKOM SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

V predhodni točki našteje slabosti metode analize s kazalniki so bonitetno služno Hypo Leasinga silile v iskanje alternativnim metod analize računovodskih izkazov lizingojemalcev, in sicer z namenom boljše ocene kreditnega tveganja poslovanja s potencialnimi lizingojemalci. Kot možno alternativo ali vsaj nadgradnjo uveljavljeni metodologiji izdelave finančnih analiz s kazalniki v nadaljevanju predstavljam analizo računovodskih izkazov s kazalnikom sposobnosti zadolževanja (angl. *debt capacity ratio*). Metodologijo izdelave finančne analize s kazalnikom sposobnosti zadolževanja za namen diplomskega dela predstavljam kot alternativo metodologiji analize računovodskih izkazov s kazalniki pri oceni kreditnega tveganja poslovanja finančnih institucij z gospodarskimi enotami.

4.1 DEFINICIJE IN TEORETIČNA IZHODIŠČA KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

Izdelava finančnih analiz z metodologijo uporabe kazalnika sposobnosti zadolževanja podjetja je bila prvič opredeljena v Združenih državah Amerike, v slovenskem prostoru pa je relativna novost, zato v domači strokovni literaturi ustrezni prevodi določenih ekonomskih pojmov, ki jih metodologija izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja uporablja, niso dostopni. Sam izraz sposobnost zadolževanja (angl. *debt capacity*) je pri pregledu tuje strokovne literature

večinoma uporabljen kot makroekonomski pojem, in sicer za opis zgornjega praga zunanje zadolženosti države. Slednji je za namen diplomskega dela neustrezen prevod, saj se diplomsko delo nanaša na zadolženost gospodarskih subjektov v mikroekonomskem smislu.

Za namen izdelave diplomskega dela angleški pojem »debt capacity« prevajam kot sposobnost zadolževanja (gospodarske enote), čeprav se v domači literaturi pojavljajo tudi alternativni prevodi pojma (na primer: maksimalna zadolženost, zgornja zadolženost, vzdržna zadolženost ipd.), ki so vsebinsko sicer pravilni. Za prevode ostalih pojmov, ki izhajajo iz modela sposobnosti zadolževanja, se poslužujem dostopne domače strokovne literature, določene pojme ob pomanjkanju ustreznih prevodov prevajam sam.

Izraz sposobnost zadolževanja v smislu sposobnosti zadolževanja mikroekonomskih enot prvič definiral ameriški profesor ekonomije na Tehnološkem inštitutu Massachusettsa (angl. *Massachusetts Institute of Technology*) Stewart C. Myers²². Myers (1977) je v omenjenem članku sposobnost zadolževanja podjetja opisal kot vrednost dolga podjetja, pri kateri bi vsako dodatno zadolževanje preko te meje začelo zniževati tržno vrednost podjetja. Kasneje so Shyam-Sunder in Myers (1999), Chirinko in Singha (2000) sposobnost zadolževanja podjetja v splošnem definirali kot specifično vrednost kazalnika zadolženosti podjetja, pri kateri podjetje doseže dovolj visoko verjetnost neplačila sposojenih tujih sredstev, da nadaljnje zadolževanje ni več mogoče. Kester (2004) in Donaldson (1961, str. 178) sta sposobnost zadolževanja podjetja označila kot zgornjo mejo zadolženosti glede na izkazani denarni tok, ki ga je podjetje sposobno ustvariti za razdolževanje po najetih tujih finančnih virih.

Zgoraj navedene definicije pojma sposobnosti zadolževanja predstavljam kot teoretični uvod v metodologije analize računovodskih izkazov s kazalnikom sposobnosti zadolževanja. Na tej točki poudarjam, da je zgoraj definirana sposobnost zadolževanja zgolj teoretski okvir, znotraj katerega se pojavlja veliko število različic analize sposobnosti zadolževanja, ki se od avtorja do avtorja razlikujejo glede na svoje predpostavke in uporabljeno metodologijo.

Za potrebe izdelave diplomskega dela uporabljam zgolj eno izmed omenjenih različic analize računovodskih izkazov s kazalnikom sposobnosti zadolževanja, ki jo pri analizi računovodskih izkazov uporablja bonitetna služba podjetja Hypo Leasing. Specifičnost te različice je vidna v opredelitve ekonomskih kategorij, ki vstopajo v model kot vhodni podatki, ter dogovorjenih predpostavkah metode. Vse v nadaljevanju diplomskega dela navedene predpostavke, metodologija izračunov in predstavljene formule kazalnika sposobnosti zadolževanja temeljijo na zgoraj navedeni različici, o kateri sem dodatne informacije pridobil tudi z razgovori z vodjema bonitetnih služb Hypo Leasinga in Hypo Alpe-Adria banke.

²² Stewart C. Myers je v ekonomski stroki sicer bolj znan kot izumitelj teorije vrstnega reda (angl. *pecking order theory*)

4.2 PREDPOSTAVKE IZRAČUNA KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

Pred prikazom konkretnega izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja moram najprej definirati določene ekonomske kategorije, na katerih preučevana metodologija vrednotenja kreditnega tveganja financiranja gospodarskih enot bazira. V nadaljevanju naštevam tudi predpostavke omenjene metodologije.

4.2.1 VIRI FINANCIRANJA PODJETJA

Gospodarske enote za svoje nemoteno poslovanje in rast potrebujejo finančne vire, s katerimi financirajo sredstva, katera so potrebna za opravljanje gospodarske dejavnosti. Za namen diplomskega dela bomo uporabili klasifikacijo virov financiranja, kot jo navajajo Filipič in Markovič-Hribernik (1998, str. 173). Po tej klasifikaciji so viri financiranja podjetja razdeljeni na notranje in zunanje, in sicer:

a) notranji viri financiranja podjetja:

1. nerazdeljeni čisti dobiček,
2. amortizacija in
3. drugi notranji viri.

b) zunanji viri financiranja podjetja:

1. kapitalski vložki,
2. posojila (kredit),
3. subvencije in
4. posebne oblike zunanjih virov financiranja (lizing, forfeting, faktoring).

Naslednja klasifikacija virov financiranja deli finančne vire na lastne in tuje. Med lastne vire financiranja spadajo vsi notranji viri financiranja in kapitalski vložki, med tuje vire financiranja pa štejemo vse zunanje vire financiranja, razen kapitalskih vložkov.

4.2.1.1 DELITEV TUJIH VIROV FINANCIRANJA PO METODOLOGIJI KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

Za namen diplomskega dela izpostavljam tuje vire financiranja (katere v nadaljevanju navajam kot dolg gospodarske enote), katere metodologija kazalnika sposobnosti zadolževanja deli na:

- 1. prvovrstni in**
- 2. podrejeni dolg.**

Členitev tujih virov financiranja na prvovrstni in podrejeni dolg je v strokovni ekonomski literaturi prisotna že vrsto let, v slovenskem prostoru pa ta delitev tujih virov financiranja ni splošno razširjena, kar je vidno tudi v pomanjkanju ustrezne domače literature.

Kot **prvovrstni ali prednostni dolg** (angl. *senior debt*) tuja strokovna literatura definira kot zunanji dolg gospodarske enote, katerega glavna značilnost je, da je v nasprotju s podrejenim dolgom ustrezno zavarovan. To posledično pomeni, da bo v večini primerov upniku vrnjen tudi v primeru stečaja ali likvidacije dolžnika, saj je na prvem mestu za izplačilo. Zaradi svoje boljše zavarovanosti in večje verjetnosti poplačila upnikov so posledično stroški te oblike zunanjega dolga za dolžnika nižji, kar je dejansko kaže v nižji efektivni obrestni meri, ki so dolžnik plačuje upniku po tej obliki dolga. Posledično mora biti število let, katere dolžnik potrebuje za razdolžitev po tej obliki dolga, krajše od števila let, ki jih potrebuje za razdolžitev po manj zavarovanih oblikah dolga.

Metodologija analize kreditnega tveganja z kazalnikov sposobnosti zadolževanja, kot jo uporabljajo v podjetju Hypo Leasing, predpostavlja kot zgornjo mejo za razdolžitev gospodarske enote po prvovrstnem dolgu 7 let. To pomeni, da kot prvovrstni dolg smatra zgolj zunanji dolg lizingojemalca, katerega lahko lizingojemalec iz ocenjenih lastnih virov razdolževanja²³ povrne najkasneje v sedmih letih.

V nasprotju s prvovrstnim dolgom pa je **podrejeni dolg** (angl. *junior debt, subordinated debt*) definiran kot zunanji dolg gospodarske enote, katerega glavna značilnost je, da je v nasprotju s prvovrstnim dolgom slabo ali nezavarovan kar posledično pomeni, da upnik v primeru stečaja ali likvidacije dolžnika ne more pričakovati vračila celotnega zneska tako definiranega posojila. Podrejenost tega dolga namreč pomeni strinjanje upnika, da njegovo podrejeno posojilo ne bo odplačano pred odplačilom prednostnega dolga (Suni, 2003, str. 7).

Zaradi slabšega zavarovanja in posledično večje tveganosti je tudi cena (obrestna marža), ki jo upnik za posodo tako definiranega dolga pričakuje od dolžnika, višja. Tudi pri podrejenem dolgu velja, da potrebno število let, ki jih dolžnik potrebuje za razdolžitev po tej obliki dolga, neodvisno od sklenjene ročnosti vračila dolga med upnikom in dolžnikom.

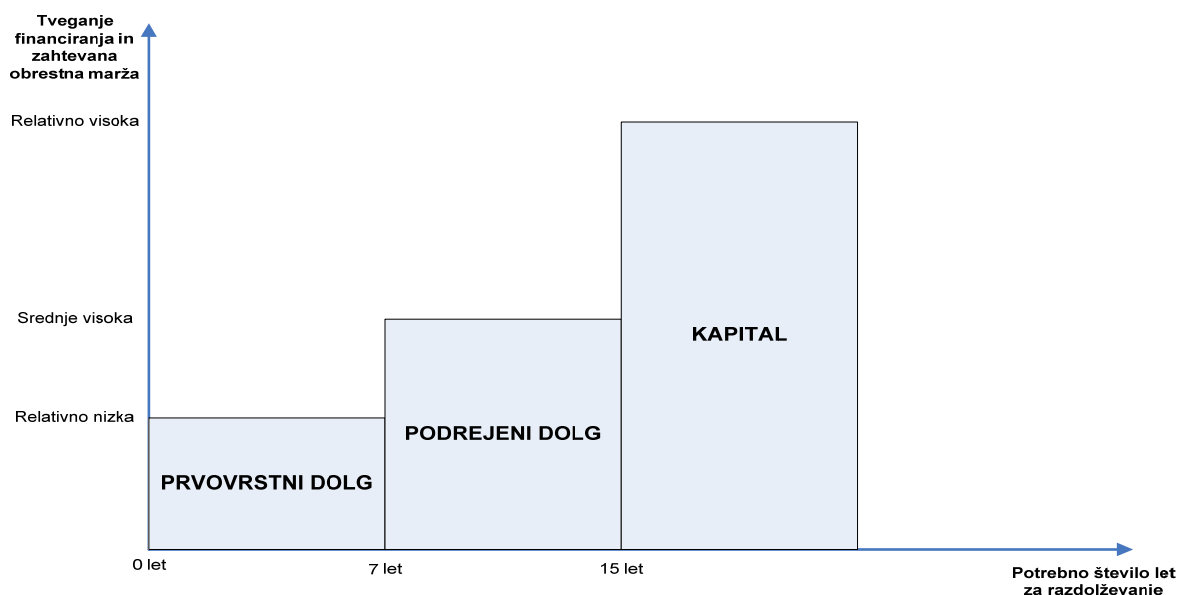
Glede sprejete predpostavke metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja je kot podrejeni dolg definiran zunanji dolg lizingojemalca, katerega lahko lizingojemalec iz ocenjenih lastnih virov razdolževanja povrne najkasneje v petnajstih letih.

Tuji dolg lizingojemalca, katerega doba razdolževanja iz lastnih virov je po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja ocenjena nad 15 let, vsebinsko ne spada več tuje vire financiranja podjetja. V primeru financiranja tako definiranega dolga bi šlo pravzaprav za financiranja kapitala lizingojemalca, ki pa spada med lastne vire financiranja podjetja.

²³ Vire razdolževanja predstavljam v naslednji točki diplomskega dela.

Financiranje tako definirane dolga lizingojemalca bi posledično pomeni za upnika še višje tveganje kot financiranje podrejenega dolga, posledično pa bi bila zahtevana obrestna marža še višja. Posledično v praksi upniki zelo selektivno financirajo podjetja z minimalnim ali celo negativnim kapitalom²⁴, saj gre v tem primeru za nepravilno delitev tveganja poslovanja podjetja med upnike in lastnike podjetja, in sicer v škodo upnikom. Opisan odnos kreditnim tveganjem financiranja in vrsto virov podjetja, v katere se financiranje (glede na predpostavke metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja) uvršča prikazujem v Sliki 1.

Slika 1: Prikaz delitve virov financiranja po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja



4.2.2. VIRI RAZDOLŽEVANJA PODJETJA

V predhodni točki sem glede na predpostavke metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja zunanji dolg podjetja razdelili na prvovrstni in podrejeni dolg glede na ocenjeno število let, ki jih gospodarska enota potrebuje za razdolževanja po obeh oblikah dolga. Proces razdolževanja je postopek vračila izposojenih tujih virov dolžnika svojim upnikom, pri čemer metodologija kazalnika sposobnosti razdolževanja upošteva razdolževanje tako po glavnici kot obrestih²⁵. Za potrebe izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja vire razdolževanja lizingojemalcev po tujih virih delim na dve skupini, in sicer na stalne in enkratne, kot prikazujem spodaj:

- a) **stalni viri razdolževanja** je za podjetje zgolj ustvarjeni denarni tok. Ta posebno definirani denarni tok je edini stalni ali kontinuirani vir za vračilo izposojenih tujih sredstev.

²⁴ Kot navajam v predhodni temi diplomske naloge je delež kapitala v sredstvih v podjetju Hypo Leasing ovrednoten kot kazalnik z najvišjo pomembnostjo pri metodologiji finančne analize s kazalniki.

²⁵ O obrestih in obrestih meri kot parametru izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja bo govora v točki 4.3.3 diplomskega dela.

b) **enkratni viri razdolževanja** so za razliko od stalnih virov razdolževanja podjetju na voljo zgolj enkratno, kar pomeni, da jih podjetje trajno izgubi, ko jih enkrat uporabi. Za potrebe izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja kot enkratne vire razdolževanja podjetja smatram:

1. **deinvestiranje iz naslova poslovno nepotrebni finančni naložb** je odprodaja finančnih naložb podjetja, katere niso povezane z njegovo primarno gospodarsko dejavnostjo;
2. **deinvestiranje iz naslova poslovno nepotrebna premoženja** je odprodaja nefinančnega premoženja podjetja, ki ga slednje ne potrebuje za opravljanje svoje primarne dejavnosti;
3. **prilagoditev obratnega kapitala** je enkratni vir razdolževanja, ki nastane zaradi izvedenih sprememb v obratnem kapitalu, kamor štejem zaloge, poslovne terjatve do kupcev in poslovne obveznosti do dobaviteljev. Če se dnevi vezave zalog, terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev spremenijo ima to enkratni vpliv na sposobnost razdolževanja podjetja;
4. **prilagoditev obsega stalnih sredstev** je odprodaja poslovno nepotrebni opredmeteni stalni sredstva, ki za opravljanje gospodarske dejavnosti podjetju niso več potrebne.

4.3 FAZE IZRAČUNA KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

Preučevana različica kazalnika sposobnosti zadolževanja gospodarskih enot, ki jo za potrebe vrednotenja kreditnega tveganja poslovanja z lizingojemalci uporablja Hypo Leasing, bazira na določenem zaporedju pri vnašanju vhodnih podatkov, ki ga opredeljujem kot posamezne faze izračuna. Vsaka faza zahteva vnos in kasnejše vrednotenje vhodnih podatkov o lizingojemalcu, pri čemer te vhodne podatke vnašamo v vnaprej pripravljene obrazce kazalnika sposobnosti zadolževanja v programu Microsoft Excel.

Te faze izračuna metodologija kazalnika sposobnosti zadolževanja deli v tri večje vsebinske sklope, in sicer:

1. **fazo vnosa preteklih računovodskih izkazov,**
2. **fazo prilagoditve preučevanih ekonomskih kategorij in**
3. **fazo končnega izračuna.**

4.3.1 FAZA VNOSA PRETEKLIH RAČUNOVODSKIH IZKAZOV

V tej prvi fazi izdelave kazalnika sposobnosti zadolževanja podjetja gre za vnos računov izkazov preučevane gospodarske enote, katere mora finančni analitik vnesti v 25 vrstic vnaprej pripravljenega obrazca v programu Microsoft Excel.

Za namen pisanja diplomskega dela fazo vnosa preteklih računovodskih podatkov nekoliko poenostavljam. Tudi v tej fazi mora namreč bonitetni analitik opraviti prilagoditev določenih ekonomskih kategorij, ki je sicer glavna značilnost druge faze izračuna kazalnika sposobnosti

zadolževanja. Vendar pa so tu prilagoditve ekonomskih kategorij manjšega obsega (še posebej to velja za dalj časa obstoječe gospodarske enote s relativno konstantnim poslovanje kot je skupina Merkur) ter posledično nimajo tako velike teže na končni izračun. Opravljen vnos računovodskih podatkov Skupine Merkur v obrazec izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja predstavljam v Prilogi 7.

4.3.2 FAZA PRILAGODITVE PREUČEVANIH EKONOMSKIH KATEGORIJ

Faza prilagoditve ekonomskih kategorij je najzahtevnejša faza izdelave finančne analize z metodologijo sposobnosti zadolževanja gospodarske enote, torej faza, ki od finančnega analitika zahteva večino intelektualnega napora.

Faza prilagoditve je sestavljena iz zaporedja štirih korakov, ki od finančnega analitika zahtevajo oceno dolgoročno vzdržnega nivoja ekonomskih kategorij za preučevano podjetje, kar metodologija kazalnika sposobnosti zadolževanja definira kot normalizirani nivo ekonomskih kategorij. S prilagoditvijo se doseže izboljšanje kvalitete²⁶ vhodnih podatkov v sam izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja, kar preteklih stanj prevede v dolgoročno vzdržni trend teh kategorij za prihodnost. Pri oceni trenda razvoja omenjenih ekonomskih kategorij so bonitetnemu analitiku v pomoč izračuni teh kategorij po posameznih letih, katere obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja izračuna glede na vnesene računovodske izkaze iz prve faze.

4.3.2.1 OCENA DOLGOROČNE SPOSOBNOSTI GENERIRANJA DENARNEGA TOKA KOT EDINEGA KONSTANTNEGA VIRA RAZDOLŽEVANJA

Namen prvega koraka v teh fazi je ugotavljanje dolgoročno vzdržnega za razdolževanje razpoložljivega denarnega toka podjetja, kateri je po metodologiji izračuna sposobnosti zadolževanja definiran kot edini konstantni vir razdolževanja lizingojemalca po tujih finančnih virih. Kot za razdolževanje razpoložljivi denarni tok za potrebe izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja upoštevam normalizirano (torej dolgoročno vzdržno) vrednost dobička iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA), kateri odštejem ostale razloge za porabo denarnega toka podjetja, ki niso povezani s razdolževanjem po tujih virih financiranja. Omenjeni razlogi za porabo denarnega toka so:

1. plačilo davka na dobiček,
2. vlaganja v nadomestitvene (vzdrževalne) investicije in
3. plačilo dividend delničarjem podjetja.

²⁶ Izboljšanje kvalitete vhodnih podatkov je namenjeno izogibanju že omenjenega Websterjevega zakona GIGO.

Slika 2: Obrazec vnosa za oceno dolgoročne sposobnosti generiranja denarnega toka z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur

OCENA DOLGOROČNE SPOSOBNOSTI PODJETJA ZA GENERIRANJE PROSTEGA DENARNEGA TOKA			
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	letni podatki	letni podatki	letni podatki
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)	2006	2007	2008
Število mesecev v poslovnem letu	12	12	12
čisti poslovni izid	21.617	33.390	22.228
davki	3.840	4.117	5.142
Poslovni izid pred davki	25.457	37.507	27.370
Finančni prihodki	17.238	36.793	30.308
Finančni odhodki	28.546	22.957	36.782
Dobiček iz poslovanja	36.765	23.671	33.844
Amortizacija	11.028	11.727	13.398
Odpisi	750	688	1.006
EBITDA	48.543	36.086	48.248
Vpliv izrednega poslovanja *	0	0	0
EBITDA (ocenjen na letni ravni)	48.543	36.086	48.248
26. Normalizirani EBITDA		40.000	* individualna ocena
27. Normalizirani davki		5.000	* individualna ocena
28. Normalizirani obseg vzdrževalnih investicij (replacement CAPEX)		14.000	* individualna ocena
29. Dolgoročno vzdržni (pričakovani) obseg izplačil dividend na letnem nivoju		5.000	* individualna ocena
30. ZA RAZDOLŽEVANJE RAZPOLOŽLJIVI DENARNI TOK (EBIDA - replacement CAPEX)		16.000	

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

Delo finančnega analitika v tem koraku se začne s prilagoditvijo ali normalizacijo dobička iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA), kar je vidno v vrstici obrazca 26 v Sliki 2. Od normaliziranega dobička iz poslovanja pred amortizacijo se najprej odšteje normalizirani obseg plačanih davkov, ki so odvisni od trenda izkazanega čistega dobička in efektivne davčne stopnje. Finančni analitik normalizirani obsega državi plačanih davkov na dobiček oceni v vrstici 27.

Sledi ocena normaliziranega obsega nadomestitvenih investicij (angl. *replacement capex*), kar je vsebinsko ocena potrebnega dela amortizacije, ki podjetju omogoča vzdrževanja obsega amortiziljivih sredstev na konstantnem nivoju, kar vnašam v vrstico 28. Pri tem je pomembno, da se vsebinsko normalizirani obseg nadomestitvenih investicij ne pokriva v celoti z ekonomsko kategorijo amortizacije, in je posledično lahko od trenda amortizacije lahko precej različen. Pri amortizaciji gre namreč za letni odpis amortiziljivih sredstev glede izbrano metodologijo in stopnjo amortizacije (Mramor, 1999, str. 14), nasprotno pa se normalizirani obseg nadomestitvenih investicij nanaša na oceno potrebnega vlaganja podjetja nazaj v obstoječa amortiziljiva sredstva, da bo lahko podjetja dolgoročno ohranilo približno enak nivo poslovanja kot v trenutno izdelave finančne analize.

Kot zadnja ocena v tem koraku je ocena dolgoročnega pričakovanega obsega dividend na letnem nivoju, kar vnašam v vrstico 29. Dividende se kot vir uporabe denarnega toka upoštevajo, če njihovo konstantno izplačevanje do lastnikov delnic izhaja iz samega ugleda podjetja ali njihove poslovne strategije podjetja.

Z oceno normaliziranega nivoja denarnega toka iz naslova EBITDA in treh prikazanih virov uporabe denarnega toka obrazec kazalnika sposobnosti zadolževanja v vrstici 30 izračuna vrednost denarnega toka, ki je vsebinsko opredeljen kot dobiček iz poslovanja pred amortizacijo, po plačanih davkih, izplačilu dividend ter po odšteti nadomestitvenih

investicijah. Tako definirani denarni tok nima slovenskega prevoda, vsebinsko pa ga po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja obravnavam kot dejansko razpoložljivi denarni tok za razdolževanje po tujih virih financiranja²⁷. V tuji strokovni literaturi se tako definirani denarni tok pokriva z ekonomsko kategorijo EBIDA (angl. *earnings before interest, depreciation and amortization*), kateremu odštejem nadomestitvene investicije, torej dobim EBIDA brez nadomestitvenih investicij (angl. *EBIDA less replacement capex*). To je po metodologiji izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja denarni tok, ki je podjetju na letnem nivoju dejansko na razpolago za razdolževanje po tujih virih financiranja. Tako definiran za razdolževanje razpoložljivi denarni tok je pri izračunu kazalnika sposobnosti zadolževanja je eden glavnih parametrov sposobnosti zadolževanja lizingojemalcev.

4.3.2.2 FINANČNE NALOŽBE IN NALOŽBENE NEPREMIČNINE KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA

V tem koraku bonitetni analitik oceni nadaljuje z oceno zmožnosti enkratnega razdolževanja podjetja, kar doseže oceno realnih možnosti za dezinvestiranje podjetja po dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložbah in naložbenih nepremičninah. V tem koraku gre torej za oceno ali prilagoditev treh gospodarskih kategorij, kar je vidno v Sliki 3.

Slika 3: Obrazec vnosa za oceno neto finančne zadolženosti podjetja z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur

PREGLED NETO FINANČNE ZADOLŽENOSTI PODJETJA			
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)			
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)			
zadnji razpoložljivi podatki	2006	2007	2008-12
Prejeta dolgoročna posojila	91.824	100.864	135.452
Druga prejeta dolgoročna posojila (npr. izdane obveznice)	0	0	0
Prejeta kratkoročna posojila	218.215	268.677	357.319
Dolgoročne leasing pogodbe	0	0	0
Kratkoročne leasing pogodbe	0	0	0
SKUPAJ PREJETA POSOJILA IN LEASING POGODBE:	310.039	369.541	492.771
31. Kratkoročne finančne naložbe v tržne vrednostne papirje *	69.816	85.251	51.638
32. Dolgoročne finančne naložbe v tržne vredn. papirje *	68.831	182.530	113.081
33. Naložbene nepremičnine	14.043	16.112	17.250
SKUPAJ ZA PRODAJO RAZPOLOŽLJIVA FIN. SRED.	163.503	291.203	181.969
NETO FINANČNI DOLG (po dezinvestiranju poslovno nepotrebnih finančnih naložb in naložbenih nepremičnin)	146.536	85.648	310.802

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

V vrstici 31 in 32 finančni analitik oceni prodajljivo (za finančne naložbe, razen posojil) ali vračljivo (za dana posojila) vrednost kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložb. Če realno možnost prodaje finančnih naložb ne obstaja (morebitne strateške povezave ali vlaganja v druga podjetja, nelikvidnost naložb itd.) tržne vrednosti ne upošteva, saj te naložbe niso realno na razpolago za enkratno razdolževanje. Če obstaja realna možnost unovčitve teh finančnih naložb pa oceni njihovo tržno vrednost, kar bi za lastninska vlaganj v kapital drugih

²⁷ Tako formulirani denarni tok bom zaradi pomanjkanja ustreznega slovenskega prevoda poimenoval »za razdolževanje razpoložljivi denarni tok«.

podjetij pomenilo oceno tržne vrednosti lastninskega vložka, za vlaganja v tržne vrednostne papirje njihovo tržno vrednost (če kotirajo na borzi je to posledično vrednost borzne kotacije) ali za dana posojila zmožnost vračila le-teh v kratkoročnem obdobju.

Sledi vnos prodajive vrednosti naložbenih nepremičnin podjetja (vrstica 33), kar so nepremičnine, ki jih podjetje ne potrebuje za opravljanje svoje primarne dejavnosti, ampak jih ima za namen ustvarjanja finančnih donosov. Tudi tu mora finančni analitik oceniti realno zmožnost prodaje teh nepremičnin ter njihovo tržno vrednost v primeru prodaje na kratek rok.

Glede na omenjeno prilagoditev v tem koraku obrazec izračuna vrednost neto finančnega dolga po možnem dezinvestiranju po naložbenih nepremičninah in finančnih naložbah, ki sta prva dva od že naštetih štirih možnih enkratnih virov razdolževanja lizingojemalca po tujih finančnih virih.

4.3.2.3 PRILAGODITEV SESTAVIN OBRATNEGA KAPITALA KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA

V splošnem se obratni kapital podjetja (imenovan tudi neto obratni kapital) izračuna kot razlika med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev. Pod kratkoročna sredstva se uvršča denar, zaloge, kratkoročne finančne naložbe in kratkoročne terjatve do kupcev, kar ekonomska stroka imenuje bruto obratni kapital. Pod kratkoročne obveznosti spadajo kratkoročne finančne obveznosti in kratkoročne obveznosti do dobaviteljev. Splošna formula izračuna neto obratnega kapitala prikazujem v enačbi (7).

$$\text{Neto obratni kapital} = \text{Kratkoročna sredstva} - \text{Kratkoročne obveznosti} \quad (7)$$

Kot obratni kapital podjetja metodologija izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja med kratkoročnimi sredstvi od zgoraj naštetih ekonomskih kategorij upošteva zgolj terjatve do kupcev in zaloge, denarna sredstva pa predpostavlja kot dana in v celoti vezana za tekočo likvidnost, kratkoročne finančne naložbe pa so bila že upoštevana kot enkratni vir razdolževanja v drugem koraku prilagoditve. Med kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev se po metodologiji izračuna v tem koraku upošteva zgolj kratkoročne obveznosti (do dobaviteljev), kratkoročne finančne obveznosti pa so bile že upoštewane v fazi vnosa preteklih računovodskih izkazov in se smatrajo kot dane.

V tem koraku analize gre torej za oceno dolgoročne prilagoditve omenjenih treh ekonomskih kategorij ter njihovega vpliva na obratni kapital, ki ga po prilagoditvi za potrebe izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja imenujem prilagojeni obratni kapital (angl. *adjusted working capital*). Prilagojeni obratni kapital kaže na višino kratkoročnih sredstev, ki jih podjetje mora financirati s tujimi finančnimi viri, kar so vsebinsko kratkoročne ali dolgoročne finančne obveznosti. Financiranje kratkoročnih sredstev s tujimi viri je sicer za podjetje z ekonomskega vidika nezaželeno, saj mora slednje za uporabo tujih virov financiranja plačevati stroške obresti. Posledično si podjetja želijo čim nižje vrednosti potrebnega

prilagojenega obratnega kapitala, še bolje pa je, da je vrednost potrebnega prilagojenega obratnega kapitala negativna. Negativna vrednost prilagojenega obratnega kapitala²⁸ namreč pomeni, da podjetje tujih virov financiranja svojih kratkoročnih sredstev ne potrebuje, torej lahko svoja kratkoročna sredstva v celoti financira z lastnimi viri.

V splošnem velja, da zviševanje absolutne vrednosti zalog in terjatev do kupcev (posledično znižanje hitrosti obrata zalog in terjatev do kupcev) potrebo po obratnem kapitalu povečuje, nasprotno pa absolutno zvišanje obveznosti do dobaviteljev (posledično znižanje hitrosti obrata obveznosti do dobaviteljev) potrebo po obratnem kapitalu znižuje (Peterman, 2010). Omenjeno je vidno tudi v grafičnem prikazu izračuna prilagojenega obratnega kapitala po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja v Sliki 4. Pri tem poudarjam, da sta leva stran (prilagojena kratkoročna sredstva) in desna stran (vsota prilagojenih kratkoročnih obveznosti in prilagojenega obratnega kapitala) vrednostno vedno izravnani.

Slika 4: Izračun prilagojenega obratnega kapitala po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja

ZALOGE (+) TERJATVE DO KUPCEV = PRILAGOJENA KRATKOROČNA SREDSTVA	<u>OBVEZNOSTI DO DOBAVITELJEV</u> = PRILAGOJENE KRATKOROČNE OBVEZNOSTI
	PRILAGOJENA KRATKOROČNA SREDSTVA (-) <u>PRILAGOJENE KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</u> = PRILAGOJENI OBRATNI KAPITAL (AWC)

Obrazec vnosa podatkov v tem koraku prikazujem v Sliki 5. Finančni analitik v vrstico 34 vnese svojo oceno dosegljivega obrata zalog v dnevih, pri čemer mu pri tem pomagajo izračuni dejanskih preteklih obratov zalog v preteklih obdobjih. Ta ocena izhaja delno iz trenda preteklih gibanj obrata zalog, delno pa na napovedih za gibanje obrata zalog gospodarske enote glede na prihodnje napovedi stanja v gospodarski panogi ter ostale specifične dejavnike. Sledi prilagoditev obrata terjatev do kupcev (vrstica 35), pri čemer upoštevamo pretekla stanja tega kazalnika, morebitne znane dogovore o spremembi povprečnih plačilnih rokov glavnih kupcev preučevane gospodarske enote ter njeno pogajalsko moč s kupci. Glede na podobne dejavnike finančni analitik prilagodi tudi obrat obveznosti do dobaviteljev (vrstica 36), pri čemer tu upošteva pretekli trend gibanja tega kazalnika, pogajalsko moč preučevanega podjetja do svojih dobaviteljev ter morebitne znane dogovore o spremembi povprečnih plačilnih rokov glavnim dobaviteljem. Pravilna ocena potrebe po prilagojenem obratnem kapitalu je še posebej aktualna v času gospodarske krize, ko se zaradi splošnega padanja plačilne discipline kupcev dnevi obrata terjatev podaljšujejo,

²⁸ Negativna vrednost prilagojenega obratnega kapitala je sicer značilnost velikih svetovnih igralcev v panogi prodaje na drobno (Wal-Mart, Amazon itd.), v Sloveniji pa bi pogojno lahko izpostavil podjetje Mercator.

zaradi splošnega padca povpraševanja pa se znižajo obrati zalog. To posledično pomeni, da so v časih recesije potrebe podjetij po neto obratnem kapitalu in prilagojenem obratnem kapitalu v povprečju povečujejo (Horvat, 2010).

Z upoštevanjem prilagoditve omenjenih treh ekonomskih kategorij obrazec vrednostno oceni spremembe v višini potrebnega obratnega kapitala po prilagoditvi glede na njegovo obstoječe stanje in s tem izračuna morebitno znižanje potreb po obratnem kapitalu. Če se potreba lizingojemalca po obratnem kapitalu z opravljeno prilagoditvijo zniža, to znižanje (glede na obstoječo potrebo podjetja po obratnem kapitalu) predstavlja tretji enkratni vir razdolževanja po tujih finančnih obveznostih. Pri oceni prihodnje dolgoročno vzdržne potrebe po obratnem kapitalu mora finančni analitik upoštevati dosedanje politiko upravljanja z obratnim kapitalom v preučevanem podjetju. Ta politika zajema dve temeljni vprašanji (Berk, Lončarski & Zajc, 2007, str. 246):

1. kolikšen nivo kratkoročnih sredstev naj podjetje vzdržuje, kako ta sredstva upravlja in
2. na kakšen način naj bodo financirana.

Slika 5: Obrazec vnosa za prilagoditev obratnega kapitala z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur

VPLIV SPREMEMB V PRILAGOJENEM OBRATNEM KAPITALU			
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	letni podatki	letni podatki	letni podatki
Vsi podatki so v 1.000 EUR (1000 EUR)	2006	2007	2008
Število mesecev v poslovnem letu	12	12	12
Zaloge	167.559	194.110	208.803
Terjatve	223.141	231.633	241.646
Prilagojena kratkoročna sredstva	390.700	425.743	450.449
Kratkoročne poslovne obveznosti (do dobaviteljev):	229.209	235.417	266.869
Prilagojene kratkoročne obveznosti	229.209	235.417	266.869
PRILAGOJENI OBRATNI KAPITAL	161.491	190.326	183.580
sprememba v obsegu prilagojenega obratnega kapitala	161.491	28.835	-6.746
Obrat zalog v dnevih	75	75	74
Obrat terjatev v dnevih	82	73	70
Obrat kratkoročnih poslovnih obveznosti v dnevih	103	91	95
34. Targetirani (dejansko dosegljiv) obrat zalog v dnevih			75 * individualna ocena
35. Targetirani (dejansko dosegljiv) obrat terjatev v dnevih			80 * individualna ocena
36. Targetirani (dejansko dosegljiv) obrat kratk. poslovnih obveznosti v dnevih			120 * individualna ocena
Targetirana sprememba v obsegu zalog		97	1.895
Targetirana sprememba v obsegu terjatev		20.750	36.004
Targetirana sprememba v obsegu kratk. poslovnih obveznosti		75.315	70.248
Targetirana (dejansko dosegljiva) vrednost obsega prilagojenega obratnega kapitala		-54.467	-32.349

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

4.3.2.4 SPREMEMBA UČINKOVITOSTI STALNIH SREDSTEV KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA

Kot zadnji korak v fazi prilagoditve ekonomskih kategorij pri izračunu kazalnika sposobnosti zadolževanja finančni analitik upošteva spremembe pri učinkovitosti dolgoročnih sredstev, kar izračunamo kot kazalnik obrata dolgoročnih sredstev. Kazalnik obrata dolgoročnih sredstev za potrebe metodologije sposobnosti zadolževanja izračunam kot kvocient med letnimi prihodki od prodaje gospodarske enote in stanjem dolgoročnih sredstev, pri čemer pri

slednjih ne upoštevam dolgoročnih finančnih naložb in naložbenih nepremičnin, saj sem le-te že upošteval kot možni vir za dezinvestiranje v drugem koraku faze prilagoditve. Obrazec izračuna za ta korak faze prilagoditve predstavljam v Sliki 6.

Če podjetje planira velike investicije v dolgoročna sredstva, se bo zaradi zamika rasti prihodkov od prodaje iz teh dodatnih sredstev kazalnik v splošnem znižal, povišanje kazalnika obrata dolgoročnih sredstev pa je povečini realno pričakovati ob odprodaji dolgoročnih sredstev, s katerimi podjetje ne ustvarja prihodkov od prodaje, torej jih ne potrebuje za vzdrževanje obstoječega obsega dejavnosti. Glede na zgoraj omenjene informacije finančni analitik oceni dolgoročno dosegljivi obrat dolgoročnih sredstev, kar vnaša v vrstico 37. Če je ocenjeni dolgoročni obrat dolgoročnih sredstev višji od optimalnega iz preteklih let pomeni, da je finančni analitik ocenil, da je prihodnji normalizirani obseg potrebnih dolgoročnih sredstev podjetja nižji od trenutnega stanja le-teh. Posledično se lahko podjetje razdolži z odprodajo nepotrebnih dolgoročnih sredstev, kar se vrednostno oceni kot razlika med prilagojenim dolgoročno ocenjenim obsegom dolgoročnih sredstev in trenutnim stanjem te kategorije. Tako definirana vrednost predstavlja četrti in zadnji enkratni možni vir razdolževanja gospodarskih enot po tujih finančnih obveznostih. Pri tem mora finančni analitik upoštevati tudi delno ali popolno nedeljivost osnovnih sredstev podjetja, kar v praksi dejansko uporabnost tega vira razdolževanja v povprečju zmanjšuje.

Slika 6: Obrazec vnosa za oceno učinkovitosti stalnih sredstev z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur

UČINKOVITOST STALNIH SREDSTEV			
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	letni podatki	letni podatki	letni podatki
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)	2006	2007	2008
Število mesecev v poslovnem letu	12	12	12
Neopredmetena osnovna sredstva	7.926	2.611	70.418
Opredmetena osnovna sredstva	213.654	252.318	302.822
Dolgoročna sredstva (brez finančnih naložb,...)	221.580	254.929	373.240
Prodaja podjetja (prihodki iz poslovanja):	999.029	1.151.497	1.266.778
Obrat dolgoročnih sredstev	4,5	4,5	3,4
Optimum obrata dolgoročnih sredstev:		4,5	
37. Targetirani (dolgoročno dosegljivi) obrat dolgoročnih sredstev:		3,4	* individualna ocena
Targetirani obseg dolgoročnih sredstev:		372.582	
Potrebne dodatne investicije v dolg. sredstva / možnosti dezinvestiranja		-658	

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

4.3.2.5 PREGLED KONČNE NETO ZADOLŽENOSTI PO UPOŠTEVANJU ENKRATNIH VIROV RAZDOLŽEVANJA

Ko finančni analitik opravi vse štiri korake faze prilagoditve, obrazec izračuna predstavi obstoječo zadolženost podjetja (definirano v fazi vnosa preteklih računovodskih podatkov), kateri odšteje ocenjeni obseg mogočega razdolževanja po enkratnih virih razdolževanja. Kot razliko obstoječim tujim dolgom podjetja in oceno dolga, za katerega finančni analitik oceni,

da bo poplačan iz štirih enkratnih virov razdolževanja, obrazec izračuna oceno neto finančnega dolga. Ta je po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja definiran kot dolg po katerem se lahko podjetje razdolžuje zgolj iz edinega konstantnega vira razdolževanja, torej za razdolževanje razpoložljivega denarnega toka. Omenjeni znesek je viden v vrstici 38 spodnje Slike 7.

Slika 7: Obrazec vnosa za oceno neto finančnega dolga z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur

PRILAGODITEV NETO FINANČNEGA DOLGA ZA TARGETIRANO (DEJANSKO DOSEGLJIVO) SPREMEMBO OBSEGA PRILAGOJENEGA OBRATNEGA KAPITALA	
SKUPAJ PREJETA POSOJILA IN LEASING POGODBE:	492.771
Dezinvestiranje poslovno nepotrebnih finančnih naložb:	-164.719
Dezinvestiranje iz naslova odprodaje naložbenih nepremičnin (poslovno nepotrebno premoženje):	-17.250
Vpliv sprememb v prilagojenem obratnem kapitalu (adjusted working capital changes delta):	-32.349
Vpliv sprememb v prilagojenem obsegu stalnih sredstev (asset efficiency):	-658
Celoten obseg dolga, za katerega ocenjujemo, da je lahko poplačan iz naslova odprodaje poslovno nepotrebnih finančnih naložb, poslovno nepotrebnih nepremičnin, optimizacije obratnega kapitala in izboljšanja učinkovitosti stalnih sredstev:	-214.976
38. NETO FINANČNI DOLG (PO DEZINVESTIRANJU IZ POSLOVNO NEPOTREBNIH NALOŽB, ODPRODAJE NALOŽBENIH NEPREMIČNIN, OPTIMIZACIJI OBRATNEGA KAPITALA IN OPTIMIZACIJI STALNIH SREDSTEV (= Ocena dejansko potrebnega dolga, ki ga je potrebno pokriti z denarnimi tokovi):	277.795

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

4.3.3 FAZA KONČNEGA IZRAČUNA

Slika 8 prikazuje obrazec končnega izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja. Pri končnem izračunu metodologija kazalnika sposobnosti zadolževanja potrebuje štiri parametre, pri čemer vrednost dveh (torej neto finančnega dolga in za razdolževanje razpoložljivega denarnega toka) določam v predhodno opravljeni fazi prilagoditve računovodskih izkazov. V fazi končnega izračuna posledično moram definirati še preostala dva vhodna parametra, torej povprečno efektivno obrestno mero in končno vrednost neto finančnega dolga.

Že opravljeno oceno sedanje vrednosti neto finančnega dolga (po opravljenem razdolževanju iz vseh enkratnih virov razdolževanja), katerega vsebinsko definiram v predhodni točki diplomskega dela, vnašam v točko A obrazca izračuna. Sledi vnos končne vrednosti tako definirane dolga, pri čemer pa predpostavljam, da je ta vrednost vedno nič (točka B), saj želim s kazalnikom sposobnosti zadolževanja ugotoviti, v kakšnem času se lahko podjetje v celoti razdolži. Denarni tok, definiran v prvem koraku faze prilagoditve računovodskih izkazov kot za razdolževanje razpoložljivi denarni tok, je viden v točki D slike obrazca končnega izračuna.

Eden najpomembnejših parametrov izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja gospodarskih enot je ocena povprečne letne dogovorjene (efektivne) obrestne mere, ki jo

preučevana gospodarska enota plačuje za najete tuje vire financiranja, kar je zadnja naloga finančnega analitika pri samem izračunu. Pri tem upoštevam dejanska plačila obresti za tuje vire, pri čemer gospodarske enote vedno poravnava stroške obresti za najete vire s strani finančnih institucij (bank, lizing hiš ipd.), dana posojila lastnikov ali povezanih podjetij pa se velikokrat ne vračajo, saj jih zaradi njihove dolgoročne narave vsebinsko bolj kot v tuje vire podjetja lahko prištevam v lastne vire financiranja lizingojemalca, torej kapital.

S oceno povprečne obrestne mere za najete tuje vire financiranja (točka C) bonitetni analitik v modelu izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja definira vse štiri potrebne parametre, ki jih model potrebuje za izračun zadnjega, petega parametra. Kot zadnji parameter metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja izpostavljam potrebno število let, ki jih podjetje (glede na ostale predhodno ocenjene parametre) potrebuje za razdolževanje po obstoječem neto finančnem dolgu. Omenjeno število let za razdolževanje je po preučevani metodologiji definirano kot vrednostni izraz kazalnika sposobnosti zadolževanja. Izračunana vrednost za razdolževanje potrebnega števila let je vidna v točki E obrazca končnega izračuna. S pridobitvijo te vrednosti je ožji postopek izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja zaključen. V nadaljevanju predstavljam dva dodatna izračuna, ki finančnemu analitiku olajšujeta interpretacijo pridobljene analize.

Po opravljenem izračunu vseh petih parametrov kazalnika sposobnosti zadolževanja obrazec v točki F nadalje izračuna konkretno vrednost sposobnosti zadolževanja podjetja (angl. *debt capacity*), ki vsebinsko kaže na vrednost tujega dolga, po katerem se lahko podjetje razdolži v dobi 7 let. Tako opredeljene tuje vire financiranja v diplomskem delu opredeljujem kot prvovrstni dolg podjetja.

Obrazec iz istih parametrov izračuna tudi zgornjo mejo tujih virov, po katerih se glede na ocenjene parametre podjetje razdolži v dobi 15 let. Ta vrednost je prikazana v točki G, vsebinsko pa tako opredeljeno vrednost prevajam kot zgornjo mejo zadolževanja podjetja, zgornjo mejo financiranja ali limit zadolževanja (angl. *lending limit*). Znotraj vrednosti zgornje meje zadolževanja se uvrščata tako prvovrstni kot tudi podrejeni dolg podjetja, pri čemer je vrednost podrejenega dolga razlika med vrednostjo zgornje meje financiranja in vrednosti sposobnosti zadolževanja.

Slika 8: Obrazec končnega izračuna z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur

KONČNI IZRAČUN:		
A.) Sedanja vrednost neto finančnega dolga (po optimiziranju in dezinvestiranju) (PV):		277,795
B.) Končna vrednost neto finančnega dolga (FV):		0
C.) Povprečna obrestna mera (i):		4.00% *individualna ocena
D.) Za razdolževanje razpoložljivi denarni tok (PMT):		16,000
E.) Potrebno število let (za servisiranje svojih finančnih obveznosti) (NPER):		30.2
<hr/>		
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	F.) SPOSOBNOST ZADOLŽEVANJA	96,033
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)	G.) ZGORNJA MEJA FINANCIRANJA	177,894

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

4.3.3.1 FORMULA IZRAČUNA POTREBNEGA ŠTEVILA LET ZA RAZDOLŽEVANJE

Potrebno število let za razdolževanje je ekonomska kategorija, kateri je po metodologiji izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja pripisana največja sporočilna vrednost. Z pridobljenim izračunom potrebnega števila let za razdolževanje po tujih virih financiranja analize je postopek izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja dokončan. Formulo izračuna potrebnega števila let za razdolževanje, na kateri faza končnega izračuna preučevane analize bazira, predstavljam v enačbi (8):

$$\text{Potrebno število let za za razdolževanje (NPER)} = - \frac{\ln \left(1 - \frac{i \times PV}{PMT} \right)}{\ln (1 + i)} \quad (8)$$

Predstavljena formula je ena izmed izpeljank formul, ki temeljijo na konceptu časovne vrednosti denarja in denarnega toka, če slednji nastaja ali se porablja v enakih zneskih (torej kot anuiteta). Vsebinsko se isto definirana formula uporablja za izračun števila obdobj (kar za potrebe izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja pomeni potrebno števila let za razdolževanje; oznaka v zgornji enačbi: NPER) pri dani sedanji vrednosti glavnice (kar se nanaša sedanjo vrednost neto finančnega dolga; oznaka v enačbi: PV), konstantni vrednosti anuitete (to je vsebinsko na letni ravni ocenjeni za razdolževanje razpoložljivi denarni tok; oznaka v enačbi: PMT), konstantni letni obresti meri (oznaka v enačbi: i) in ničelni končni vrednosti bodoče glavnice (torej ničelni končni vrednost finančnega dolga; oznaka FV v enačbi je zaradi ničelne vrednosti izpuščena). Pri tem opozarjamo, da je zgornja oblika formule narejena po predpostavki, da anuitete nastanejo na koncu obdobj (Berk, Lončarski & Zajc, 2007, str. 20). Omenjena predpostavka za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja pomeni, da dolžnik prvo letno anuitetno plačilo do tujih virov financiranja izvede na koncu prvega leta razdolževanja.

Prikazan izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja po zgornji formuli se lahko izračuna tudi z uporabo finančnega računalja (kalkulatorja), pri čemer se za izračun potrebnega števila let za razdolževanje (na kalkulatorju je praviloma označena kot funkcija N ali NPER) mora predhodno vnesti vrednost neto finančnega dolga (funkcija PV), končno vrednost bodočega finančnega dolga (funkcija FV), vrednost povprečne (letne) obrestne mere (funkcija I ali I/YR) in za razdolževanje razpoložljivega denarnega toka (funkcija PMT, pri čemer se vrednost vnaša kot negativno število). Podobno lahko izračun potrebnega števila let za razdolževanje opravimo z vnosom naštetih štirih potrebnih parametrov v finančno funkcijo NPER programa Microsoft Excel.

4.3.3.2 VSEBINSKE UGOTOVITVE IZ FAZE KONČNEGA IZRAČUNA

Glede na rezultate, katere finančni analitik pridobi v fazi končnega izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja, v tej točki diplomskega dela predstavljam vsebinske ugotovitve

sklepne delo analize. Metodologija analize kreditnega tveganja s kazalnikom sposobnosti zadolževanja namreč tuje vire financiranja deli na prvovrstni in podrejeni dolg, zato lahko finančni analitik po opravljeni fazi končnega izračuna ugotovi, v katerega od omenjenih kategorij dolga spada morebitno dodatno financiranje preučevanega podjetja. Glede na to delitev metodologija analize s kazalnikom sposobnosti zadolževanja dodatno opredeljuje dve ekonomski kategoriji:

1. sposobnost zadolževanja v prvovrstnem dolgu in

2. sposobnost zadolževanja v podrejenem dolgu.

V Sliki 9 je viden izračun **sposobnosti dodatnega zadolževanja v prvovrstnem dolgu**. Sposobnost dodatnega zadolževanja podjetja znotraj prvovrstnega dolga se izračuna kot razlika med vrednostjo sposobnosti zadolževanja in vrednostjo neto finančnega dolga, katerega definiram kot sedanjo vrednost dolga po opravljeni oceni razdolževanja iz vseh štirih enkratnih virov razdolževanja. Vsebinsko sposobnost dodatnega zadolževanja v prvovrstnem dolgu pove, če in koliko dodatnega financiranja s strani tujih financerjev bi se še uvrščalo med prvovrstni dolg preučevanega podjetja.

V primeru, da je ugotovljena vrednost sposobnosti zadolževanja podjetja absolutno višja od neto finančnega dolga, zaključujem, da preučevano podjetje izkazuje sposobnost dodatnega zadolževanja v prvovrstnem dolgu, in sicer za izračunano vrednost sposobnosti dodatnega zadolževanja. Sposobnost dodatnega zadolževanja v prvovrstnem dolgu je za tuje financerje preučevanega podjetja signal dobrega zavarovanja svojega morebitnega financiranja ter posledično sprejemljivega nivoja kreditnega tveganja, zato bodo za tako financiranje zahtevali relativno nizko obrestno maržo.

Nasprotno pa v primeru, da je ugotovljena vrednost sposobnosti zadolževanja podjetja absolutno nižja od neto finančnega dolga, zaključujem, da preučevano podjetje ne izkazuje sposobnosti dodatnega zadolževanja v prvovrstnem dolgu. Vrednost zadolževanja sposobnosti v prvovrstnem dolgu v obrazcu izračuna bo v tem primeru negativna. Vsebinsko to pomeni, da prvovrstnega dolga tuji financerji ne morejo več financirati, posledično pa se vsako njihovo dodatno financiranje preučevanega podjetja vsebinsko uvršča v podrejeni dolg ali kapital.

V Sliki 9 je viden tudi izračun **sposobnosti dodatnega zadolževanja v podrejenem dolgu**. Sposobnost dodatnega zadolževanja podjetja znotraj podrejenega dolga se izračuna kot razlika med vrednostjo zgornje meje financiranja in vrednostjo neto finančnega dolga. Vsebinsko sposobnost dodatnega zadolževanja pove, če in koliko dodatnega financiranja s strani tujih financerjev bi se še uvrščalo med podrejeni dolg preučevanega podjetja.

V primeru, da je ugotovljena vrednost zgornje meje financiranja podjetja absolutno višja od neto finančnega dolga, zaključujem, da preučevano podjetje izkazuje sposobnost dodatnega zadolževanja v podrejenem dolgu, in sicer za izračunano vrednost sposobnosti dodatnega

zadolževanja. Sposobnost dodatnega zadolževanja v podrejenem dolgu je za tuje financerje preučevanega podjetja signal relativno slabšega zavarovanja svojega morebitnega financiranja glede na prvovrstni dolg ter posledično povišanega nivoja kreditnega tveganja, zato bodo za tako financiranje zahtevali višjo obrestno maržo kot pri financiranju prvovrstnega dolga.

Nasprotno pa v primeru, da je da je ugotovljena vrednost zgornje meje financiranja podjetja absolutno nižja od neto finančnega dolga, zaključujem, da preučevano podjetje ne izkazuje sposobnosti dodatnega zadolževanja v podrejenem dolgu. Vrednost sposobnosti dodatnega zadolževanja v podrejenem dolgu v obrazcu izračuna bo v tem primeru negativna. Vsebinsko to pomeni, da tuji financerji ne morejo več financirati niti podrejenega dolga, posledično pa se vsako njihovo dodatno financiranje preučevanega podjetja vsebinsko uvršča med kapital podjetja, kar pomeni izredno visoko kreditno tveganje dodatnega financiranja. Vsebinsko za tuje vire financiranja uvrstitev njihovega dolga v kapital preučevanega podjetja namreč pomeni, da je tveganje poslovanja neenakomerno porazdeljeno med lastnike podjetja in tuje financerje, in sicer v škodo slednjih. Tuji financerji se v splošnem financiranju kapitala poskušajo izogniti, pogojno pa ga izvedejo zgolj ob zelo dobrem materialnem zavarovanju²⁹ in ustrezno visoki obrestni marži, ki je še višja kot pri financiranju podrejenega dolga.

Slika 9: Ocena sposobnosti dodatnega zadolževanja iz obrazca z ocenjenimi podatki za Skupino Merkur

SPOSOBNOST ZADOLŽEVANJA	96.033
Sposobnost dodatnega zadolževanja v prvovrstnem dolgu	-181.762
ZGORNJA MEJA FINANCIRANJA	177.894
Sposobnost dodatnega zadolževanja v podrejenem dolgu	-99.901

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

4.3.4 APLIKACIJA ANALIZE S KAZALNIKOM SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA PRI PISANJU FINANČNE ANALIZE BONITETNEGA POROČILA NA SKUPINI MERKUR

V Prilogi 8 predstavljam finančno analizo Skupine Merkur z uporabo metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja, kot jo za oceno kreditnega tveganja financiranja lizingojemalcev pripravlja bonitetna služba Hypo Leasinga. Pri tem poudarjam, da je predstavljena finančna analiza zgolj del celotnega bonitetnega poročila, pri čemer zaradi zagotavljanja varnosti notranjih informacij podjetja Hypo Leasinga izpuščam dele bonitetnega poročila, ki bazirajo na konkretnih predlogih financiranja, predvidenih pogojev posla in oceni sprejemljivosti konkretnega financiranja.

²⁹ Materialno zavarovanje danih posojil tuji financerji imenujejo tudi statično zavarovanje, nanaša pa se na pridobljene hipoteke na nepremičnine, zastavo premičnin ali pridobljeno lastniško pravico nad omenjenim.

4.4 PREDNOSTI IN SLABOSTI ANALIZE S KAZALNIKOM SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

Po teoretični razlagi izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja in opravljeni konkretni finančni analizi Skupine Merkur izpostavljam glavne prednosti in slabosti uporabe omenjene metodologije pri oceni kreditnega tveganje poslovanje lizing hiše s potencialnih lizingojemalcem. Nekatero prednosti in slabosti so posledica teoretičnih izhodišč modela sposobnosti zadolževanja, ostale pa so vidne v praksi priprave finančnih poročil z namenom ocene kreditnega tveganja poslovanja s potencialnimi lizingojemalci v bonitetni službi podjetja Hypo Leasing.

4.4.1 PREDNOSTI KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

Kot prednosti uporabe kazalnika sposobnosti zadolževanja izpostavljam:

1. **zahteva po poglobljeni analizi poslovanja podjetja** od finančnega analitika zahteva boljše poznavanje obravnavanega lizingojemalca. Izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja namreč v fazi prilagoditve preučevanih ekonomskih kategorij od finančnega analitika zahteva oceno dolgoročno vzdržnega nivoja večjega števila ključnih ekonomskih kategorij, zaradi česar je v poglobljen pregled poslovanja lizingojemalca bonitetni analitik pravzaprav prisiljen;
2. **konservativen pogled na dodatno financiranje podjetij** je večinoma posledica delitve dolga podjetja na prvovrstni in podrejeni dolg ter uporabljenih predpostavk potrebnega števila let, po katerih se podjetje po obeh vrstah dolga lahko razdolžuje. Po tej delitvi bodo lizing hiše (kot tudi ostale finančne institucije) stremele k temu, da bi se njihovo dodatno financiranje uvrščalo med prvovrstni dolg svojih strank, saj ta izkazuje največje zmožnosti za dejansko vračilo. Šele nato bi se finančne institucije spustile v financiranje podrejenega dolga, dodano financiranje, ki vsebinsko spada med kapital podjetja, pa bi izvajale zelo selektivno. Konservativnost metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja do dodatnega financiranja empirično dokazujem tudi z opravljenima finančnima analizama Skupine Merkur, saj bi se po metodologiji analize z računovodskimi kazalniki skupina po celotnem dolgu konec leta 2008 razdolžila zgolj v 10,3 letih (izračunana vrednost kazalnika obsega dolga v razmerju do denarnega toka), po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja pa potrebno število let skupine za razdolževanje po tujih virih ocenjujem na 30,2 leti. Direktna primerjava potrebnega števila let za razdolževanje zaradi različnosti predpostavk obeh vrst analize sicer ni mogoča, vseeno pa je razvidno, da je metodologija analize s kazalnikom sposobnosti zadolževanje do ocene iz dodatnega financiranja izhajajočega kreditnega tveganja bolj konservativna;
3. **zmožnost rangiranja podjetij** je pri uporabi kazalnika sposobnosti zadolževanja omogočeno z izračunom točne sposobnosti zadolževanja in zgornje meje financirana v

fazi končnega izračuna. Podjetje z višjo izkazano sposobnostjo dodatnega zadolževanja v prvovrstnem/podrejenem dolgu je tako ocenjeno kot boljše od podjetja z nižjo izračunano sposobnostjo dodatnega zadolževanja po obeh oblikah dolga;

4. **postavljanje marže glede na vrsto financiranega dolga** finančnemu analitiku omogočena zaradi delitve tujih virov financiranja po metodologije kazalnika sposobnosti zadolževanja na prvovrstni in podrejeni dolg. Če torej z izračunom vrednosti sposobnosti zadolževanja finančna institucija oceni, da bi novo financiranje spadalo v podrejeni dolg lizingojemalca, bo (zaradi nižje verjetnosti vračila le-tega glede na prvovrstni dolg) za financirana sredstva zahtevala višjo obrestno maržo, kot če bi financirala prvovrstni dolg z višjo verjetnostjo vračila. Omenjeni koncept delitve tujih virov financiranja podjetja na prvovrstni in podrejeni dolg pri postavljanju obrestne marže je v Sloveniji relativna novost, v razvitem ameriškem bančnem sektorju pa dolgoletna praksa;
5. **hitra ocena tržne vrednosti podjetja** bazira na ekonomski predpostavki, da je sedanja vrednost vsake ekonomske dobrine lahko ocenjena z diskontiranjem bodočih denarnih tokov, ki jih dobrina ustvarja, kar kazalnik sposobnosti zadolževanja aplicira na vrednost podjetij. Kot hitra ocena tržne vrednosti podjetja je po metodologiji sposobnosti zadolževanja predstavljena dvakratna vrednost sposobnosti zadolževanja lizingojemalca. S približno oceno tržne vrednosti podjetja pridobi finančni analitik boljši vpogled na kreditno tveganje poslovanja s strankami, saj mu je tako omogočeno ocena tržne vrednosti tudi za lizingojemalce, ki ne kotirajo na borzi. Seveda pa je ocena vrednosti podjetja pri kazalniku sposobnosti zadolževanja poenostavljena, saj sama metodologija primarno ni bila razvita za namen ocenjevanja vrednosti podjetij;
6. **olajšano nudenje poslovnega svetovanja** je eden od razlogov, zaradi česar je bila metodologija kazalnika sposobnosti zadolževanja sploh razvita. Z uporabo kazalnika sposobnosti zadolževanja lahko lizing hiša na jasen način svojim lizingojemalcem nudi poslovno svetovanje, kar sicer sodi med velikokrat zapostavljene funkcije finančnih institucij. Finančni analitik s svojim razumevanjem poslovanja lizingojemalca lahko z metodologijo kazalnika sposobnosti zadolževanja poslovodstvu podjetja predstavi trenutno sposobnost podjetja za servisiranje tujih dolgov ter predstavi največje obstoječe rezerve podjetja v smislu izboljšave svoje sposobnosti razdolževanja po tujih virih financiranja. To lahko naredi s spremembami v fazi prilagoditve ekonomskih kategorij izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja, pri čemer uporabi različne bodoče scenarije. Kazalnik sposobnosti zadolževanja bonitetnemu analitiku omogoča, da vse izbrane scenarije optimizacije poslovanja podjetja vrednostno izrazi, torej prikaže izboljšanje sposobnosti zadolževanja podjetja na konkretnih številkah. Že pripravljen obrazec izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja v programu Microsoft Exelu pa mu omogoča, da različne scenarije stranki prikaže v realnem času in pri tem od stranke pridobi takojšnjo povratno informacijo o izvedljivosti ali neizvedljivosti predpostavljenih scenarijev. Še posebej je ta prednost kazalnika sposobnosti zadolževanja aktualna v trenutnih razmerah gospodarske recesije in posledičnega večanja števila neplačnikov obveznosti do tujih virov financiranja, saj lahko s poslovnih svetovanjem portfelju strank lizing hiša zmanjša svoj delež neplačnikov.

4.4.2 SLABOSTI KAZALNIKA SPOSOBNOSTI ZADOLŽEVANJA

Kot slabosti kazalnika sposobnosti zadolževanja navajam:

1. **časovna potratnost analize** je logična posledica dejstva, da natančen izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja od finančnega analitika v fazi prilagoditve računovodskih izkazov zahteva podrobno poznavanje ekonomskih kategorij podjetja, saj lahko zgolj tako objektivno določi njihovo dolgoročno vzdržno raven. V tej točki kot teoretično slabost izpostavljamo tudi potrebo po posredovanju točnih informacij s strani računovodske in finančne službe podjetij, saj nekatere potrebne informacije za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja niso javno objavljene v letnih poročilih;
2. **zahteva po multidisciplinarnosti uporabljenih ekonomskih znanj** je vidna v fazi prilagoditve ekonomskih kategorij izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja. V fazi prilagoditve ekonomskih kategorij mora namreč bonitetni analitik na primer oceniti tržno vrednost in realnost prodaje določenih sredstev podjetja (naložbenih nepremičnin, delnic itd.), kar sicer ne spada v njegovo ožje področje dela. Omenjene naloge mora posledično posredovati drugim službam, kar je dodatni časovni in ekonomski strošek;
3. **problem nerazkritih/napačnih računovodskih informacij** se pojavi v fazi vnosa preteklih računovodskih izkazov kot tudi v fazi prilagoditve ekonomskih kategorij. Nerazkrite računovodske informacije je deloma odpravljen s fazi prilagoditve, ko finančni analitik od računovodsko-finančne službe preučevanega podjetja zahteva dodatna pojasnila ekonomskih kategorij, še vedno pa ostaja možnost namernega zavajanja z napačnimi informacijami s strani preučevanega podjetja;
4. **zahteva po konstantnosti poslovanja preučevanega podjetja** je ena izmed teoretičnih predpostavk kazalnika sposobnosti zadolževanja. Omenjeni kazalnik ima namreč večjo sporočilno vrednost pri analizi podjetij, katerih obseg poslovanja in uspešnost sta relativno primerljiva v daljšem časovnem obdobju. Iz tega izhaja tudi minimalna zahteva za vnos računovodskih izkazov najmanj za zadnji dve polni leti poslovanja preučevanega podjetja, kar pomeni, da je analiza za novoustanovljena ali mlajša podjetja onemogočena. Posledično je obrazec izračuna sposobnosti zadolževanja neprimeren za ocenjevanje kreditnega tveganja poslovanja s projektnimi ali investicijskimi podjetji, kjer lahko bonitetni analitik predpostavlja, da bo poslovanje v prihodnosti (npr. zaradi nove investicije) bistveno odstopalo od preteklega poslovanja podjetja;
5. **problem multiplikacije nerealnih ocen ekonomskih kategorij** se pojavlja večinoma v fazi prilagoditve ekonomskih kategorij podjetja. Napačna ocena določene ekonomske kategorije se v namreč zaradi povezave preučevanih ekonomskih kategorij skozi štiri korake faze prilagoditve multiplicira in ima posledično velik negativni vpliv na realnost vrednosti kazalnika sposobnosti zadolževanja v fazi končnega izračuna;
6. **neupoštevanje planov bodočega poslovanja podjetja** izhaja iz tega, da je kazalnik sposobnosti zadolževanja namreč pri svoji oceni večinoma vezan na preteklo gibanje preučevanih ekonomskih kategorij in plane poslovanja podjetja v prihodnosti upošteva zgolj v fazi prilagoditve ekonomskih kategorij, kar stopnjo upoštevanja planskih predpostavk podjetja večinoma zniža. To je sicer v času recesije dobro, saj so plani

prihodnjega poslovanja lizingojemalcev praviloma zastavljeni preoptimistično, vendar pa vseh planov bonitetni analitik sme smatrati za nerealne;

7. **neupoštevanje mehkih dejavnikov kreditnega tveganja** ima za posledico, da je v praksi analiza računovodskih izkazov s kazalnikom sposobnosti zadolževanja najbolj primerna za oceno tveganja poslovanja s stranko, s katere lizing hiša še ni sodelovala, torej za najbolj primerna za prvi vstop lizing hiše med tuje vire financiranja določenega lizingojemalca. Za vsako financiranje po prvem sklenjenem poslu z lizingojemalcem bonitetni analitik v praksi mora upoštevati tudi mehke dejavnike pri oceni kreditnega tveganja lizingojemalca, torej dosedanje plačilno disciplino stranke in spoštovanje predhodno dogovorjenih pogodbenih obveznosti. Omenjenih mehkih dejavnikov metodologija izdelave finančne analize s kazalnikom sposobnosti zadolževanja namreč ne upošteva.

SKLEP

Vsebinsko pravilna in konservativna ocena kreditnega tveganja poslovanja finančnih institucij s svojimi strankami je za stabilnost bančnega sektorja izrednega pomena, kar je še posebej aktualno v luči trenutne svetovne gospodarske recesije, katera tveganje poslovanja finančnih institucij dodatno povečuje. Omenjeno lahko apliciram tudi na poslovanje lizing hiš, ki so zaradi preteklih napačnih ocenjen kreditnega tveganja poslovanja s portfeljem svojih strank v letih finančne krize morale oblikovati rekordne slabitve svojih naložb, katerih nivo je s preteklimi leti konstantne visoke rasti bančnega sektorja neprimerljiv. Posledično so določene lizing hiše realizirale visoke izgube, ki so v nekaterih primerih povzročile celo njihov propad.

Kot glavno orodje za zaščito pred ekonomsko neupravičenih kreditnim tveganjem v slovenski lizing hiši Hypo Leasing sem izpostavil izdelavo bonitetnih poročil o sprejemljivosti poslovanja s potencialnimi lizingojemalci, kar je glavna naloga bonitetne službe. Bonitetno poročilo sem za namen izdelave diplomskega dela opredelili kot produkt bonitetne službe z največjo dodano vrednostjo in glavno orodje zaščite lizing hiše pred ekonomsko neutemeljenim kreditnim tveganjem. Omenjeno hipotezo sem potrdil z deležem izpostavljenosti Hypo Leasinga do strank, za financiranje katerih se bonitetno poročilo sploh izdeluje, v portfelju celotne izpostavljenosti. Izpostavljenost do tako opredeljenega vzorca strank namreč predstavlja med 70% in 80% celotne izpostavljenosti omenjene lizing hiše do portfelja svojih strank in v zadnjih letih izkazuje trend konstantne relativne rasti v skupni izpostavljenosti.

V finančnem sektorju je najbolj razširjena in splošno uveljavljena metodologija izdelave finančnih analiz računovodskih izkazov potencialnih strank z računovodskimi kazalniki. Omenjeno metodologijo sem v diplomskem delu empirično uporabili za analizo računovodskih izkazov Skupine Merkur z namenom ocene kreditnega tveganja hipotetičnega financiranja omenjene gospodarske skupine. Finančna analiza s kazalniki ima veliko teoretičnih slabosti, poleg tega pa sem izpostavil tudi slabosti analize s kazalniki pri

dejanskem vrednotenju računovodskih izkazov s strani bonitetnih analitikov. V obeh primerih je posledica ista: napačno vrednotenje kreditnega tveganja poslovanja podjetja Hypo Leasing s svojimi strankami, torej lizingojemalci. Kot napačno vrednotenje kreditnega tveganja je v smislu tveganja lizing hiš še posebej zaskrbljujoče, če je kreditno tveganje poslovanja z lizingojemalci ocenjeno prenizko.

Zaradi naraščajočega nezadovoljstva s preteklimi metodami analize kreditnega tveganja se je v bonitetni služni Hypo Leasinga pojavila potreba po novem konceptu vrednotenja računovodskih izkazov lizingojemalcev, ki bi bil alternativa že uveljavljeni metodologiji uporabe računovodskih kazalnikov ali vsaj njena nadgradnja. Kot odgovor na naraščanje kreditnega tveganja poslovanja z lizingojemalci v času finančne recesije so začeli uporabljati nov način izdelave finančnih analiz, ki temelji na metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja. Omenjeni koncept je že v svojih teoretičnih izhodiščih bolj konservativen, kar naj bi v praksi omogočalo boljšo oceno kreditnega tveganja poslovanja s lizingojemalci ter bolj restriktivno financiranje, kar je še posebej aktualno v času recesije in pomanjkanju denarja na kapitalskih trgih. Poleg tega kazalnik sposobnosti zadolževanja temelji na določenih teoretičnih izhodiščih, ki so za slovenski bančni prostor relativne novosti, kot recimo delitev tujega dolga podjetij na prvovrstni in podrejeni dolg, kar bo po mojem mnenju pozitivno vplivalo na prihodnji razvoj slovenske bančne stroke. Seveda ima kazalnik sposobnosti zadolževanja določene teoretične kot praktične pomanjkljivosti, vendar so dokazane prednosti pred metodo analize računovodskih izkazov lizingojemalcev z računovodskimi kazalniki zadostne, da se je lizing hiša Hypo Leasing odločila za njegovo testno uporabo. Empirično sem metodologijo kazalnika sposobnosti zadolževanja uporabil pri izdelavi finančne analize Skupine Merkur, s čimer bralcu diplomskega dela omogočam direktno primerjavo omenjene metodologije s finančno analizo na temelju računovodskih kazalnikov.

Uporaba kazalnika sposobnosti zadolževanja pri vrednotenju računovodskih izkazov lizingojemalcev v podjetju Hypo Leasing deloma še v fazi uvajanja, zato še ni bil izvedena empirična analiza dejanske napovedne moči metodologije pri ovrednotenju kreditnega tveganja poslovanja na portfelju strank. Zaradi tega in dejstva, da je omenjena metodologija izdelave finančnih analiz v Sloveniji še novost, pričakujem dodatne izboljšave metodologije in konstantno odpravljanje njenih pomanjkljivosti v prihodnosti.

Kot sklepno misel diplomskega dela navajam, da slepo izogibanje kreditnemu tveganju ne sme biti vodilo poslovanja finančnih institucij, saj bi s tem slednje izgubile razlog za svoj obstoj. Nasprotno: finančne institucije morajo biti sposobne kreditno tveganje financiranja svojih strank natančno identificirati, ga realno ovrednotiti, oceniti ekonomsko smiselnost sprejemanja tako ovrednotenega tveganja in skozi zahtevano obrestno maržo določiti ustrezno ceno prevzemanju omenjene vrste tveganja.

LITERATURA IN VIRI

1. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2007). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Berk, A., Peterlin, J., & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja: skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana: GV Založba.
3. Chirinko, R. & Singha, A. (2000). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment. *Journal of Financial Economics*, 58 (3), 412-425.
4. Dimovski, V. & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*. Washington D.C.: Beard Books.
6. Elliot, B. & Elliot, J. (2002). *Financial accounting and reporting: sixth edition*. London: Prantice Hall.
7. Filipič, D. & Markovič-Hribernik, T. (1998). *Osnove financ*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
8. Gospodarska zbornica Slovenije (14.6.2006). Ocenjena gospodarska rast 2006-2007 le malo nad ravno desetletnega povprečja. *Arhiv člankov GZS*. Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.gzs.si/slo//27973>
9. Hočevar, M., Igličar, S. & Zaman, M. (2002). *Osnove računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Horvat, T. (4.5.2010). Pazite na kapitalsko ustreznost, obratni kapital in denarni tok. *Arhiv člankov GVIN*. Najdeno 30. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1331769&N=7>
11. Hypo Leasing d.o.o. (2009). *Letno poročilo Skupine Hypo Leasing Slovenija in družbe Hypo Leasing d.o.o. za leto 2008*. Ljubljana: Hypo Leasing d.o.o. Najdeno 4. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.hypo-alpe-adria.si>.
12. Hypo Leasing d.o.o. (2009). *Finančna analiza* (interno gradivo). Ljubljana: Hypo Leasing d.o.o.
13. Hypo Leasing d.o.o. (2010). *Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja* (interno gradivo). Ljubljana: Hypo Leasing d.o.o.
14. Kester, G. (2004). How much debt can a borrower afford? *Arhiv člankov RMA Journal*, 87 (3), 46-51.
15. Merkur d.d. (2009). *Konsolidirano letno poročilo Merkur Group in letno poročilo družb Merkur d.d. in Mersteel d.o.o. za leto 2008*. Kranj: Merkur d.d. Najdeno 4. aprila 2010 na spletnem naslovu http://www.merkur.eu/slo/investitorji0/podatki_o_poslovanju/letna_in_medletna_porocila/index.html
16. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovno finančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
17. Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.
18. Pečnik, D. (2005). *Vpliv novega kapitalskega sporazuma (Basel 2) na lizing podjetje* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

19. Peterman, M. (22.6.2010). Tri zapovedi za izboljšanje denarnega toka. *Arhiv člankov GVIN*. Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/RezultatiClanek.aspx?Id=1343832&N=2>
20. Podbevšek, A. (26.11.2009). Računovodske informacije za odločanje (prezentacija). *Arhiv člankov Združenja nadzornikov Slovenije*. Najdeno 5. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-ns.si/zcnsweb/vsebina.asp?n=2&s=372>
21. Pogovor z vodjo bonitetne službe Hypo Bank Alpe Adria d.d., g. Kristanc Robertom.
22. Pogovor z vodjo bonitetne službe Hypo Leasing d.o.o., go. Levičnik Miro.
23. Porta, A. (2005). *Tveganja lizingodajalca pri lizingu* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Saunders, A. (2000). *Financial institutions management: a modern perspective* (3rd ed.). Boston: Irwin/McGraw-Hill.
25. Saunders, A. & Allen, L. (2002). *Credit risk measurement: new approaches to value at risk and other paradigms* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
26. Shyam-Sunder, L. & Myers, S. (21.1.1999). Testing Static Tradeoff Against of Pecking Order Model of Capital Structure. *Arhiv člankov spletne baze ScienceDirect*. Najdeno 2.5.2010 na spletnem naslovu <http://www.sciencedirect.com.nukweb.nuk.uni-lj.si/>
27. Slapničar, S. (2006). *Analiza računovodskih izkazov s kazalci* (gradivo za vaje pri predmetu finančno računovodstvo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Slovenski računovodski standardi (2006). Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
29. Suni, J. (2003). *Mezzanine Finance and Leveraged Buyouts*. Helsinki: Helsinki University of Technology.
30. Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M., Koželj, S. & Odar, M. (2004). *Finančno računovodstvo: splošni del*. Ljubljana: Zveza računovodij finančnikov in revizorjev Slovenije.
31. Webster, W. H. (2004). *Accounting for managers*. New York: McGraw-Hill.
32. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). *Uradni list RS* št. 42/2006. Najdeno 4. junija 2010 na spletnem naslovu http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r01/predpis_ZAKO4291.html

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slovar poslovnofinančnih izrazov	1
Priloga 2: Masterskala Hypo-Alpe-Adria Bank d.d.	2
Priloga 3: Organizacijska struktura Hypo Leasing d.o.o.	3
Priloga 4: Finančna analiza Skupine Merkur po metodologiji računovodskih kazalnikov.....	4
Priloga 5: Bilanca stanja Skupine Merkur za namen priprave finančne analize s kazalniki.....	7
Priloga 6: izkaz uspeha Skupine Merkur za namen priprave finančne analize s kazalniki.....	8
Priloga 7: Izpolnjen obrazec faze vnosa preteklih računovodskih izkazov za Skupino Merkur	9
Priloga 8: Finančna analiza Skupine Merkur po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja	10

Priloga 1: Slovar poslovnofinančnih izrazov

Prodajna vrednost: ocena dejanske ali tržne vrednosti ekonomske kategorije ob odprodaji v kratkoročnem časovnem obdobju (znotraj enega leta).

Amortiziljiva sredstva: sredstva, za katere mora podjetje voditi računovodski odpis, torej jih po veljavnih računovodskih standardih mora amortizirati.

Razdolževanje: proces vračila izposojenih tujih virov dolžnika upnikom, pri čemer metodologija kazalnika sposobnosti razdolževanja upošteva razdolževanje tako po glavnici kot dogovorjenih obrestih.

Prilagoditev ekonomskih kategorij: po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja je to postopek za oceno dolgoročno vzdržnega nivoja določene ekonomske kategorije.

EBIT (angl. *earnings before interest and taxes*): ustvarjeni poslovni izid iz poslovanja.

EBITDA (angl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*): ustvarjeni poslovni izid iz poslovanja brez upoštevanja amortizacije.

EBIDA (angl. *earnings before interest, depreciation and amortization*): ustvarjeni poslovni izid brez upoštevanja stroškov obresti in amortizacije.

Nadomestitvene (vzdrževalne) investicije (angl. *replacement capex*): ocena potrebnega dela amortizacije, ki podjetju omogoča vzdrževanja obsega amortiziljivih sredstev na nivoju, kateri omogoča poslovanje v enakem obsegu.

Za razdolževanje razpoložljivi denarni tok (angl. *EBIDA less replacement capex*): po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja ocenjeni denarni tok, ki je podjetju dejansko na razpolago za razdolževanje po tujih virih financiranja. Vrednostno je to EBIDA po odštetju ocenjenih nadomestitvenih investicij.

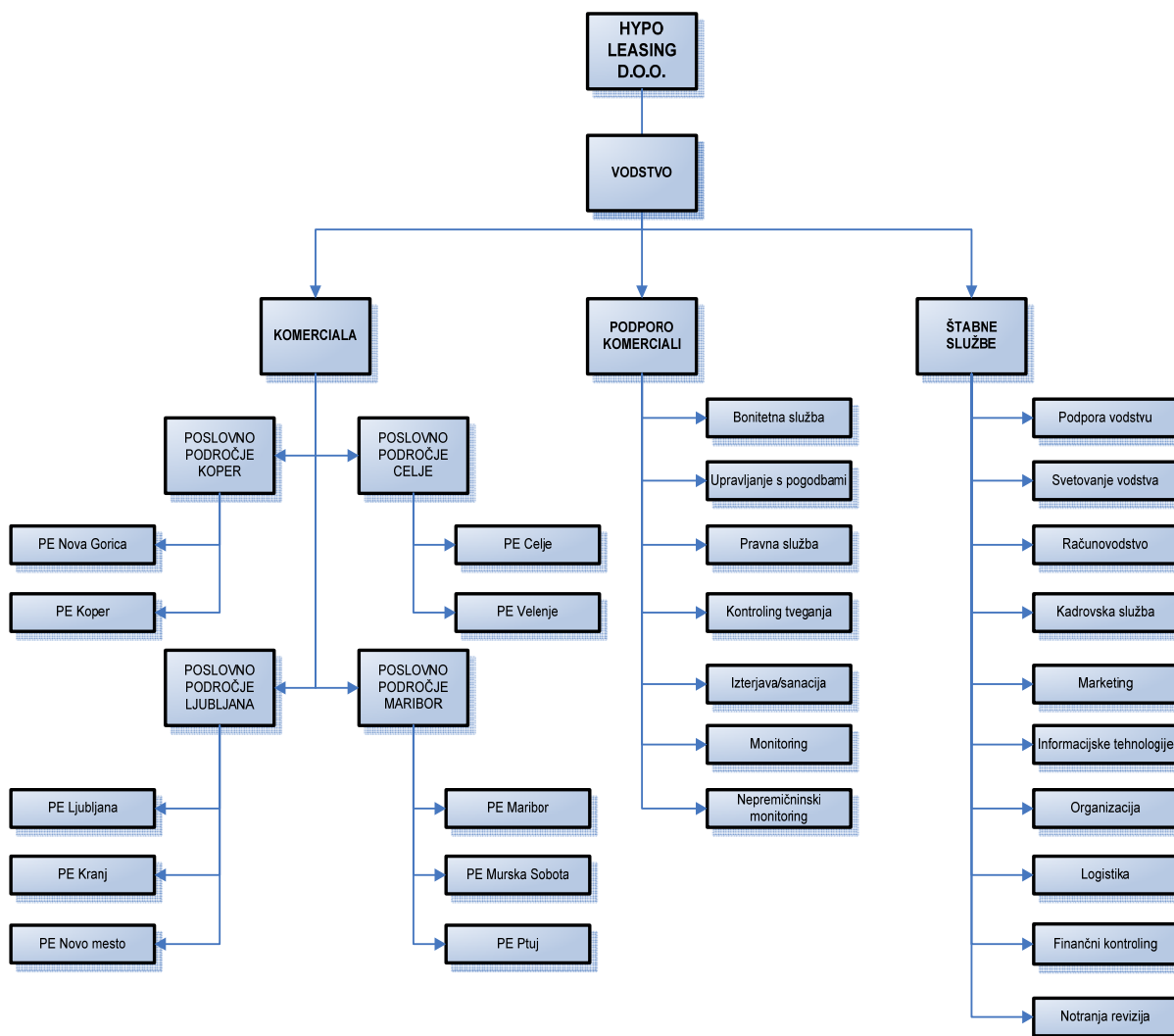
Prilagojeni obratni kapital (angl. *adjusted working capital*): Po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja je izračunan kot razlika med prilagojenimi kratkoročnimi sredstvi in prilagojenimi kratkoročnimi obveznostmi. Vsebinsko kaže na višino kratkoročnih sredstev, ki jih podjetje mora financirati s tujimi finančnimi viri.

Priloga 2: Masterskala Hypo-Alpe-Adria Bank d.d.

RATING	RAZLAGA	PD	Moody's	S&P	Fitch
1A	najboljša boniteta	0,000 %	Aaa, Aa1	AAA, AA+	AAA
1B	najboljša boniteta	0,014 %	Aa2, Aa3	AA, AA-	AA+, AA
1C	najboljša boniteta	0,028 %	A1	A+	AA-
1D	najboljša boniteta	0,042 %	A1	A+	A+
1E	najboljša boniteta	0,056 %	A2	A	A+
2A	izvrstna boniteta	0,070 %	A3	A-	A
2B	izvrstna boniteta	0,105 %	Baa1	BBB+	A-
2C	zelo dobra boniteta	0,158 %	Baa2	BBB	BBB+
2D	zelo dobra boniteta	0,236 %	Baa3	BBB-	BBB
2E	zelo dobra boniteta	0,354 %	Baa3	BBB-	BBB-
3A	dobra boniteta	0,532 %	Ba1	BB+	BBB-
3B	dobra boniteta	0,797 %	Ba2	BB	BB+
3C	dobra boniteta	1,196 %	Ba3	BB	BB
3D	dobra do srednje dobra boniteta	1,800 %	Ba3	BB-	BB-
3E	sprejemljiva boniteta	2,700 %	B1	B+	BB-
4A	nezadovoljiva boniteta	4,050 %	B1	B+	B+
4B	nezadovoljiva boniteta	6,075 %	B2	B	B
4C	watch list	9,113 %	B3	B-	B
4D	watch list	13,669 %	B3	B-	B-
4E	watch list	20,503 %	Caa1	CCC+	CCC+
5A	90 dni zamude	100,00 %	D	D	D
5B	prvi vrednostni popravek	100,00 %	D	D	D
5C	reprogram	100,00 %	D	D	D
5D	nesolventnost	100,00 %	D	D	D
5E	vrednostni popravek terjatve	100,00 %	D	D	D

Vir: Finančna analiza (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2009, str. 8.

Priloga 3: Organizacijska struktura Hypo Leasing d.o.o.



Vir: Letno poročilo Skupine Hypo Leasing Slovenija in družba Hypo Leasing d.o.o. za leto 2008, 2009, str. 14.

Finančna analiza SKUPINE MERKUR:

Finančno analizo poslovanja Skupine Merkur izdelujem glede na javno objavljene konsolidirane računovodske izkaze skupine za obdobje od 2006 do 2008, katere pridobivam iz letnih poročil. Vrednostne sodbe o podjetju so bazirane na javno objavljenih informacij iz letnih poročil in so subjektivno mnenje izdelovalca finančne analize, pri čemer ne uporabljam nobenih notranjih informacij o podjetju ali morebitnem poslovnem odnosu med Skupino Merkur in lizing hišo Hypo Leasing.

Dolgoročna sredstva Skupine Merkur so konec leta 2007 glede na kazalnik deleža dolgoročnih sredstev predstavljala 47%, konec leta 2008 pa narasla na 52% celotne aktive podjetja. Vrednostno so se dolgoročna sredstva večinoma nanašala na dolgoročne finančne naložbe podjetja v odvisna in pridružena podjetja, opredmetena osnovna sredstva podjetja in neopredmetena sredstva. Absolutno so v letu 2008 glede na preteklo leto dolgoročna sredstva podjetja porasla za 138.387 tisoč evrov, kar večinoma izhaja iz porasta vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev v tem letu.

Kratkoročna sredstva skupine so konec leta 2007 glede na kazalnik deleža kratkoročnih sredstev znašala 53%, konec leta 2008 pa je padel na 48% celotne aktive. Večinoma so se nanašala na kratkoročne poslovne terjatve, kratkoročne finančne naložbe in zaloge. Zaloge skupine so konec leta 2007 predstavljale 16,8% realizacije, konec leta 2008 pa so relativno padle na 16,5% letne realizacije, pri čemer kot realizacijo smatramo čiste prihodke od prodaje. Omenjen podatek pove, da so se zalog v letu 2008 v povprečju obrnile 6 krat (kazalnik obračanja zalog) ter bile v povprečju vezane 60,8 dni (kazalnik vezave zalog). Kratkoročne finančne naložbe skupine so konec leta 2008 predstavljale 9% aktive, vsebinsko pa so se večinoma nanašale na kratkoročna posojila drugim podjetjem. Kratkoročna poslovne terjatve so konec leta 2007 vezale 20% letne realizacije, konec leta 2008 pa so se relativno znižale na 19% letne realizacije. Kazalnik obračanja poslovnih terjatev je konec leta 2008 znašal 5, kar vsebinsko pomeni, da so se tega leta terjatve iz poslovanja v povprečju obrnile 5 krat. Kazalnik vezave terjatev je konec leta 2008 znašali 73 dni, kar izraža povprečno število dni vezave terjatev do kupcev v tem letu. **Kazalnik likvidnosti (1)**, ki kaže na delež denarnih sredstev znotraj kratkoročnih sredstev, je bil tako v letu 2007 kot v letu 2008 relativno skromen in je znašal približno 1%.

Delež kapitala v sredstvih (6) je tako konec leta 2007 znašal 35%, konec leta 2008 pa je padel na 30%. Kazalnik deleža kapitala v sredstvih kaže na dobro finančno moč skupine. Z lastnim kapitalom je skupina konec leta 2008 financirala 58% dolgoročnih sredstev, kar je zadovoljiv podatek. Vsebinsko je bil kapital konec leta 2008 večinoma vezan na oblikovane rezerve iz dobička, ki je vrednostno predstavljal 435% celotnega kapitala.

Dolgoročne obveznosti skupine so konec leta 2007 predstavljale 12% pasive, konec leta 2008 pa so narasle na 15% pasive, kar nam prikaže izračun kazalnika deleža dolgoročnih obveznosti. Konec leta 2008 so se dolgoročne obveznosti skupine v 80% nanašale na dolgoročne finančne obveznosti, kjer gre vsebinsko za prejeta dolgoročna posojila od bank. Ostalo predstavljajo dolgoročne

poslovne obveznosti, torej obveznosti do lizing hiš, ter odložene obveznosti za davek. Kazalnik dolgoročne zadolženosti je konec leta 2007 znašal 11% letne realizacije, konec leta 2008 pa se je povečal na 13% letne realizacije. Omenjena podatka kažeta na relativno rast dolgoročne zadolženosti podjetja v primerjavi z ustvarjeno realizacijo v tem obdobju, vseeno pa je dolgoročna zadolženost skupine konec leta 2008 relativni nizka.

Kazalnik pokritosti dolgoročnih virov in sredstev je konec leta 2007 znašal 103%, konec leta 2008 pa 88%. Omenjen podatek pove, da je konec leta 2008 skupina z dolgoročnimi viri financiralo 88% dolgoročnih sredstev. Struktura ročnosti virov in sredstev je bila konec leta 2008 še sprejemljiva, čeprav je opazen primanjkljaj dolgoročnih virov financiranja.

Kratkoročne obveznosti so konec leta 2007 predstavljale 52% pasive, konec leta 2008 pa 54% pasive, kar nam prikaže izračun kazalnika deleža kratkoročnih obveznosti v pasivi. Vsebinsko so se kratkoročne obveznosti večinoma nanašale na kratkoročna prejeta posojila s strani poslovnih bank, torej kratkoročna finančne obveznosti. Kazalnik kratkoročne zadolženosti je konec leta 2007 znašal 44% letne realizacije, konec leta 2008 pa je relativno narasel na 50% letne realizacije. Zaključimo lahko, da je bila kratkoročna zadolženost skupine konec leta 2008 povišana. Obveznosti do dobaviteljev so konec leta 2008 predstavljale 21% letne realizacije. **Kazalnik obrata obveznosti do dobaviteljev (2)** je konec leta 2008 znašal 4,8. Vsebinsko to pomeni, da so se tega leta poslovne obveznosti skupine v povprečju obrnile 4,8 krat. Kazalnik vezave obveznosti je konec leta 2008 znašali 76 dni, kar izraža povprečno število dni vezave obveznosti do dobavitelje podjetja v tem letu. Konec leta 2008 je bila skupina na kratkoročnem področju neto dolžnik, saj so kratkoročne poslovne obveznosti absolutno presegle kratkoročne poslovne terjatve.

Skupna zadolženost skupine, torej tako dolgo- kot kratkoročna zadolženost, je konec leta 2008 predstavljala 63% letne realizacije, kar teoretično kaže na povišano skupno zadolženost skupine v tem letu, ki pa ostaja v še sprejemljivih okvirjih. Kazalnik **obsega dolga v razmerju do denarnega toka (4)** je konec leta 2007 znašal 9,6, konec leta 2008 pa je padel na 10,3. Omenjen podatek kaže, da bi se skupina konec leta 2008 iz naslova ustvarjenega dobička iz poslovanja pred amortizacijo po celotnih finančnih obveznostih razdolžilo v 10,3 letih, kar teoretično kaže na še sprejemljive do slabše sposobnosti razdolževanja skupine po prejetih tujih sredstvih.

Realizacija skupine je v letu 2008 znašala 1.266.778 tisoč evrov, kar je 10% relativna rast realizacije glede na leto 2007. Glavni stroški poslovanja so stroški nabave prodanega blaga in materiala, kar je specifična trgovske panoge, ki so konec leta 2008 vezali 88% letne realizacije. Skupina je v letu 2007 ustvarilo dobiček iz poslovanja v višini 2% realizacije, v letu 2008 pa je dobiček iz poslovanja vezal 3% letne realizacije. Omenjen podatek pove, da skupina iz svoje primarne dejavnosti posluje dobičkonosno. **Koeficient pokritosti obresti (3)** ali **TIE koeficient** je konec leta 2007 je konec leta 2007 znašal 0,96, kar vsebinsko pomeni, da so finančni odhodki iz naslova plačanih obresti za najete tuje vire presegali ustvarjeni dobiček iz poslovanja. Konec leta 2009 je koeficient pokritosti obresti narasel na 1,2, kar kaže na izboljšanje sposobnosti skupine za servisiranje stroškov najetih tujih virov glede na leto 2007. V letu 2008 je bila skupina glede na koeficient pokritosti obresti namreč sposobno servisirati stroške najetih tujih virov iz ustvarjenega

dobička iz poslovanja, še vedno pa je le-ta s plačili obresti močno obremenjen. Skupina je poslovno leto 2008 zaključila z čistih dobičkom v višini 3% letne realizacije, kar kaže na primerljivo dobičkonosnost s panožnim povprečjem. **Koeficient dobičkonosnosti prihodkov (5)**, torej razmerje med čistim dobičkom pred amortizacijo in prihodki od prodaje, je konec leta 2007 znašal 3,9%, konec leta 2008 pa je nekoliko padel na 2,9% letne realizacije.

UGOTOVLJENI MOŽNI OMEJITVENI DEJAVNIKI

Kot največji omejitveni dejavnik dodatnega zadolževanja Skupine Merkur glede na zgoraj izračunane kazalnike izpostavljam koeficient pokritosti obresti ali TIE koeficient, in sicer glede na njegovo vrednost 1,2 konec leta 2008. Omenjen podatek namreč teoretično kaže na visoko obremenjenost ustvarjenega dobička iz poslovanja z finančnimi odhodki iz naslova plačila obresti za najete tuje vire financiranja. Delno je ta omejitev odpravljena s konstantnimi finančnimi prejetimi prihodki iz deležev in prihodki iz danih posojil ter dejstva, da je bila medbančna obrestna mera EURIBOR večino leta 2008 na relativno visoki ravni. Vseeno pa bi lahko padec dobička iz poslovanja ali rast finančnih odhodkov v prihodnosti skupini teoretično povzročala likvidnostne težave.

Kot drugi najpomembnejši dejavnik tveganja skupine izpostavljam kazalnik obsega dolga do denarnega toka, ki je konec leta 2008 znašal 10,3. Omenjen podatek kaže na povišano skupno zadolženost podjetja, kar bi se lahko (ob nadaljevanju zadolževanja ali padanju sposobnosti ustvarjanja EBITDA) odražalo v previsoki prihodnji zadolženosti skupine.

Ne glede na nizko vrednost kazalnik likvidnosti skupine ne predstavlja pomembnega omejitvenega dejavnika.

ZAKLJUČEK FINANČNE ANALIZE

Glede na zgoraj navedeno finančno analizo računovodskih izkazov podjetja zaključujem, da Skupina Merkur, kljub relativno dobri bilančni sliki konec leta 2008, izkazuje omejene zmožnosti dodatnega zadolževanja. Kot glavna omejitvena dejavnika izpostavljam prenizek koeficient pokritosti obresti in relativno visok kazalnik obsega dolga do denarnega toka.

Priloga 5: Bilanca stanja Skupine Merkur za namen priprave finančne analize s kazalniki

Podjetje:
Matična številka:

Skupina MERKUR TRGOVINA IN STORITVE D.D.
5003563

BILANCA STANJA V EUR

SREDSTVA	31.12.2006	31.12.2007	strukturno	indeks	31.12.2008	strukturno	indeks	VIRI SREDSTEV	31.12.2006	31.12.2007	strukturno	indeks	31.12.2008	strukturno	indeks
DOLGOROČNA SREDSTVA								KAPITAL	218.671.000	340.685.000	35%	156	346.618.000	30%	102
Neopredmetena sredstva in dolgoročne AČR	7.926.000	2.612.000	0%	33	70.418.000	6%		Vpoklicani kapital	54.911.000	54.946.000	6%	100	54.836.000	5%	100
Opredmetena osnovna sredstva	213.654.000	252.318.000	26%	118	302.822.000	26%	120	Kapitalske rezerve	76.701.000	76.701.000	8%	100	76.701.000	7%	100
Zemljišča	55.421.000	81.543.000	8%	147	106.216.000	9%	130	Rezerve iz dobička	38.149.000	131.878.000	13%	346	121.163.000	10%	92
Zgradbe	97.908.000	108.154.000	11%	110	123.297.000	11%	114	Presežek iz prevrednotenja	0	0	0%		-6.951.000	-1%	
Proizvajalne naprave in stroji	31.072.000	34.491.000	4%	111	0	0%	0	Preneseni čisti dobiček	48.910.000	77.160.000	8%	158	100.869.000	9%	131
Druge naprave in oprema, drobni inventar in drugo	0	0	0%		43.372.000	4%		Čisti dobiček poslovnega leta	0	0	0%		0	0%	
Biološka sredstva	0	0	0%		0	0%		REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	11.419.000	9.823.000	1%	86	11.590.000	1%	118
Opredmetena osnovna sredstva v gradnji in izdelavi	26.114.000	24.888.000	3%	95	29.434.000	3%	118								
Predujmi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	3.139.000	3.242.000			503.000			DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	102.690.000	120.995.000	12%	118	168.501.000	15%	139
Naložbene nepremičnine	14.043.000	16.112.000	2%	115	17.250.000	1%	107	Dolgoročne finančne obveznosti	91.824.000	100.864.000	10%	110	135.452.000	12%	134
Dolgoročne finančne naložbe	69.182.000	182.881.000	19%	264	200.279.000	17%	110	Dolgoročne poslovne obveznosti	3.423.000	3.006.000	0%	88	11.165.000	1%	371
Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil (021+022)	351.000	351.000	0%	100	195.406.000	17%	55671	Odložene obveznosti za davek	7.443.000	17.125.000	2%	230	21.884.000	2%	128
Dolgoročna posojila (025+026)	68.831.000	182.530.000	19%	265	4.873.000	0%	3	DOLGOROČNI VIRI FINANCIRANJA	332.780.000	471.503.000	48%	142	526.709.000	45%	112
Dolgoročne poslovne terjatve	1.626.000	1.077.000	0%	66	679.000	0%	63	Pokritost dolg. sredstev z dolgoročnimi viri	107%	103%			88%		
Odložene terjatve za davek	5.462.000	4.659.000	0%	85	6.598.000	1%	142	KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	451.328.000	507.689.000	52%	112	627.199.000	54%	124
DOLGOROČNA SREDSTVA	311.893.000	459.659.000	47%	147	598.046.000	52%	130	Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0%		0	0%	
								Kratkoročne finančne obveznosti	218.215.000	268.677.000	27%	123	357.319.000	31%	133
								Kratkoročne poslovne obveznosti	233.113.000	239.012.000	24%	103	269.880.000	23%	113
KRATKOROČNA SREDSTVA								KRATKOROČNE PČR	0	0	0%		3.909.000	0%	
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	0	0	0%		0	0%		KRATKOROČNI VIRI FINANCIRANJA	451.328.000	507.689.000	52%	112	631.108.000	55%	124
Zaloge	167.558.000	194.110.000	20%	116	208.803.000	18%	108	OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	784.108.000	979.192.000	100%	125	1.157.817.000	100%	118
Kratkoročne finančne naložbe	69.816.000	85.251.000	9%	122	103.276.000	9%	121	Zabilančne obveznosti	0	0			0		
Kratkoročne finančne naložbe, razen posojil	0	0	0%		5.126.000	0%									
Kratkoročna posojila	69.816.000	85.251.000	9%	122	98.150.000	8%	115								
Kratkoročne poslovne terjatve	224.028.000	232.862.000	24%	104	241.987.000	21%	104								
Denarna sredstva	10.813.000	7.310.000	1%	68	5.705.000	0%	78								
KRATKOROČNE AČR	0	0	0%		0	0%									
KRATKOROČNA SREDSTVA	472.215.000	519.533.000	53%	110	559.771.000	48%	108								
SREDSTVA	784.108.000	979.192.000	100%	125	1.157.817.000	100%	118								
Zabilančna sredstva	0	0			0										

Vir: Konsolidirano letno poročilo Merkur Group in letno poročilo družb Merkur d.d. in Mersteel d.o.o. za leto 2008, 2009, str. 48.

Priloga 6: izkaz uspeha Skupine Merkur za namen priprave finančne analize s kazalniki

Podjetje:

Skupina MERKUR TRGOVINA IN STORITVE D.D.

Matična številka:

5003563

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA V EUR

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA	31.12.2006	31.12.2007	strukturno	indeks	31.12.2008	strukturno	indeks
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	999.029.000	1.151.497.000	100%	115	1.266.778.000	100%	110
POVEČANJE VREDNOSTI ZALOG PROIZVODOV IN NEDOKONČANE PROIZVODNJE	0	0	0%		0	0%	
USREDSTVENI LASTNI PROIZVODI IN LASTNE STORITVE	0	0	0%		0	0%	
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	999.029.000	1.151.497.000	100%	115	1.266.778.000	100%	110
DRUGI POSLOVNI PRIHODKI	22.654.000	4.380.000	0%	19	8.806.000	1%	201
Stroški blaga, materiala in storitev	885.646.000	1.024.483.000	89%	116	1.117.414.000	88%	109
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	815.726.000	945.142.000	82%	116	1.025.398.000	81%	108
Stroški porabljenega materiala	8.145.000	8.452.000	1%	104	10.721.000	1%	127
Stroški storitev	61.775.000	70.889.000	6%	115	81.295.000	6%	115
Stroški dela	74.871.000	85.446.000	7%	114	94.433.000	7%	111
Odpisi vrednosti	11.778.000	12.116.000	1%	103	14.094.000	1%	116
Amortizacija	11.778.000	12.116.000	1%	103	14.094.000	1%	116
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih sredstvih in opredmetenih osnov	0	0	0%		0	0%	
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0	0	0%		0	0%	
Drugi poslovni odhodki	12.623.000	7.526.000	1%	60	15.837.000	1%	210
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	36.765.000	26.306.000	2%	72	33.806.000	3%	129
Finančni prihodki iz deležev	17.238.000	36.495.000	3%	212	16.953.000	1%	46
Finančni prihodki iz danih posojil	0	0	0%		11.868.000	1%	
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	0	0	0%		1.526.000	0%	
FINANČNI PRIHODKI	17.238.000	36.495.000	3%	212	30.347.000	2%	83
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	0	0	0%		0	0%	
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti (170 do 173)	28.546.000	25.294.000	2%	89	28.646.000	2%	113
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti (175 do 177)	0	0	0%		8.136.000	1%	
FINANČNI ODHODKI	28.546.000	25.294.000	2%	89	36.782.000	3%	145
IZID FINANČNEGA POSLOVANJA	-11.308.000	11.201.000	1%	-99	-6.435.000	-1%	-57
POSLOVNI IZID IZ REDNEGA DELOVANJA	25.457.000	37.507.000	3%	147	27.371.000	2%	73
DRUGI PRIHODKI	0	0	0%		0	0%	
DRUGI ODHODKI	0	0	0%		0	0%	
DAVEK IZ DOBIČKA	3.840.000	4.117.000	0%	107	5.145.000	0%	125
ODLOŽENI DAVKI	0	0	0%		0	0%	
ČISTI DOBIČEK OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	21.617.000	33.390.000	3%	154	22.226.000	2%	67

Analiza denarnega toka	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
Število mesecev poslovanja	12	12	12
Čisti poslovni izid obdobja	21.617.000	33.390.000	22.226.000
Amortizacija osnovnih sredstev	11.778.000	12.116.000	14.094.000
Enostavna sredstva za reprodukcijo	33.395.000	45.506.000	36.320.000
Izredni poslovni izid	0	0	0
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0	0	0
Odloženi davki	0	0	0
Usredstveni lastni proizvodi in storitve	0	0	0
Razpoložljiv denarni tok (Net Cash Flow 1)	33.395.000	45.506.000	36.320.000
Neto sprememba v obsegu dolgoročnih rezervacij		-1.596.000	1.767.000
Net Cash Flow	33.395.000	45.506.000	38.087.000

EBITDA KALKULACIJA	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
Čisti poslovni izid obdobja	21.617.000	33.390.000	22.226.000
Izid iz finančnega poslovanja	-11.308.000	11.201.000	-6.435.000
Davki + odloženi davki	3.840.000	4.117.000	5.145.000
Izredni poslovni izid	0	0	0
EBIT	36.765.000	26.306.000	33.806.000
Amortizacija	11.778.000	12.116.000	14.094.000
EBITDA	48.543.000	38.422.000	47.900.000

Vir: Konsolidirano letno poročilo Merkur Group in letno poročilo družb Merkur d.d. in Mersteel d.o.o. za leto 2008, 2009, str. 49.

Priloga 7: Izpolnjen obrazec faze vnosa preteklih računovodskih izkazov za Skupino Merkur

MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE)	letni podatki	letni podatki	letni podatki
Vsi finančni podatki v 1000 EUR	2006	2007	2008
Število mesecev poslovanja v poslovnem letu	12	12	12
Podatki iz izkaza uspeha			
1.Prodaja podjetja (prihodki iz poslovanja):	999.029	1.151.497	1.266.778
2.Odhodki iz poslovanja (materialni stroški...):	815.726	945.142	1.025.398
3.Amortizacija	11.028	11.727	13.398
4.Odpisi	750	688	1.006
5.Finančni prihodki	17.238	36.793	30.308
6.Finančni odhodki	28.546	22.957	36.782
7.Izredni prihodki			39
8.Izredni odhodki			
9.Davki	3.840	4.117	5.142
10.Čisti poslovni izid	21.617	33.390	22.228
Podatki iz bilance stanja - aktiva			
11.Neopredmetena osnovna sredstva	7.926	2.611	70.418
12.Opredmetena osnovna sredstva	213.654	252.318	302.822
13.Naložbene nepremičnine	14.043	16.112	17.250
14.Dolgoročne finančne naložbe v tržne vredn. papirje	68.831	182.530	199.890
15.Zaloge	167.559	194.110	208.803
16.Terjatve	223.141	231.633	241.646
17.Kratkoročne finančne naložbe v tržne vredn. papirje	69.816	85.251	103.276
18.Depoziti pri bankah	0	0	0
19.Denar	10.813	7.310	5.705
Podatki iz bilance stanja - pasiva			
20.Prejeta dolgoročna posojila	91.824	100.864	135.452
21.Druga prejeta dolgoročna posojila (izdane obveznice)	0	0	0
22.Prejeta kratkoročna posojila	218.215	268.677	357.319
23.Dolgoročne leasing pogodbe	0	0	0
24.Kratkoročne leasing pogodbe	0	0	0
25.Kratkoročne poslovne obveznosti (do dobaviteljev):	229.209	235.417	266.869

Vir: Obrazec za izračun kazalnika sposobnosti zadolževanja (interno gradivo podjetja Hypo Leasing), 2010.

Priloga 8: Finančna analiza Skupine Merkur po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja

Finančna analiza SKUPINE MERKUR:

Finančno analizo poslovanja Skupine Merkur izdelujem glede na javno objavljene konsolidirane računovodske izkaze skupine za obdobje od 2006 do 2008, katere pridobivam iz letnih poročil. Vrednostne sodbe o podjetju so bazirane na javno objavljenih informacij iz letnih poročil in so subjektivno mnenje izdelovalca finančne analize, pri čemer ne uporabljam nobenih notranjih informacij o podjetju ali morebitnem poslovnem odnosu med Skupino Merkur in lizing hišo Hypo Leasing. Pri izdelavi finančne analize se držim zaporedja faz izdelave finančnega poročila s metodologijo kazalnika sposobnosti zadolževanja.

1. FAZA VNOSA PRETEKLIH RAČUNOVODSKIH IZKAZOV

V fazi vnosa preteklih računovodskih izkazov vnašam ekonomske kategorije, kot so definirane v konsolidiranih računovodskih izkazih Skupine Merkur za obdobje 2006 do 2008. Izpolnjen obrazec te faze je viden v Prilogi 7 k diplomskemu delu.

2. FAZA PRILAGODITVE PREUČEVANIH EKONOMSKIH KATEGORIJ

Fazo prilagoditve ekonomskih kategorij Skupine Merkur opravljam glede na določeno zaporedje štirih korakov metodologije izdelave finančnih poročil s kazalnikom sposobnosti zadolževanja. Vse prilagoditve in utemeljitve razlogov za vsebinske/vrednostne spremembe računovodskih kategorij navajam v opisu posameznih korakov.

2.1. OCENA DOLGOROČNE SPOSOBNOSTI GENERIRANJA RAZPOLOŽLJIVEGA DENARNEGA TOKA KOT EDINEGA KONSTANTNEGA VIRA RAZDOLŽEVANJA

OCENA DOLGOROČNE SPOSOBNOSTI PODJETJA ZA GENERIRANJE PROSTEGA DENARNEGA TOKA			
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	letni podatki	letni podatki	letni podatki
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)	2006	2007	2008
Število mesecev v poslovnem letu	12	12	12
čisti poslovni izid	21.617	33.390	22.228
davki	3.840	4.117	5.142
Poslovni izid pred davki	25.457	37.507	27.370
Finančni prihodki	17.238	36.793	30.308
Finančni odhodki	28.546	22.957	36.782
Dobiček iz poslovanja	36.765	23.671	33.844
Amortizacija	11.028	11.727	13.398
Odpisi	750	688	1.006
EBITDA	48.543	36.086	48.248
Vpliv izrednega poslovanja *	0	0	0
EBITDA (ocenjen na letni ravni)	48.543	36.086	48.248
26. Normalizirani EBITDA		40.000	* individualna ocena
27. Normalizirani davki		5.000	* individualna ocena
28. Normalizirani obseg vzdrževalnih investicij (replacement CAPEX)		14.000	* individualna ocena
29. Dolgoročno vzdržni (pričakovani) obseg izplačil dividend na letnem nivoju		5.000	* individualna ocena
30. ZA RAZDOLŽEVANJE RAZPOLOŽLJIVI DENARNI TOK (EBIDA - replacement CAPEX)		16.000	

Dolgoročni nivo za razdolževanje razpoložljivega denarnega toka Skupine Merkur ocenjujem na 16.000 tisoč evrov. Izhodišče zgornje ocene je dolgoročno ocenjeni EBITDA skupine, katerega ocenjujem na 40.000 tisoč evrov, kar relativno pomeni 17% znižanje EBITDA glede na leto 2008.

Pri tem upoštevam padanje kupne moči gospodarstva v času še trajajoče gospodarske recesije, kar bo lahko imelo negativen vpliv na samo realizacijo skupine, saj je realizacija družbe Merkur d.d. (katera je leta 2008 predstavljala 67% celotne realizacije skupine) v 2009 padla za izrednih 41%. Poleg tega pa predpostavljam tudi nižanja marž skupine (in posledično ustvarjenega dobička iz poslovanja ali EBIT), zaradi cenovnih vojn med konkurenti v vseh panogah, kjer skupina deluje.

Davki od dobička kot postavka odtoka denarnih sredstev iz skupine predstavljajo v obdobju 2006 do 2008 konstantno rastočo ekonomsko kategorijo. Glede na oceno padanja prihodnje realizacije in dobičkonosnosti poslovanja skupine normalizirani prihodnji nivo davkov ocenjujem na 5.000 tisoč evrov, kar je zgolj minimalno pod nivojem plačanih davkov v letu 2008. Pri tem predpostavljam tudi, da bo efektivna davčna stopnja v prihodnje ostala primerljiva s tisto iz leta 2008.

Normalizirani nivo prihodnjih nadomestitvenih investicij skupine ocenjujem na 14.000 tisoč evrov, kar je na nivoju obračunane amortizacije v letu 2008. Kot razlog za konstanten obseg vlaganj na nivoju leta 2008 navajam domnevo, da Skupina Merkur zaradi negativnih gospodarskih trendov večjih investicij v dodatne prodajne centre (diviziji Merkur in Big Bang) in proizvodne obrate (divizija Mersteel) v bližnji prihodnosti ne bo izvajala. Poleg tega izpostavljam, da so investicije v dolgoročna sredstva v letu 2008 bile relativno visoke, zato sklepam, da bo bližnja prihodnost skupine zaznamovana z varčevalnimi ukrepi in zamrznitvijo manj nujnih investicij.

Iz letnega poročila Skupine Merkur (2009, str. 50) je razvidno, da je skupina delničarjem leta 2008 namenila 5.114 tisoč evrov dividend, kar je 23% čistega dobička. Iz omenjenega predpostavljam dolgoročno vzdržni nivo izplačila dividend na nivoju 5.000 tisoč evrov letno. Pri tem velja, da je bilo v preteklosti izplačilo dividend delničarjem nujno že zaradi financiranja notranjega odkupa skupine s strani prevzemne družbe Merfin. Ne glede na morebitne lastniške spremembe po zamenjavi uprave skupine menim, da bo zaradi interesov lastnikov izplačilo dividend ostalo vsaj na nivoju zgornje ocene.

2.2 FINANČNE NALOŽBE IN NALOŽBENE NEPREMIČNINE KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA

PREGLED NETO FINANČNE ZADOLŽENOSTI PODJETJA				
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)				
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)				
zadnji razpoložljivi podatki	2006	2007	2008-12	
Prejeta dolgoročna posojila	91.824	100.864	135.452	
Druga prejeta dolgoročna posojila (npr. izdane obveznice)	0	0	0	
Prejeta kratkoročna posojila	218.215	268.677	357.319	
Dolgoročne leasing pogodbe	0	0	0	
Kratkoročne leasing pogodbe	0	0	0	
SKUPAJ PREJETA POSOJILA IN LEASING POGODBE:	310.039	369.541	492.771	
31. Kratkoročne finančne naložbe v tržne vrednostne papirje *	69.816	85.251	51.638	* individualna ocena
32. Dolgoročne finančne naložbe v tržne vredn. papirje *	68.831	182.530	113.081	* individualna ocena
33. Naložbene nepremičnine	14.043	16.112	17.250	* individualna ocena
SKUPAJ ZA PRODAJO RAZPOLOŽLJIVA FIN. SRED.	163.503	291.203	181.969	
NETO FINANČNI DOLG (po dezinvestiranju poslovno nepotrebnih finančnih naložb in naložbenih nepremičnin)				
	146.536	85.648	310.802	

Kratkoročne finančne naložbe skupine so konec leta 2008 znašale 103.276 tisoč evrov, po

pojasnilih iz letnega poročila skupine pa gre večinoma za dana kratkoročna posojila povezanih podjetjem skupine, ki so v bilancah ovrednotena po pošteni vrednosti (kar je pri posojilih odplačna vrednost). Ker so to kratkoročna dana posojila povezanim podjetjem predpostavljam, da so zavarovana zgolj z menicami. Zaradi poslabšanja poslovanja skupine v luči splošne gospodarske recesije v 2009 in 2010 predpostavljam, da lahko prejemniki teh kratkoročnih posojil na kratek rok vrnejo zgolj 50% prejetih posojil ovrednotenih v bilancah. Kratkoročne finančne naložbe skupine kot vire enkratnega zadolževanja po tujih virih posledično ocenjujem na 51.638 tisoč evrov.

Dolgoročne finančne naložbe skupine so bile v bilancah konec leta 2008 ovrednotene na 200.279 tisoč evrov, pri čemer od tega zneska skupina vrednoti kot finančne naložbe razpoložljive za prodajo 195.016 tisoč evrov (2009, str. 86). Ocena dejanske prodajne vrednosti teh kapitalskih deležev je sicer zelo subjektivna, saj se od vseh v tabeli naštetih podjetij na borzi nahaja zgolj delnica Save d.d., kar omogoča objektivno določitev tržne vrednosti naložbe. Glede na razmerje med knjigovodsko vrednostjo naložbe v Savo d.d. (v bilancah je delnica Save d.d. vrednotena po 253 €) in trenutnim enotnim tečajem delnice na slovenski borzi (27.7.2010 je enotni tečaj znašal 172 €) zaključujem, da so knjigovodske vrednosti delnic v bilancah skupine precenjene. Za stopnjo precenjenosti predpostavljam razmerje med tržno vrednostjo delnic Save in njeno knjigovodsko vrednostjo v knjigah Skupine Merkur, ki kot omenjeno znaša 68%. Glede na lastniške in strateške povezave med podjetjem Sava d.d. in Skupino Merkur predpostavljam, da omenjeni delež ni na prodaj, saj je Sava d.d. druga največja lastnica Skupine Merkur. Za kapitalske naložbe v ostala podjetja ugotavljam, da so glede na trenutno finančno stanje skupine Merkur kratkoročno na prodaj, pri čemer bom njihovo dejansko prodajno vrednost ocenil kot knjigovodsko vrednost ponderirano s 0,68. Glede na navedeno ocenjujem dejansko sposobnost skupine za razdolževanje iz naslova dolgoročnih finančnih naložb na 113.081 tisoč evrov.

Vsebinsko se dolgoročne finančne naložbe nanašajo večinoma na kapitalske deleže v podjetja, katerih računovodsko in dejansko prodajno vrednost lastniških vložkov ocenjujem glede na podatke iz letnega poročila skupine (2009, str. 89) kot:

Naložba	Knjigovodska vrednost naložbe (v 1.000 evrih)	Knjigovodska vrednost delnice (v evrih)	Število delnic	Naložba dejansko razpoložljiva za prodajo	Dejanska prodajna vrednost (v 1.000 evrih)
Gorenjska banka d.d.	131.421	3.050	43.089	Da	89.366
Perutnina Ptuj d.d.	20.000	186	1.111.111	Da	13.600
Cimos Koper d.d.	14.875	13	1.146.390	Da	10.115
Sava d.d., Kranj	10.508	253	41.500	Ne	-
Skupaj	176.804	-	-	-	113.0812

Konec leta 2008 je skupina imela v lasti za 17.250 tisoč evrov naložbenih nepremičnin, katerih skupina ne potrebuje za poslovanje, ampak so namenjene ustvarjanju kapitalskih donosov. Glede na podatke iz letnega poročila so v bilancah skupine ovrednotene po pošteni vrednosti (približek tržni vrednosti). Glede na trenutno slabše poslovanje skupine predvidevam, da se bo skupina poskušala dezinvestirati po naložbenih nepremičninah, pri čemer za izračun neto finančne zadolženosti upoštevam, da je vrednost ob prodaji enaka knjigovodski, torej 17.250 tisoč evrov .

2.3 PRILAGODITEV OBRATNEGA KAPITALA KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA

VPLIV SPREMENB V PRILAGOJENEM OBRATNEM KAPITALU			
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	letni podatki	letni podatki	letni podatki
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)	2006	2007	2008
Število mesecev v poslovnem letu	12	12	12
Zaloge	167.559	194.110	208.803
Terjatve	223.141	231.633	241.646
Prilagojena kratkoročna sredstva	390.700	425.743	450.449
Kratkoročne poslovne obveznosti (do dobaviteljev):	229.209	235.417	266.869
Prilagojene kratkoročne obveznosti	229.209	235.417	266.869
PRILAGOJENI OBRATNI KAPITAL	161.491	190.326	183.580
sprememba v obsegu prilagojenega obratnega kapitala	161.491	28.835	-6.746
Obrat zalog v dnevih	75	75	74
Obrat terjatev v dnevih	82	73	70
Obrat kratkoročnih poslovnih obveznosti v dnevih	103	91	95
34. Targetirani (dejansko dosegljiv) obrat zalog v dnevih			75 * individualna ocena
35. Targetirani (dejansko dosegljiv) obrat terjatev v dnevih			80 * individualna ocena
36. Targetirani (dejansko dosegljiv) obrat kratk. poslovnih obveznosti v dnevih			120 * individualna ocena
Targetirana sprememba v obsegu zalog		97	1.895
Targetirana sprememba v obsegu terjatev		20.750	36.004
Targetirana sprememba v obsegu kratk. poslovnih obveznosti		75.315	70.248
Targetirana (dejansko dosegljiva) vrednost obsega prilagojenega obratnega kapitala		-54.467	-32.349

Dejanski potencial Skupine Merkur za enkratno razdolževanje s prilagoditvijo obratnega kapitala ocenjujem na 32.349 tisoč evrov in je v celoti vezan na prilagoditev obrata poslovnih obveznosti skupine do svojih dobaviteljev. Prilagoditev obraza zalog po mojem mnenju ne skriva potenciala za razdolževanja, ocena prihodnjega obrata terjatev do kupcev pa nasprotno potrebo skupine po tujih virih financiranja zgolj povečuje. Natančnejše utemeljitve prilagam v nadaljevanju.

Pri obratu zalog je vidno, da so v obdobju med 2006 in 2008 dnevi obrata zalog skupine zelo konstantni na nivoju približno 75 dni. Ne glede na napoved padanja realizacije skupine zaradi splošne gospodarske recesije predpostavljam, da bodo tudi v prihodnje dnevi obrata zalog ostali na ravni 75 dni. Večjih zmožnosti za razdolževanje skupina pri prilagoditvi obrata zalog nima.

Dnevi obrata terjatev do kupcev so v letih od 2006 do 2008 konstantno padali. V luči gospodarske recesije in padanja splošne plačilne discipline glavnih kupcev pa pričakujem, da se bodo dnevi obrata terjatev skupine do kupcev povišali. Dnevi vezave poslovnih terjatev v dejavnosti divizije Merkur so se namreč v 2009 v povprečju povišali na 111 dni ali za 24% glede na stanje v panogi v letu 2008. Pri tem opozarjam, da je na divizijo Merkur vezano 67% celotne realizacije Skupine Merkur. Glede na navedeno ocenjujem, da bodo v kratkoročni prihodnosti dnevi vezave terjatev do kupcev znašali 80 dni, kar je 10 dnevni prirast glede na leto 2008. Skupina se bo namreč na padanje

plačilne discipline kupcev odzvala z krajšimi pogodbeno določenimi plačilnimi roki in aktivnejšo izterjavo dolžnikov, vendar se s tem negativnih trendom lahko le deloma izognejo. Zmožnosti za razdolževanje po tujih virih financiranja z prilagoditvijo obrata terjatev do kupcev torej skupina nima. Ocenjeno podaljšanje povprečnih plačilnih rokov kupcev skupine bo v prihodnosti potrebo po tujih finančnih virih zgolj povišalo.

Glede na velikost Skupine Merkur in položaj skupine v slovenskem gospodarskem prostoru ugotavljam, da je skupina izkazuje zelo močen pogajalski položaj do svojih dobaviteljev. Omenjeno pozicijo moči lahko skupina izkorišča z podaljšanjem svojim plačilnih rokov do svojih dobaviteljev, kar se je dejansko že dogodilo. Po javno dostopnih informacijah naj bi skupina namreč v 2010 svoje plačilne roke do dobaviteljev že povišala na 120 ali celo 180 dni. S tem se je skupina namreč odzvala na podaljšanje plačilnih rokov svojih kupcev, zaradi potreb po likvidnosti pa je svoje plačilne roke dobaviteljem glede na plačilne roke kupcev podaljšala nadproporcionalno. Pri oceni prilagoditve obratnega kapitala kot možnosti za razdolževanje po tujih virih financiranja upoštevam povišanje plačilnih rokov skupine na 120 dni, kar je 25 dnevno povišanje glede na leto 2008. V podaljšanju povprečnih plačilnih rokov do dobaviteljev se glede na izračune skriva največji potencial skupine za razdolževanje po tujih virih financiranja z prilagoditvijo obratnega kapitala, kar večinoma izhaja iz pozicije moči Skupine Merkur do nekaterih svojih dobaviteljev.

2.4 SPREMEMBA UČINKOVITOSTI STALNIH SREDSTEV KOT ENKRATNI VIR RAZDOLŽEVANJA

UČINKOVITOST STALNIH SREDSTEV			
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	letni podatki	letni podatki	letni podatki
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)	2006	2007	2008
Število mesecev v poslovnem letu	12	12	12
Neopredmetena osnovna sredstva	7.926	2.611	70.418
Opredmetena osnovna sredstva	213.654	252.318	302.822
Dolgoročna sredstva (brez finančnih naložb,...)	221.580	254.929	373.240
Prodaja podjetja (prihodki iz poslovanja):	999.029	1.151.497	1.266.778
Obrat dolgoročnih sredstev	4,5	4,5	3,4
Optimum obrata dolgoročnih sredstev:		4,5	
37. Targetirani (dolgoročno dosegljivi) obrat dolgoročnih sredstev:		3,4	* individualna ocena
Targetirani obseg dolgoročnih sredstev:		372.582	
Potrebne dodatne investicije v dolg. sredstva / možnosti dezinvestiranja		-658	

Glede na predpostavko, da hoče Skupina Merkur v prihodnje ohraniti primerljivo poslovanje kot v letu 2008 zaključujem, da optimizacija učinkovitosti stalnih sredstev za skupino ne pomeni realne zmožnosti za razdolževanje po tujih virih financiranja. Obrat dolgoročnih sredstev je namreč padel na 3,4 že v letu 2008, ko je bila realizacija skupine na najvišjem nivoju, kar daje slabe obete za zmožnost razdolževanja iz tega naslova. V luči trajajoče gospodarske recesije in posledičnega padca realizacije Skupine Merkur se bo obrat dolgoročnih sredstev po mojem mnenju zgolj dodatno zniževal, kar bi po metodologiji izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja pomenilo dodatno potrebo po tujih virih financiranja, vendar pa tega scenarija za potrebe tokratne finančne analize ne bom upošteval. Za tokratno analizo sem upošteval, da bo obrat dolgoročni sredstev v prihodnje ostal na nivoju iz leta 2008, torej 3,4.

2.5 PREGLED KONČNE NETO ZADOLŽENOSTI PO UPOŠTEVANJU ENKRATNIH VIROV RAZDOLŽEVANJA

PRILAGODITEV NETO FINANČNEGA DOLGA ZA TARGETIRANO (DEJANSKO DOSEGLJIVO) SPREMEMBO OBSEGA PRILAGOJENEGA OBRATNEGA KAPITALA	
SKUPAJ PREJETA POSOJILA IN LEASING POGODBE:	492.771
Dezinvestiranje poslovno nepotrebnih finančnih naložb:	-164.719
Dezinvestiranje iz naslova odprodaje naložbenih nepremičnin (poslovno nepotrebno premoženje):	-17.250
Vpliv sprememb v prilagojenem obratnem kapitalu (adjusted working capital changes delta):	-32.349
Vpliv sprememb v prilagojenem obsegu stalnih sredstev (asset efficiency):	-658
Celoten obseg dolga, za katerega ocenjujemo, da je lahko poplačan iz naslova odprodaje poslovno nepotrebnih finančnih naložb, poslovno nepotrebnih nepremičnin, optimizacije obratnega kapitala in izboljšanja učinkovitosti stalnih sredstev:	-214.976
38. NETO FINANČNI DOLG (PO DEZINVESTIRANJU IZ POSLOVNO NEPOTREBNIH NALOŽB, ODPRODAJE NALOŽBENIH NEPREMIČNIN, OPTIMIZACIJI OBRATNEGA KAPITALA IN OPTIMIZACIJI STALNIH SREDSTEV (= Ocena dejansko potrebnega dolga, ki ga je potrebno pokriti z denarnimi tokovi):	277.795

Glede na opravljene prilagoditve ekonomskih kategorij Skupine Merkur v fazi prilagoditve izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja zaključujem, da znašajo tuji viri financiranja, po katerem se lahko skupina razdolžuje zgolj iz naslova ustvarjenega za razdolževanje razpoložljivega denarnega toka, 277.795 tisoč evrov. Omenjeno vrednost predpostavljam za neto finančni dolg skupine.

Od celotnega dolga, ki je konec leta 2008 znašal 492.771 tisoč evrov, se lahko skupina po moji oceni enkratno razdolži iz odprodaje kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložb (prodajivo vrednost ocenjujem na 164.719 tisoč evrov) in naložbenih nepremičnih (prodajivo vrednost ocenjujem na 17.250 tisoč evrov), z optimizacijo obratnega kapitala pa lahko skupina doseže enkratno razdolževanje v ocenjeni višini 32.349 tisoč evrov. Zmožnost razdolževanja iz naslova prilagoditve učinkovitosti stalnih sredstev je moji oceni minimalna.

3. FAZA KONČNEGA IZRAČUNA

KONČNI IZRAČUN:	
A.) Sedanja vrednost neto finančnega dolga (po optimiziranju in dezinvestiranju) (PV):	277,795
B.) Končna vrednost neto finančnega dolga (FV):	0
C.) Povprečna obrestna mera (i):	4.00% *individualna ocena
D.) Za razdolževanje razpoložljivi denarni tok (PMT):	16,000
E.) Potrebno število let (za servisiranje svojih finančnih obveznosti) (NPER):	30.2
<hr/>	
MERKUR D.D. (KONSOLIDIRANE BILANCE SKUPINE)	F.) SPOSOBNOST ZADOLŽEVANJA 96,033
Vsi podatki so v 1.000 EUR EUR (1000 EUR)	G.) ZGORNJA MEJA FINANCIRANJA 177,894

Kot zadnji parameter kazalnika sposobnosti zadolževanja Skupine Merkur ocenjujem povprečno efektivno obrestno mero, ki jo podjetje plačuje ta tuje vire financiranja, na 4% letno. Omenjeno oceno povprečne obrestne mere utemeljujem s tem, da je skupina do konca leta 2008 izkazovala izredno dobre poslovne rezultate, zato so bile dogovorjene marže tujih financerjev skupine relativno nizke. Poleg tega je v zadnjem letu obrestna mera EURIBOR na rekordno nizki ravni,

bojazen za njegovo hitro povišanje pa je v luči trenutne gospodarske recesije nerealna. Povprečna efektivna obrestna mera 4% se mi zdi glede na navedena dejstva realna ocena prihodnjih stroškov, ki jih skupina plačuje za najete tuje vire financiranja.

Glede na ocenjene parametre izračuna kazalnika sposobnosti zadolževanja za Skupino Merkur zaključujem, da se je skupina po celotnem neto finančnem dolgu sposobna razdolžiti v 30,2 letih. Glede na enake parametre sem sposobnost zadolževanja skupine vrednostno ocenil na 96.033 tisoč evrov (prvovrstnega dolga skupine), zgornjo mejo zadolževanja skupine pa na 177.894 tisoč evrov.

ZAKLJUČEK FINANČNE ANALIZE:

SPOSOBNOST ZADOLŽEVANJA	96.033
Sposobnost dodatnega zadolževanja v prvovrstnem dolgu	-181.762
ZGORNJA MEJA FINANCIRANJA	177.894
Sposobnost dodatnega zadolževanja v podrejenem dolgu	-99.901

Glede na zgoraj navedeno finančno analizo računovodskih izkazov Skupine Merkur s kazalnikom sposobnosti zadolževanja zaključujem, da Skupina Merkur, kljub relativno dobri bilančni sliki konec leta 2008, izkazuje slabo sposobnost dodatnega zadolževanja. Moja ocena neto finančnega dolga, po katerem se lahko skupina razdolžuje zgolj iz naslova za razdolževanje razpoložljivega denarnega toka (angl. *EBITDA less replacement CAPEX*), namreč visoko presega ocenjeno zmožnost zadolževanja skupine tako v prvovrstnem kot tudi podrejenem dolgu. Vsebinsko omenjena ugotovitev pomeni, da bi tuji financerji ob vsakem dodatnem financiranju skupine dejansko financirali kapital skupine, kar v splošnem pomeni prevzemanje izredno visokega kreditnega tveganja, katerega naj bi nosili lastniki skupine in ne tuji financerji. Dodatno financiranje Skupine Merkur glede na oceno kreditnega tveganja financiranja po metodologiji kazalnika sposobnosti zadolževanja posledično v splošnem odsvetujem, pogojno pa ga priporočam zgolj ob ustreznem statičnem zavarovanju in primerno visoki obrestni marži.