

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

**ANALIZA USPEŠNOSTI POSLOVANJA DRUŽBE PETROL,  
D.D., LJUBLJANA**

Ljubljana, junij 2004

ALJOŠA IPAVIC

## **IZJAVA**

Študent Aljoša Ipavic izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Slavke Kavčič in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1 UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2 ANALIZA PODJETJA</b> .....	<b>3</b>
2.1 PODJETJE KOT POSLOVNI SISTEM IN RAČUNOVODSTVO KOT DEL INFORMACIJSKEGA SISTEMA .....	3
2.2 ANALIZA POSLOVANJA IN OPREDELITEV RAČUNOVODSKEGA ANALIZIRANJA .....	4
2.3 MODELI ZA PRESOJANJE USPEŠNOSTI POSLOVANJA .....	5
<b>3 MODELI PRESOJANJA USPEŠNOSTI POSLOVANJA</b> .....	<b>6</b>
3.1 RAČUNOVODSKI MODEL .....	7
3.1.1 <i>Temeljna izhodišča</i> .....	7
3.1.2 <i>Računovodski kazalniki</i> .....	7
3.1.3 <i>Informacijska vrednost računovodskih kazalnikov</i> .....	8
3.1.4 <i>Uskupinjevanje računovodskih kazalnikov</i> .....	11
3.1.5 <i>Kazalniki za presojanje uspešnosti poslovanja z računovodskim modelom</i> .....	13
3.1.6 <i>Kritika računovodskega modela</i> .....	23
3.2 EKONOMSKI MODEL .....	23
3.2.1 <i>Osnovna izhodišča</i> .....	23
3.2.2 <i>Kazalniki za presojanje uspešnosti poslovanja z ekonomskim modelom</i> .....	24
3.2.3 <i>Kritika ekonomskega modela</i> .....	34
3.3 URAVNOTEŽENI SISTEM KAZALNIKOV USPEŠNOSTI (BSC) .....	35
3.3.1 <i>Osnovni vidiki uravnoveženega sistema kazalnikov uspešnosti</i> .....	35
3.3.2 <i>Vpeljava uravnoveženega sistema kazalnikov uspešnosti</i> .....	37
3.3.3 <i>Izbira ustreznih kazalnikov</i> .....	37
3.3.4 <i>Prednosti in slabosti</i> .....	38
<b>4 ANALIZA USPEŠNOSTI POSLOVANJA DRUŽBE PETROL, D.D., LJUBLJANA Z RAČUNOVODSKIMI KAZALNIKI</b> .....	<b>39</b>
4.1 PREDSTAVITEV DRUŽBE PETROL, D.D., LJUBLJANA .....	39
4.2 KAZALNIKI RAČUNOVODSKEGA MODELA .....	40
4.2.1 <i>Kazalniki stanja financiranja</i> .....	40
4.2.2 <i>Kazalniki stanja investiranja</i> .....	40
4.2.3 <i>Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja</i> .....	41
4.2.4 <i>Kazalniki obračanja in dnevi vezave</i> .....	42
4.2.5 <i>Kazalniki gospodarnosti</i> .....	42
4.2.6 <i>Kazalniki dobičkonosnosti</i> .....	43
4.3 KAZALNIKI EKONOMSKEGA MODELA .....	43
4.3.1 <i>Tržna dodana vrednost</i> .....	43
4.3.2 <i>Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih</i> .....	44
4.3.3 <i>Neto operativni obratni kapital in investirani kapital</i> .....	44
4.3.4 <i>Tržni kazalniki</i> .....	45
<b>5 SKLEP</b> .....	<b>46</b>

<b>LITERATURA .....</b>	<b>47</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>49</b>
<b>PRILOGE</b>	

# 1 UVOD

Podjetje je osnovna gospodarska celica, ki ustvarja poslovne učinke v obliki proizvodov in storitev. Pri svojem poslovanju podjetja zasledujejo določen namen ali cilj. Cilji, ki jim vodstva podjetij sledijo, so: maksimiranje dobička, maksimiranje tržnega deleža, maksimiranje prodaje ali pa kakšnemu drugemu cilju. Temeljni cilj poslovanja vsakega podjetja pa predstavlja dolgoročna maksimizacija tržne vrednosti podjetja oziroma povečanje vrednosti podjetja za njegove lastnike. Poslovanje podjetja se redko odvija po planu, ki si ga je načrtalo podjetje, zaradi tega pa prihaja do odstopanj od zelenega plana.

Naloga računovodstva je, da spremlja poslovne dogodke podjetja, jih evidentira in na podlagi evidenc pripravi temeljna računovodska poročila. Različni uporabniki računovodskih informacij potrebujejo za svoje odločitve različne informacije, zato je računovodstvo opredeljeno kot jezik, s katerim prenašamo ekonomske informacije tistim, ki se zanje zanimajo. Učinkovito orodje za sprejemanje poslovnih odločitev pa je lahko le smotrno grajen računovodski sestav. Delimo ga na računovodsko predračunavanje, računovodsko obračunavanje, računovodsko nadziranje ter računovodsko proučevanje.

Podjetja poslujejo v stalno spreminjajočem se in konkurenčnem okolju, v katerem se srečujejo s številnimi izzivi, ki zahtevajo hitre in preudarne reakcije, te pa morajo zagotoviti uspešnost poslovanja in dolgoročno preživetje podjetja. Z analizo poslovanja želi tako podjetje spoznati poslovanje, ugotoviti probleme in morebitne rezerve pri poslovanju, spoznati dejavnike, ki določajo uspešnost oziroma neuspešnost poslovanja, ter na osnovi izsledkov analize sprejeti ustrezne ukrepe za izboljšanje uspešnosti poslovanja. Namen vsake analize poslovanja je, da z določenim postopkom pridemo do ocenitve poslovanja, ki nam pokaže boljše ali slabše poslovanje v določenem obdobju.

Predmet analize diplomskega dela je družba Petrol, d.d., Ljubljana in analiza njene uspešnosti poslovanja z računovodskimi kazalniki. Analiza se nanaša na poslovanje podjetja v letih 2002 in 2003. Ker želim pri analizi uporabiti podatke iz letnih poročil, ki so bila narejena že po novih slovenskih računovodskih standardih (v nadaljevanju SRS), uporabljam podatke iz leta 2002 in 2003, saj so se novi SRS začeli uporabljati v letu 2002.

Namen analize poslovanja z računovodskimi kazalniki, ki jo bom opravil za omenjeno podjetje, je s primerjanjem računovodskih kazalnikov podjetja v dveh poslovnih letih oceniti, v katerem obdobju je podjetje poslovalo uspešneje.

Cilj diplomskega dela pa je ugotoviti oziroma s pomočjo računovodskih kazalnikov analizirati uspešnost poslovanja družbe Petrol, d.d., Ljubljana kot obvladujoče družbe.

Diplomsko delo je vsebinsko razdeljeno na dva dela. V prvem, teoretičnem delu, predstavljam tri modele presojanja uspešnosti poslovanja, in sicer računovodski model, ekonomski model in uravnoteženi sistem kazalnikov. V drugem, praktičnem delu, analiziram oziroma presojam

uspešnost poslovanja podjetja Petrol, d.d. na podlagi računovodskih kazalnikov, ki so razloženi v prvem delu.

Diplomsko delo ima poleg uvoda še tri poglavja:

V prvem poglavju diplomske naloge predstavljam podjetje kot poslovni sistem, vlogo informacijskega sistema v podjetju, analizo poslovanja ter opredeljujem računovodsko analizo. Sledi še nekaj ugotovitev o uspešnosti poslovanja in modelih za presojanje uspešnosti poslovanja.

V drugem poglavju je predstavljen računovodski model, vključno s kazalniki za presojanje uspešnosti poslovanja in kritika računovodskega modela. Sledi predstavitev ekonomskega modela s kazalniki in kritika ekonomskega modela. Na koncu drugega poglavja pa je predstavljen uravnoteženi sistem kazalnikov, vpeljava, izbira ustreznih kazalnikov ter prednosti in slabosti.

V tretjem poglavju je na kratko opisano podjetje Petrol, d.d, Ljubljana. Nadaljevanje poglavja pa je namenjeno praktičnemu delu oziroma analizi poslovanja podjetja Petrol, d.d., Ljubljana na podlagi računovodskih kazalnikov, predstavljenih v drugem poglavju. Računovodski podatki podjetja Petrol, d.d. so črpani iz letnih poročil omenjenega podjetja.

Diplomsko delo zaključujejo sklepne ugotovitve.

## **2 ANALIZA PODJETJA**

### **2.1 Podjetje kot poslovni sistem in računovodstvo kot del informacijskega sistema**

Temeljni cilj podjetja je ekonomsko upravičeno delovanje, rast in razvoj. Vsako podjetje je mogoče obravnavati kot celoto med seboj povezanih sestavin, ki omogočajo njegov poslovni proces in pri tem bolj ali manj vplivajo druga na drugo, in tudi kot enoto, obdano z okoljem, ki bolj ali manj vpliva nanj.

Pri opredeljevanju vloge informacijskega sistema v podjetju se pogosto uporablja računovodska opredelitev, ki podjetje pojmuje kot poslovni sistem, sestavljen iz izvajalnega, odločevalnega in informacijskega sistema.

Izvajalni podsistem obsega zunanje, vidne dele poslovanja, urejene v temeljna poslovna področja nalog. Deli se na temeljne poslovne funkcije: kadrovske, tehnične, nabavno, proizvodno, prodajno in finančno (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 2003, str. 22).

Odločevalni je tisti podsistem poslovnega sistema, katerega vsebina je odločanje o vseh tistih dejavnostih, ki jih vsebuje na zunaj vidni poslovni proces. To odločanje pa je sestavni del treh odločevalnih funkcij: funkcije načrtovanja, funkcije pripravljanja izvajanja in funkcije nadziranja (Turk, Melavc, 2001, str. 15).

Da bi lahko odločali o vseh tisti dejavnosti, ki jo vsebuje na zunaj vidni poslovni proces, pa moramo razpolagati z informacijami. Njihovo oblikovanje iz podatkov je naloga informacijskih funkcij, in sicer funkcije obravnavanja podatkov o preteklosti, funkcije obravnavanja podatkov o prihodnosti, funkcije nadziranja obravnavanja podatkov in funkcije analiziranja podatkov (Turk, Melavc, 2001, str. 16).

Računovodstvo je v podjetju servisna dejavnost in je kot tako del informacijskega podsistema. Od njega se zahteva, da tistim, ki si prizadevajo za uspešnost organizacije, pomaga na eni strani sprejemati poslovne odločitve in na drugi ugotoviti, kakšno je gospodarsko in finančno stanje organizacije ter kakšne so možnosti bodočega razvoja organizacije. Zato je računovodstvo opredeljeno kot jezik, v katerem prenašamo gospodarske in druge informacije tistim, ki se zanje zanimajo. To so ravnateljstvo, delničarji, zaposleni, kreditorji in država. Računovodstvo mora ob najmanjših možnih stroških zagotoviti učinkovite informacije, ki jih potrebujejo različni uporabniki. Koristi informacij naj bodo večje od stroškov za njihovo zbiranje. To je tudi eden izmed razlogov, da se mora računovodstvo osredotočiti na ustrezne informacije, torej na tiste, ki so za uporabnika koristne. Kot koristne so označene le računovodske informacije, ki olajšajo poslovne odločitve. (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 2003, str. 20-21).

## 2.2 Analiza poslovanja in opredelitev računovodskega analiziranja

Analiza poslovanja je dejavnost spoznavanja poslovanja konkretnega podjetja z namenom, da izboljšamo uspešnost tega poslovanja. Celovita analiza poslovanja praviloma ocenjuje vse poslovne prvine in poslovne funkcije. S tem lahko veliko pove o količini in kakovosti virov, s katerimi podjetje razpolaga (Pučko, 2003, str. 125). Na splošno lahko rečemo, da je analiza poslovanja proces spoznavanja poslovanja konkretnega podjetja, ki služi za odločanje o izboljšanju ekonomske uspešnosti poslovanja tega podjetja z vidika uporabnika analize (Pučko, 2004, str. 14).

S pojmom analiza poslovanja se je ukvarjalo že mnogo avtorjev, v njihovem pojmovanju pa lahko opazimo razvoj pomena te besedne zveze. Tako K. Mellowicy vidi bistvo v procesu razsvetljevanja poslovanja, K. Schmaltz v spoznavanju soodvisnosti in razmerij v procesu poslovanja organizacije in J. Viel v razčlenjevanju neke celote na dele in v uvrščanju teh delov v medsebojne zveze, kar naj bi omogočalo ugotavljati pogojenost medsebojne povezanosti vzrokov in učinkov ter ocenjevati analizirani objekt. F. Lipovec je to smer pojasnjevanja še izpopolnil, ko je ponudil razlago celotne analize poslovanja kot procesa spoznavanja poslovanja konkretnega podjetja od priprave na odločanje v podjetju ali njegovih organizacijskih enotah do analize izboljšanja uspešnosti poslovanja s stališča uporabnika analize (Pučko, 2004, str. 8).

Namen analize je na podlagi presoje določenega pojava pripraviti zahtevnejše poslovne informacije, kar uporabniku omogoča spoznavno podlago za sprejemanje poslovnih odločitev (Koletnik, 1997, str. 34).

Analizo poslovanja delimo po treh vidikih (Pučko, 2004, str.10-12):

- **Ekonomski:** ekonomska določenost namena analize poslovanja temelji na samih merilih uspešnosti gospodarjenja v družbeno-ekonomskem sistemu. Le-ta obračajo našo pozornost praviloma v maksimizacijo doseganja cilja gospodarjenja in naprej v maksimiziranje dosežene uspešnosti poslovanja na dolgi rok. Vedenje, ki je s tem v skladu, zahteva, da analiza poslovanja omogoči uresničiti tiste ukrepe v poslovanju konkretnega podjetja, ki bodo upravljalcem omogočili doseči kar največjo uspešnost poslovanja.
- **Organizacijski:** organizacijska določenost namena analize poslovanja vedno znova postavlja zahtevo po vzpostavljanju smotrnih procesov odločanja v podjetju (tu so mišljeni predvsem miselni in izvedbeni proces), saj je ena bistvenih nalog vsake organizacije zagotavljati, da bomo cilje podjetja dosegali na smotrni način. Šele celota organizacijskega procesa, ki se ga da členiti na mnoge podprocese (načrtovanje, vodenje, organiziranje, kontroliranje), vzpostavlja povezavo med procesom analiziranja in doseganjem ekonomske uspešnosti.
- **Uporabniški:** vsaka analiza nastaja na zahtevo nekega uporabnika. Konkretni uporabnik opredeljuje uporabniško določenost namena analize. Kot uporabnik se lahko pojavlja



določeno delovno mesto v podjetju, lahko je to določena organizacijska enota ali pa določen organ oziroma celo upravljalci. Seveda pa spisek uporabnikov s tem ni zaključen.

Računovodsko analiziranje lahko opredelimo kot (Turk, Melavc, 2001, str. 36-37):

- na podlagi primerjave podatkov v računovodskih obračunih in predračunih zasnovano presojanje bonitete;
- oblikovanje predlogov za izboljšave pri poslovnih procesih in stanjih.

Zasnovano je na vrednostno izraženih podatkih in ustvarja sodbo o pozitivnih in negativnih pojavih, o pojavih, ki jih je treba pospeševati ali zavirati itd. Glavno izhodišče računovodskega analiziranja so razpoložljivi računovodski podatki.

Zaradi velikega in splošnega interesa, da podjetje posluje uspešno, je potrebno mere uspešnosti podjetja opredeliti v merljivi obliki, zaradi česar so za analizo poslovanja zaradi svoje merljivosti zelo uporabni finančni kazalci. Le merljiv cilj omogoča uporabnost opredelitve pri odločanju, oblikovanje ustreznih informacij ter nadzor in le realizacijo takega cilja je možno tudi organizacijsko in motivacijsko podpreti (Bergant, 1998, str. 88).

### **2.3 Modeli za presojanje uspešnosti poslovanja**

Težko je govoriti o splošno sprejeti klasifikaciji modelov presojanja uspešnosti poslovanja podjetja, vendar obstajajo okvirne razmejitve med modeli, ki so jih oblikovali posamezni avtorji. Mramor (1999, str. 330) loči tradicionalno in sodobno finančno analizo. Temeljni problem tradicionalne analize, ki se osredotoča na analizo računovodskih izkazov poslovanja, je nejasna oziroma napačna definicija cilja poslovnih odločitev. Ta je ponavadi opredeljen kot maksimiranje dobička oziroma optimiranje plačilne sposobnosti. Problem pa povzroča dejstvo, da sta to dva različna cilja, poleg tega pa zasledovanje teh ciljev ne bo nujno vodilo k maksimiranju tržne vrednosti enote lastniškega kapitala, to je cilju poslovanja z vidika lastnikov.

Na drugi strani je sodobna analiza, ki se dosledno drži cilja maksimiranja premoženja lastnikov. Sloni na finančnih kategorijah pričakovanega denarnega toka, ki so zamenjale računovodski dobiček, in sodobnih konceptih poslovnih financ, kot so koncept sedanje vrednosti, model določanja cen dolgoročnih naložb (ang. Capital Asset Pricing Model – CAPM), teorija vpliva razpršitve finančnih naložb na tveganje premoženja in druge (Mramor, 1999, str. 333).

Bergant (1998, str. 92) meni, da večino obstoječih modelov merjenja uspešnosti podjetja lahko razdelimo v dve skupini, ki imata različni izhodiščni filozofiji:

- modeli, ki poskušajo oblikovati enotno mero uspešnosti, ki izhaja predvsem iz finančnih kategorij in
- modeli, ki poleg finančnih (računovodskih) rezultatov vključujejo tudi druge izide poslovanja podjetja.

Iz različnih klasifikacij modelov lahko povzamemo, da sodobna poslovna okolja narekujejo nekoliko drugačen način merjenja uspešnosti poslovanja, ki je osredotočen predvsem na merjenje finančne uspešnosti.

### **3 MODELI PRESOJANJA USPEŠNOSTI POSLOVANJA**

Tradicionalni način presojanja uspešnosti temelji na računovodskih kazalnikih, izračunanih iz postavk v računovodskih izkazih. Računovodski kazalniki se grupirajo glede na izhodišče v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida ter glede na potrebe po finančnem in gospodarskem načinu presojanja. Slovenski računovodski standardi poznajo naslednje skupine (SRS):

- kazalniki stanja financiranja (vlaganja);
- kazalniki stanja investiranja (naložbenja);
- kazalniki vodoravnega finančnega ustroja;
- kazalniki obračanja;
- kazalniki gospodarnosti;
- kazalniki dobičkonosnosti;
- kazalniki dohodkovnosti.

V teoriji obstajajo številne razvrstitve računovodskih kazalnikov. Tako lahko kazalnike delimo glede na to, o kateri vrsti uspešnosti poslovanja govorimo, na (Duhovnik, 2002, str. 143):

- kazalnike ekonomske uspešnosti poslovanja podjetja (ocena dobičkonosnosti kapitala podjetja služi kot osnova za napovedovanje dobičkonosnosti kapitala v prihodnosti);
- kazalnike finančne uspešnosti poslovanja podjetja (ocena finančne stabilnosti podjetja je kot podlaga za presojo, ali je in ali bo podjetje sposobno poravnati vse svoje obveznosti ob njihovi dospelosti v plačilo in ali bo ob tem sposobno financirati tudi potrebno rast in se prilagajati spremenljivim zahtevam trga).

Naslednja delitev je delitev kazalnikov na tiste, ki se uporabljajo za presojanje uspešnosti poslovanja po računovodskem modelu oziroma po ekonomskem modelu. Delitev je narejena na podlagi različne opredelitve dobička in spremenljivk vrednosti, pri čemer (Ehrbar, 1998, str. 70):

- računovodski model predpostavlja, da je cena delnice odvisna od kombinacije čistega dobička na delnico, rasti dobička in donosa na lastniški kapital; osnovne mere uspešnosti, ki se v tem modelu uporabljajo, so vezane na te kategorije (na primer rast prodaje, rast dobička ali iz računovodskih podatkov izvedeni kazalniki uspešnosti);
- ekonomski model predpostavlja, da investitorje zanimata zgolj dve stvari: denarni tok, ki ga bo podjetje ustvarilo, in tveganje tega denarnega toka.

Računovodski model je bolj usmerjen v analiziranje podatkov preteklega obdobja, ekonomski pa se ukvarja s prihodnostjo, to je z denarnim tokom, ki ga bo podjetje realiziralo v prihodnjih obdobjih.

Bistvena razlika med modeloma je v opredelitvi dobička, namenjenega lastnikom podjetja. Računovodski model se osredotoča na preostali dobiček, ki je na voljo za rezidualne terjatve lastnikov, preden le ti realizirajo kakršenkoli donos. Poimenovan je računovodski dobiček, čisti dobiček ali dobiček. Ekonomski dobiček je dobiček, ki je na voljo lastnikom po tem, ko so le ti že realizirali zahtevan donos, pri čemer se po morebitni razdelitvi tega dobička položaj podjetja, v smislu vrednosti sredstev, ne poslabša v primerjavi s predhodnim obdobjem (Dillon, Owers, 1997, str. 34). Medtem ko ekonomski model pri izračunu dobička upošteva stroške celotnega kapitala, torej lastniškega in dolžniškega, se pri računovodskem modelu upoštevajo le stroški dolžniškega kapitala.

Sodobni način merjenja uspešnosti, za razliko od tradicionalnega, zahteva merjenje na operativni ravni, kar pomeni, da se podatki zajemajo veliko bolj razvejano, podrobno in celovito. Zaradi vse večjih potreb po kakovostnih informacijah o poslovanju podjetja so se začeli razvijati izboljšani modeli za presojanje uspešnosti. Obstoječi modeli, ki temeljijo na računovodskih kategorijah, se dopolnjujejo z nefinančnimi podatki.

V nadaljevanju bolj podrobno razlagam računovodski model, ekonomski model in model oziroma sistem uravnoteženih kazalnikov uspešnosti, ki spada med sodobne modele merjenja uspešnosti.

### **3.1 Računovodski model**

#### **3.1.1 Temeljna izhodišča**

Računovodske kazalnike so začeli uporabljati ob koncu 19. stoletja, in sicer kot sredstvo analize kratkoročne kreditne sposobnosti (Giacomino, Mielke, 1993, str. 55). Od takrat so teoretiki in analitiki razvili mnoge kazalnike, namenjene različnim uporabnikom. Izračunavanje računovodskih kazalnikov je v praksi namreč zelo pogost analitični postopek. V računovodskih izkazih je na voljo zelo veliko podatkov in vsak je sam po sebi neinformativen. Zaradi tega poskušamo vsak posamezen podatek primerjati s kakim drugim podatkom, da bi ga lahko kvalitativno ovrednotili.

Finančna analiza je običajno analiza računovodskih kazalnikov (Turk, 2000, str. 17).

#### **3.1.2 Računovodski kazalniki**

Beseda kazalnik je latinskega izvora in jo razumemo kot znak ali dokaz nekega stanja ali procesa, ki se je ali se bo odvijal v stvarnosti. Slovar slovenskega knjižnega jezika (SSKJ) pa opredeljuje kazalnik kot številčni podatek, ki kaže stanje ali nakazuje razvoj kakega gospodarskega pojava.

Pri računovodskem analiziranju kazalnike pojasnjujemo in oblikujemo na podlagi obračunskih in predračunskih podatkov, ki nudijo ključne informacije o finančnem stanju in

poslovni uspešnosti podjetja. Snovanje kazalnikov je odvisno od vsakokratnih informacijskih potreb analitika in uporabnikov analitskih poročil. S kazalniki lahko prikažemo zapletene procese ter njihova razmerja in sestave na relativno enostaven način. Omogočajo nam hiter in obsežen pregled.

SRS 29 opredeljuje kazalnik kot relativno število, dobljeno s primerjavo dveh velikosti, s spoznavno močjo, ki omogoča oblikovati sodbo o poslovanju podjetja. Glede na naravo primerjanih velikosti razlikujemo indeks, koeficient in stopnjo udeležbe:

- Indeks je relativno število, ki izraža razmerje med istovrstnima velikostma. Pogosto ga pomnožimo s 100, da dobimo odstotni indeks. Če od takega odstotnega indeksa odštejemo 100, izrazimo relativno razliko v odstotkih od velikosti, s katero primerjamo.
- Koeficient je relativno število, ki izraža razmerje med raznovrstnima velikostma. Glede na velikost primerjanih podatkov lahko izračunano razmerje pomnožimo tudi s 100, da dobimo odstotni koeficient. Koeficient je praviloma imenovano število.
- Stopnja udeležbe je relativno število, ki izraža razmerje med dvema istovrstnima velikostma, od katerih se prva nanaša na del in druga na celoto istega pojava. Najpogosteje se stopnja pomnoži s 100, da dobimo odstotno stopnjo udeležbe.

Proces analiziranja se začne z zbiranjem podatkov, ki so izraženi z absolutnimi števili. Analitik potem ta števila preoblikuje v relativna in s tem doseže večjo izrazno vrednost podatkov.

Računovodski kazalniki temeljijo na računovodskih podatkih, katerih izračun je praviloma naloga računovodstva in katerih predstavitev je povezana s pripravo letnega računovodskega poročila, ki pojasnjuje letne računovodske izkaze (Turk et al., 1999, str. 608).

### **3.1.3 Informacijska vrednost računovodskih kazalnikov**

Računovodski kazalniki so namenjeni širokemu krogu uporabnikov informacij o podjetjih, tako za pregled stanja kot tudi za podrobnejšo analizo. Analitiki naj bi izbrali le tiste računovodske kazalnike, s katerimi se najbolj odraža posebnost delovanja podjetja. Pogosto se zgodi, da analitik uporabi primerjalni podatek, ki je sicer na voljo, vendar pa ne izraža primerne cilja. Prav tako analitiki radi uporabljajo podatke o sorodnih pojavih v preteklih obdobjih, ki ne morejo biti vedno pravi kriterij za proučevano obdobje. V takih primerih izbrano sodilo ni učinkovito in nas lahko napoti k napačnemu sklepanju o vzrokih in posledicah odklonov (Koletnik, 1997, str. 113).

Najpreprostejši del analize je zagotovo izračun kazalnika in ugotovitev, ali gre za ugoden oziroma neugoden rezultat. Poleg tega pa nam posamezen kazalnik ne pove veliko, tako da samo izračunavanje in povezovanje kazalnikov ne zadoščata za analizo. Treba je oceniti primernost njihove višine. Do neke mere temu namenu zadoščajo medsebojne primerjave kazalnikov (Duhovnik, 2002, str. 176):

- istega podjetja v različnih obračunskih obdobjih;
- z normativnimi ali načrtovanimi vrednostmi;
- različnih podjetij znotraj iste vrste industrije.

Podobna sodila kot pri Duhovnikovi lahko najdemo tudi pri Koletniku (Koletnik, 1997, str.113):

- enak kazalnik istega podjetja iz preteklih obdobj (sodilo nam daje vpogled, kako je bilo in ne kako bi moralo biti, zato je primerneje uporabljati podatke iz preteklih obdobj le kot podlago za oblikovanje stvarnejših meril);
- enak kazalnik v okolju (gre za primerjavo med kazalnikom proučevanega podjetja ter enakim kazalnikom najboljšega ali najslabšega podjetja v panogi, povprečjem panoge...);
- kombinirane primerjave (hkrati primerjamo in ocenjujemo v časovnem zaporedju med podjetji).

Iz primerjav kazalnikov so razvidne spremembe na koncu poslovnih let, ne pa tudi razlogi zanje. Poleg tega obstaja nevarnost, da analitik spregleda določene izjemne vplive in spremembe, ki so vplivale na izračunano velikost kazalnikov. Zato je treba kazalnike opazovati v več zaporednih obračunskih obdobjih, ker tovrstno opazovanje precej izravna izjemne vplive in spremembe v posameznih obdobjih (Duhovnik, 2002, str. 176).

Splošen problem, ki izhaja iz strokovne literature v povezavi z računovodskimi kazalniki, je, da ni normativov, ki bi označevali optimalno velikost posameznih kazalnikov. Uporaba industrijskega povprečja kot normativa je primerna znotraj posameznih panog, ne pa za medpanožno analizo (Duhovnik, 2002, str.177).

Smiselna primerjava kazalnikov predpostavlja, da (Duhovnik, 2002, str. 177):

- je podatkovna podlaga za izračun kazalnikov oblikovana na primerljivih sodilih;
- so prilagoditve podatkovne podlage za različna obračunska obdobja in različna področja poslovanja medsebojno primerljive.

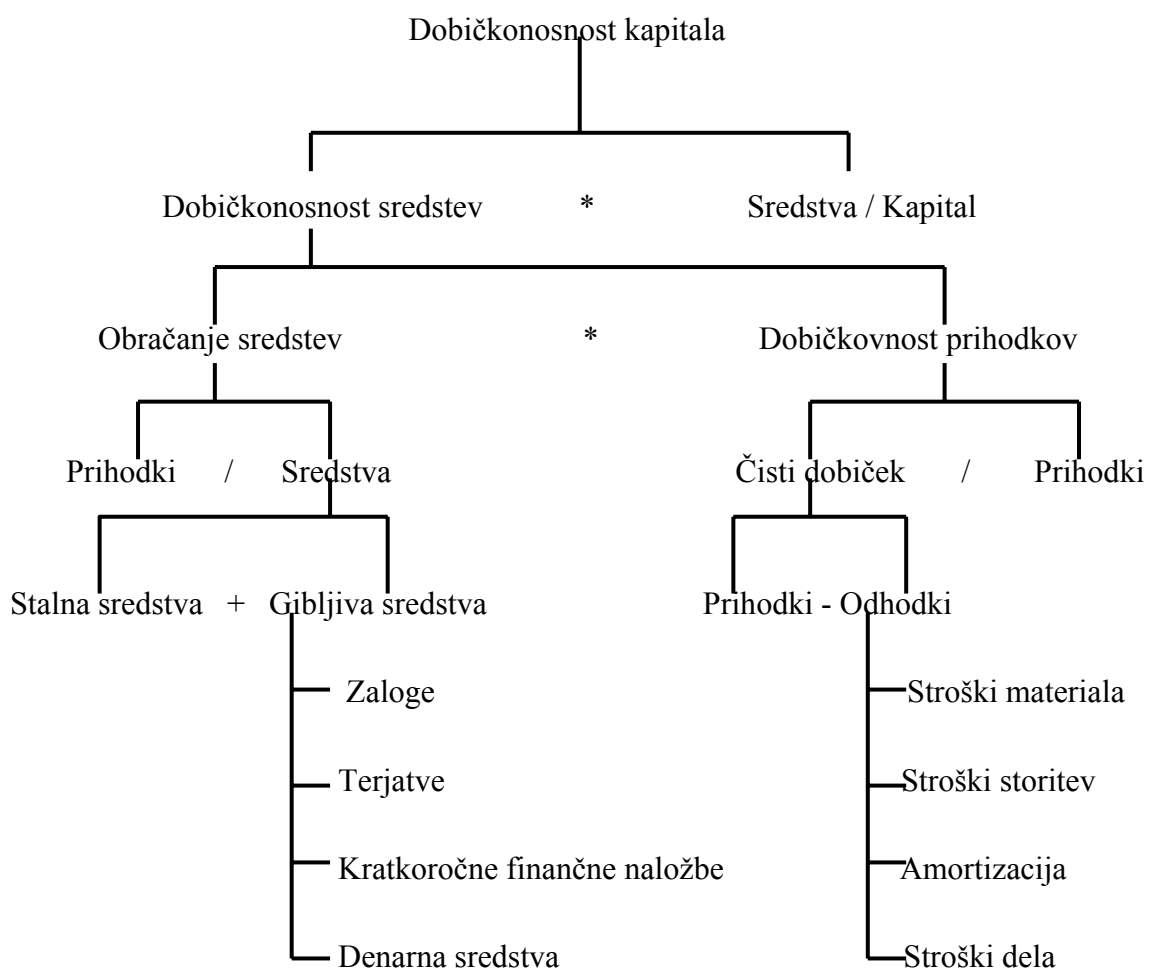
To pomeni, da morata biti medsebojno primerljiva vsebina in vrednotenje posameznih postavk, ki vstopajo v izračune kazalnikov. Prav tako pa je treba posvetiti posebno pozornost tudi tehniki izračunavanja in razlagi dobljenih rezultatov.

Glede na navedene omejitve je očitno, da so kazalniki po eni strani sicer enostavno, po drugi pa zelo zapleteno sredstvo ocenjevanja uspešnosti poslovanja podjetja, ki lahko vodi do sprejemanja napačnih odločitev.

Če želimo bolj natančno pojasnjevati stanje in uspešnost poslovanja, je mogoče uporabiti več različnih kazalnikov hkrati. Te pa je koristno med seboj povezati, saj le na ta način bolje zaznamo njihovo medsebojno vplivanje. Pravilna interpretacija uspešnosti poslovanja podjetja je možna le, če upoštevamo večje število računovodskih kazalnikov, saj gre pri njih za medsebojne odvisnosti, medsebojno dopolnjevanje in pojasnjevanje.

Med najstarejšimi sistemi povezanih kazalnikov je tisti, ki ga je uvedla ameriška družba I. E. Du Pont de Nemours & Company. Ta sistem predstavlja zbir logično povezanih kazalnikov v piramidno obliko z izhodiščnim kazalnikom dobičkonosnost kapitala (ang. Return on Equity - ROE).

Slika 1: Du Pont-ov sistem povezanih kazalnikov



Vir: Koletnik, 1997, str. 50.

Iz Du Pont-ovega sistema povezanih kazalnikov so se razvili drugi sistemi kazalnikov dobičkonosnosti, ki pa niso tako znani in so velikokrat prehitro sklenjeni in premalo metodično pojasnjeni.

### 3.1.4 Uskupinjevanje računovodskih kazalnikov

Glede na vidik obravnave ločimo več vrst kazalnikov. Poslovodstvo se običajno osredotoča na uporabo le nekaterih kazalnikov, predvsem tistih, ki zadevajo prodajo in proizvodnjo, a to seveda ni dovolj. Za uspešno vodenje podjetja mora poslovodstvo poznati vse kazalnike, njihovo izrazno moč ter njihov vpliv na finančno in gospodarsko uspešnost podjetja.

V SRS 29 in 30 najdemo kazalnike, ki so obravnavani s stališča vseh uporabnikov. Med njimi je tudi nekaj takih, ki deležnikom podjetja povedo, ali se s podjetjem spleča sodelovati ali ne.

Uporabnike lahko delimo na:

- notranje uporabnike, med katere sodijo:
  - izvajalci posameznih nalog v podjetju, ki morajo odločati o podrobnostih izvajanja;
  - poslovodstvo v podjetju od najnižje ravni do uprave;
  - upravljalni in nadzorni organi v podjetju;
  - zaposleni v podjetju, ki se zanimajo za čisto dobičkonosnost poslovanja in stopnjo lastne udeležbe v dobičku, s tem pa možnosti zaslužkov in socialnih prejemkov ter dolgoročne možnosti za zaposlitev in kakovost uprave.

Prve tri skupine predstavljajo poglobitve uporabnike računovodskih informacij o sprotni in končni plačilni sposobnosti, finančnem položaju podjetja in o dobičkonosnosti poslovanja, razčlenjene po sestavinah.

- zunanje uporabnike računovodskih informacij:
  - lastniki podjetja, ki niso člani njegovih upravljalnih in/ali nadzornih organov, se zanimajo za velikost in ustaljenost donosa v obliki dividend ali deležev v čistem dobičku, politiko delitve čistega dobička, dolgoročno čisto dobičkonosnost podjetja in kakovost uprave;
  - posojilodajalci: zanima jih predvsem sposobnost podjetja za redno odplačevanje posojil in v zvezi s tem dolgoročno dobičkonosnost sredstev, sprotna plačilna sposobnost, finančni položaj ter kakovost uprave;
  - dobavitelji so zainteresirani za informacije o dolgoročni dobičkonosnosti sredstev in kakovosti uprave, seveda če igrajo vlogo dajalca dolgoročnih kreditov;
  - kupci so interesna skupina, ki se zanima predvsem za dolgoročno dobičkonosnost sredstev in s tem za možnost ohranjanja ustaljenega poslovanja, finančni položaj ter kakovost uprave;
  - država se zanima za razmeščenost dejavnikov, tudi zaposlencev, in uživanje posebnih pravic zaradi monopolnega položaja ali naravne rente, kar je povezano z uvajanjem dajatev;
  - konkurenti: zanje je računovodsko informiranje zanimivo iz dveh nasprotujočih si razlogov, in sicer da bi ugotovili, kolikšna je možnost, da kupijo podjetje, in kolikšna je možnost, da podjetje kupi njih;

- javnost: predvsem v kraju, v katerem podjetje deluje, želi iz računovodskih informacij ugotoviti, ali podjetje ogroža človekovo okolje, in če ga, kako to ogrožanje omejiti ali preprečiti, ter kakšne so gospodarske in finančne možnosti podjetja za pomoč pri reševanju krajevnih problemov in v zvezi z zaposlovanjem. Zaradi tega javnost zanimata predvsem dobičkonosnost poslovanja in finančni položaj podjetja.

Podobno kot SRS 29 in 30 obravnava računovodske kazalnike z vidika uporabnikov tudi Helfert. Pomembnost posameznih kazalnikov v odvisnosti od uporabnikov je nazorno razdelil. Prikazuje jih tabela 1 (Helfert, 1991, str. 84).

Tabela 1: Finančni kazalci, razdeljeni po uporabnikih

<b>POSLOVODSTVO</b>	<b>LASTNIKI</b>	<b>UPNIKI</b>
<b>Analiza poslovanja</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• stroški prodaje</li> <li>• stopnja čiste dobičkovnosti prihodkov od prodaje</li> <li>• delež raznih stroškov v prodaji (npr. stroški za reklamo, stroški raziskav itd.)</li> <li>• analiza vpliva spremenljivih in stalnih stroškov</li> </ul>	<b>Dobičkonosnost</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• koeficient čiste dobičkonosnosti osnovnega kapitala</li> <li>• dobiček na delnico</li> </ul>	<b>Plačilna sposobnost</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• kratkoročni koeficient</li> <li>• pospešeni koeficient</li> <li>• analiza oblike denarnega toka</li> </ul>
<b>Obvladovanje sredstev</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• koeficient obračanja sredstev</li> <li>• koeficient obračanja zalog</li> <li>• koeficient obračanja terjatev do kupcev</li> <li>• produktivnost</li> </ul>	<b>Razpolaganje z zaslužkom</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• dividenda na delnico</li> <li>• kapitalski donos na delnico</li> <li>• razmerje med ceno delnice in zaslužkom na delnico</li> <li>• prispevek za kritje izplačila dividend</li> </ul>	<b>Finančni vzvod</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• stopnja dolžniškosti financiranja</li> <li>• koeficient dolgovno-kapitalskega razmerja</li> </ul>
<b>Dobičkonosnost</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• koeficient dobičkonosnosti sredstev</li> <li>• koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev</li> </ul>	<b>Tržni kazalci</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• razmerje med ceno delnice in zaslužkom na delnico</li> <li>• razmerje med tržno in knjižno vrednostjo delnice</li> </ul>	<b>Obvladovanje dolgov</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• mnogokratnik stroškov obresti</li> <li>• analiza denarnih tokov</li> </ul>

Vir: Helfert, Techniques of financial analysis, 1991, str. 84.



### 3.1.5 Kazalniki za presojanje uspešnosti poslovanja z računovodskim modelom

#### 3.1.5.1 Kazalniki stanja financiranja

Kazalniki stanja financiranja so usmerjeni v analizo financiranja podjetja. Pri teh kazalnikih izhajamo iz podatkov na pasivni strani bilance stanja, pri čemer nas zanima delež kapitala, dolgovi in časovnih razmejitev v strukturi vseh virov financiranja. Pomembni so pri dolgoročnih odločitvah o politiki financiranja podjetja, zunanjim uporabnikom, predvsem posojilodajalcem, pa kažejo tveganost glede vračil glavnice in obresti.

Financiranje z dolgovi vpliva na finančno tveganje ter dobičkonosnost podjetja. Uporaba relativno cenejšega dolžniškega financiranja v uspešnih obdobjih več kot proporcionalno poveča dobičkonosnost kapitala, v manj uspešnih letih pa več kot proporcionalno zmanjša dobičkonosnost kapitala. Dobičkonosnost in tveganje sta povezana. Bolj ko poslovodstvo uporablja dolžniške vire financiranja, bolj je podjetje finančno tvegano. Načeloma narava poslovanja in struktura sredstev vplivata na to, koliko se sme podjetje zadolževati. Podjetja s stabilnim, dobro predvidljivim poslovanjem lahko varneje uporabljajo več dolžniških virov kot podjetja, ki poslujejo z veliko negotovostjo, hitrimi spremembami v proizvodih, visokim deležem neopredmetenih sredstev, ki povečujejo njihovo poslovno tveganje. Po drugi strani pa stabilno poslovanje daje manjše donose kot bolj tvegano (Slapničar, 2003, str. 13).

#### Stopnja lastniškosti financiranja

$$\text{Stopnja lastniškosti financiranja} = \frac{\text{KAPITAL}}{\text{OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV}}$$

Kazalnik kaže delež oziroma odstotek kapitala v celotni pasivi podjetja oziroma kaže lastniško financiranje vseh sredstev podjetja. Večji kot je delež sredstev, financiran s kapitalom, manj je podjetje finančno tvegano za upnike - več tveganja nosijo lastniki. Kazalnik je zelo pomemben za upnike, ki želijo oceniti, kakšna je tveganost glede vračil glavnice in obresti oziroma kako dodatno posojilo vpliva na finančno tveganost podjetja. Lastnike zanima finančno tveganje v povezavi z dobičkonosnostjo. Praviloma bolj kot je podjetje finančno tvegano (manj ko ima kapitala), višjo dobičkonosnost kapitala zahtevajo. Višja vrednost kazalnika pomeni večjo varnost naložb upnikov in stabilnost donosov lastnikov, vendar previsoka vrednost kazalnika lahko pomeni neracionalno financiranje z dražjimi viri sredstev. Vrednost kazalnika 1 oziroma 100 odstotkov bi pomenila, da podjetje nima dolgovi in da so vsa sredstva financirana s kapitalom podjetja.

#### Stopnja dolžniškosti financiranja

$$\text{Stopnja dolžniškosti financiranja} = \frac{\text{DOLGOVI}}{\text{OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV}}$$

Delež dolgov v financiranju kaže, kolikšen del sredstev podjetja je financiran z dolžniškimi viri oziroma dolgovi in se dopolnjuje s prejšnjim kazalnikom. Kazalnik pove, kakšna je finančna odvisnost podjetja od zunanjih virov financiranja. Za posojilodajalce je pomembno, da je vrednost tega kazalnika čim manjša, saj je pri veliki zadolženosti in ker so obresti fiksen odhodek financiranja, veliko tveganje, da podjetje v primeru poslabšanja poslovanja ne bo zmožno normalno plačevati obresti in vračati dolgov.

Velik delež kapitala v financiranju zmanjšuje tveganje, vendar morajo po drugi strani managerji zagotoviti želen dobiček na kapital, ki jim ga postavijo lastniki. Podjetju se do določene mere splača povečati zadolženost, če je obrestna mera na dolgoročno posojila nižja od pričakovane dobičkonosnosti kapitala lastnikov. Z vidika davčne bilance pa obresti zmanjšujejo davčno osnovo za davek na dobiček. Primerjalna dobičkonosnost kapitala pri podjetju, ki se financira le s kapitalom, je nižja kot pri podjetju, ki se financira tudi z dolgovi. Davčni ščit obresti nastopi le, če podjetje dosegla dobiček in plačuje davek na dobiček.

### **Stopnja dolgoročnosti financiranja**

Stopnja dolgoročnosti financiranja =

$$= \frac{\text{KAPITAL} + \text{DOLGOROČNE REZERVACIJE} + \text{DOLGOROČNI DOLGOVI}}{\text{OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV}}$$

Pri tem kazalniku predstavimo stopnjo financiranja, ki ni kratkoročne narave, ampak traja več kot leto dni.

### **Stopnja kratkoročnosti financiranja**

Stopnja kratkoročnosti financiranja =

$$= \frac{\text{KRATKOROČNI DOLGOVI} + \text{KRATKOROČNE PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE}}{\text{OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV}}$$

Delež kratkoročnega financiranja je del virov sredstev, ki dospe v plačilo v obdobju, krajšem od leta dni.

### **Pokritje obresti**

$$\text{Pokritje obresti} = \frac{\text{DOBIČEK IZ POSLOVANJA}}{\text{DANE OBRESTI}}$$

Obseg financiranja z dolgom vpliva na sprotno poravnavanje zapadlih obveznosti. Podjetje mora upniku plačevati obresti. Kakšna je možnost podjetja glede teh vračil, izraža kazalnik pokritje obresti.

Kazalnik izraža, koliko lahko pade dobiček iz poslovanja, ne da bi bilo ogroženo odplačevanje obresti. Za upnika je kazalnik tem bolj ugoden, čim višji je.

### **3.1.5.2 Kazalniki stanja investiranja**

Pri teh kazalnikih izhajamo iz podatkov na aktivni strani bilance stanja. Z njimi analiziramo strukturo sredstev. Izhajajo iz navpične analize bilance stanja. Vrednost kazalnikov je potrebno presojati v luči dejavnosti, ki jo opravlja podjetje. Medpanožne primerjave nimajo posebnega pomena. Pomembni so predvsem za odločanje o investicijskih projektih v posamezne vrste sredstev.

#### **Stopnja osnovnosti investiranja**

Stopnja osnovnosti investiranja =

$$= \frac{\text{NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SRED.} + \text{OPREDMETENA OSNOVNA SRED.}}{\text{SREDSTVA}}$$

Kazalnik nam kaže odstotek oziroma delež, ki ga imajo osnovna sredstva v vseh sredstvih podjetja. Vrednost kazalnika je odvisna od panoge, v kateri podjetje posluje. V tehnološko intenzivnih panogah (metalurgija, elektronika, ipd.) je tako vrednost kazalnika praviloma večja kot v delovno intenzivnih panogah (trgovina, storitve, ipd.). Povečanje vrednosti kazalnika pomeni, da podjetje skrbi za obnovo in rast, medtem ko njegovo zmanjšanje lahko pomeni, da podjetje hitro raste ter da so se relativno povečala gibljiva sredstva (zaloge, terjatve) ali pa to pomeni dezinvestiranje osnovnih sredstev. Povezava med načinom financiranja in vrednostjo kazalnika ni neposredna.

#### **Stopnja obratnosti investiranja**

$$\text{Stopnja obratnosti investiranja} = \frac{\text{OBRATNA SREDSTVA}}{\text{SREDSTVA}}$$

Kazalnik je komplementaren prej opisanemu. Večji delež obratnih sredstev v sredstvih imajo podjetja v storitveni, trgovinski in podobnih dejavnostih. Povečanje vrednosti lahko pomeni povečanje obsega poslovanja. Vendar njegova vrednost lahko raste tudi na račun kopičenja zalog ali neizterjanih terjatev, ne da bi se povečali prihodki ali dobiček. Na njegovo vrednost vpliva tudi investiranje oziroma dezinvestiranje osnovnih sredstev (Slapničar, 2003, str. 17).

## Stopnja finančnosti investiranja

Stopnja finančnosti investiranja =

$$= \frac{\text{KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE} + \text{DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE}}{\text{SREDSTVA}}$$

Kazalnik kaže delež tistih sredstev podjetja, katera ne sodelujejo pri nastajanju prihodkov iz poslovanja, ampak pri nastajanju prihodkov iz financiranja.

### 3.1.5.3 Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja

Pri teh kazalnikih izhajamo iz podatkov na aktivni in pasivni strani bilance stanja in jih med seboj primerjamo. Med njimi imajo še poseben pomen koeficienti finančnega ravnotežja: kratkoročni ali tekoči, pospešeni in hitri koeficienti. Njihova največja izrazna moč je v izkazovanju vpliva višine in strukture obratnih sredstev in tekočih obveznosti ter njihovih sprememb na dolgoročno finančno ravnotežje podjetja.

#### Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev

$$\text{Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev} = \frac{\text{KAPITAL}}{\text{OSNOVNA SREDSTVA}}$$

Ugotavljanja razmerij med sredstvi in viri ne smemo jemati neposredno za optimalni kriterij pri iskanju najbolj dobičkonosnega in varnega financiranja. Vsa pravila financiranja moramo uporabljati tudi z upoštevanjem njihovih slabosti. Na primer, v uspešnem podjetju ne smemo za vsako ceno vztrajati, da se vsa osnovna sredstva financirajo s kapitalom.

Kazalnik kaže lastniško financiranje osnovnih sredstev. Čeprav ne moremo trditi, da z enim virom financiranja financira podjetje eno vrsto sredstev, z drugim virom financiranja pa drugo vrsto, se je kazalnik močno uveljavil v praksi. Če je vrednost koeficienta manjša od 1, pomeni, da osnovna sredstva financirajo tudi drugi in da se v zvezi z njimi pojavljajo tudi dolgovi. V primeru, da je koeficient večji od 1, pa pomeni, da lastniki financirajo več kot samo osnovna sredstva. Nekatera podjetja stremijo k vrednosti več od ena, ki naj bi pomenila, da so najbolj nelikvidna sredstva financirana z lastniškim kapitalom, kar povečuje varnost upnikov. Vendar pa vrednost manj kot ena neposredno ne pomeni plačilne nesposobnosti podjetja, saj so osnovna sredstva lahko financirana z dolžniškimi dolgoročnimi viri.

### **Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog**

Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog =

$$= \frac{\text{KAPITAL} + \text{DOLGOROČNE REZERVACIJE} + \text{DOLGOROČNE OBVEZNOSTI}}{\text{DOLGOROČNA SREDSTVA} + \text{ZALOGE}}$$

Kazalnik kaže dolgoročno financiranje dolgoročnih sredstev in normalnih zalog. Ob vrednosti kazalnika ena bi bilo spoštovano tako imenovano zlato bilančno pravilo. Zaloge se uvršča v imenovalce kazalnika zato, ker se tudi v okviru gibljivih sredstev pojavlja nek normalen, stalen obseg sredstev, ki so na nek način "trajna". Kazalnik je konzervativen indikator plačilne sposobnosti, saj predpostavlja, da zalog ni mogoče unovčiti v kratkem obdobju (Slapničar, 2003, str.14).

### **Koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti (kratkoročni koeficient)**

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{KRATKOROČNA SREDSTVA}}{\text{KRATKOROČNE OBVEZNOSTI}}$$

Kratkoročni koeficient je merilo plačilne sposobnosti podjetja. Kazalnik kaže sposobnost odplačevanja obveznosti, ki zapadejo v manj kot enem letu s sredstvi, ki so unovčljiva vsaj v enem letu. Z drugimi besedami, kaže sposobnost financiranja tekočega poslovanja v enem letu. V splošnem, višja je vrednost koeficienta, večjo sposobnost odplačevanja kratkoročnih obveznosti ima podjetje. Vrednost koeficienta, ki je večji od 1, pomeni tudi, da ima podjetje več gibljivih sredstev kot kratkoročnih obveznosti. Odločilen pomen pri presoji plačilne sposobnosti podjetja pa imata sestava in kvaliteta gibljivih sredstev.

### **Koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient)**

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{LIKVIDNA SREDSTVA} + \text{KRATKOROČNE TERJATVE}}{\text{KRATKOROČNE OBVEZNOSTI}}$$

Pospešeni koeficient je razmerje med kratkoročnimi sredstvi brez zalog in tekočimi obveznostmi. Njegova izrazna moč je v tem, da prikazuje vpliv višine zalog in njenih sprememb na finančno ravnotežje podjetja. V veliki meri je odvisen od obračanja kratkoročnih terjatev in obveznosti.

Čeprav se v literaturi pogosto pojavljajo "pravilne" vrednosti kazalnika, ki naj bi bile več od ena, pa je vrednost odvisna od dejavnosti. Za ta kazalnik velja, da konzervativno kaže plačilno sposobnost zaradi predpostavke o neunovčljivosti zalog. Zaradi tega je v panogah, ki imajo hitro unovčljive zaloge, vrednost kazalnika varneje manjša (Slapničar, 2003, str.14).

## **Koeficient neposredne pokritosti kratkoročnih obveznosti (hitri koeficient)**

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{LIKVIDNA SREDSTVA}}{\text{KRATKOROČNE OBVEZNOSTI}}$$

To je razmerje med denarnimi sredstvi in tekočimi obveznostmi. Predvsem je kratkoročnega značaja. Čeprav je ta kazalnik očiščen nekaterih postavk, ima to slabost, da ne pove, ali je podjetje v danem trenutku plačilno sposobno in ali bo plačilno sposobno v prihodnosti, ampak nam pokaže razmerje med likvidnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi v danem trenutku. Ta kazalnik je lahko manjši od 1, pa glede plačilnih sposobnosti ni nikakršnih problemov. To je v primeru, če kratkoročni dolgovi zapadejo veliko kasneje kot pa se bodo zbrala dodatna denarna sredstva. Možno je tudi, da je vrednost kazalnika večja od 1, pa so v podjetju zaskrbljeni glede plačevanja svojih tekočih obveznosti.

### **3.1.5.4 Kazalniki obračanja**

Kazalniki obračanja sredstev izražajo, koliko prihodkov ustvari podjetje z obstoječimi sredstvi, ali povedano drugače, koliko sredstev potrebuje, da ustvarja obstoječe prihodke. Pri teh kazalnikih primerjamo dinamično opredeljene ekonomske kategorije s statično opredeljenimi. Pri tem izhajamo delno iz postavk v bilanci stanja in delno iz postavk v izkazu poslovnega izida. Z njimi proučujemo hitrost obračanja posameznih vrst sredstev. Analiza teh kazalnikov lahko pokaže, da ima podjetje v primerjavi s konkurenti za doseganje podobnih prihodkov veliko več (ali manj) sredstev. Hitrejše je obračanje sredstev, manj potrebuje podjetje vezanih sredstev in s tem manj dragega financiranja. Povprečna doba vezave v dnevih se izračuna tako, da se letno število dni deli s koeficientom obračanja.

Na kazalnike obračanja sredstev vplivajo proizvodna tehnologija, delež stalnih sredstev med vsemi sredstvi, vrsta proizvodov ipd. Primerljivi so le med podjetji v isti panogi. Med konkurenti prav večja sposobnost posloводства vpliva na hitrejše obračanje sredstev. Različne vrste sredstev se različno hitro obračajo, zato je pogosta analiza obračanja po posameznih skupinah sredstev. Posebno pomembno za uspešnost je upravljanje z zalogami in terjatvami. Obračanje sredstev vpliva na dobičkonosnost sredstev in s tem na dobičkonosnost kapitala (Slapničar, 2003, str. 11-12).

### **Obračanje celotnih sredstev**

$$\text{Obračanje celotnih sredstev} = \frac{\text{PRIHODKI}}{\text{POVPREČNA SREDSTVA}}$$

Kazalnik kaže, kako hitro se sredstva podjetja obračajo oziroma koliko prihodkov ustvari podjetje z obstoječimi sredstvi. Kaže na kakovost upravljanja s celotnimi sredstvi.

## Koeficient obračanja zalog

$$\text{Koeficient obračanja zalog} = \frac{\text{PRIHODKI OD POSLOVANJA}}{\text{POVPREČNE ZALOGE}}$$

Kazalnik obračanja zalog nam pove, kolikokrat letno se v podjetju obrnejo zaloge oziroma kolikšna količina denarja je vezana v zalogah ter kolikšna količina zalog podpira določeno raven prihodkov, v našem primeru prihodkov iz poslovanja. Visoka vrednost kazalnika kaže dobro upravljanje z zalogami. Primerjave so smiselne samo v okviru iste panoge.

Mogoče je izračunati tudi *dneve vezave zalog*:

$$\frac{\text{ŠTEVILO DNI V LETU}}{\text{KAZALNIK OBRAČANJA ZALOG}}$$

Dnevi vezave zalog je kazalnik, ki nam pokaže, koliko časa je denar vezan v zalogah. Predstavlja razmerje med številom dni v letu in koeficientom obračanja zalog. Za kazalnik dnevi vezave zalog je boljše, če je čim manjši, kar pomeni, da je denar vezan v zalogah krajše časovno obdobje in tako lahko isti denar vežemo spet ali v zaloge ali v kakšno drugo sredstvo.

## Koeficient obračanja terjatev iz poslovanja

$$\text{Koeficient obračanja terjatev iz poslovanja} = \frac{\text{PRIHODKI IZ POSLOVANJA}}{\text{POVPREČNE TERJATVE IZ POSLOVANJA}}$$

Kazalnik pove, kolikokrat letno se obrnejo terjatve iz poslovanja (terjatve do kupcev in druge terjatve iz poslovanja) v denar. Z njim analiziramo uspešnost managementa podjetja pri izterjavi terjatev in tudi plačilno sposobnost kupcev. Metoda izračuna predpostavlja, da so vsi proizvodi ali storitve prodane z odloženim plačilom ter da so vsi prihodki unovčeni. Pravilneje bi bilo v števcu upoštevati le prodajo na kredit, vendar tega podatka največkrat kot zunanji uporabniki nimamo. Večja vrednost kazalnika pomeni hitrejše obračanje terjatev iz poslovanja v denar. Kazalnik je primerljiv le med podjetji iste panoge. Mogoče je izračunati tudi *dneve vezave terjatev*:

$$\frac{\text{ŠTEVILO DNI V LETU}}{\text{KAZALNIK OBRAČANJA TERJATEV IZ POSLOVANJA}}$$

Kazalnik v dnevih pove, koliko časa je denar v povprečju vezan pri kupcih. Če seštejemo dneve vezave terjatev ter dneve vezave zalog in odštejemo dneve vezave obveznosti do dobaviteljev, dobimo celoten čas vezave denarja od nakupa zalog do unovčenja pri kupcih.

### 3.1.5.5 Kazalniki gospodarnosti

Pri obravnavanju gospodarnosti je najbolje najprej pojasniti razliko med učinkovitostjo in uspešnostjo. Biti učinkovit pomeni delati stvari prav. Biti uspešen pa pomeni delati prave stvari. Učinkovitost je notranja značilnost delovanja, ko se izpolni zahtevana naloga v določenem času. Uspešnost pa je zunanja značilnost delovanja. Merimo jo z ugotavljanjem, kaj dosežemo z učinki glede na vložke ali potroške. Podjetje posluje gospodarno, če so prihodki večji od odhodkov. Čim večji so prihodki v primerjavi z odhodki, tem večja je gospodarnost.

#### Koeficient celotne gospodarnosti

$$\text{Koeficient celotne gospodarnosti} = \frac{\text{PRIHODKI}}{\text{ODHODKI}}$$

Kazalnik najbolj sintetično odraža gospodarnost poslovanja s prikazom intenzivnosti odmika celotnih prihodkov od celotnih odhodkov. Vrednost kazalnika je primerljiva zgolj med podjetji v okviru iste panoge.

#### Koeficient gospodarnosti poslovanja

$$\text{Koeficient gospodarnosti poslovanja} = \frac{\text{POSLOVNI PRIHODKI}}{\text{POSLOVNI ODHODKI}}$$

Kazalnik kaže intenzivnost odmikanja prihodkov iz poslovanja od odhodkov iz poslovanja oziroma kaže na učinkovitost poslovanja podjetja, saj so iz koeficienta izločeni prihodki in odhodki iz financiranja in izredni prihodki in odhodki. Podjetje je uspešnejše, čim večja je vrednost tega kazalnika ob tem, da izkazuje še čisti dobiček.

#### Čista dobičkovnost prihodkov

$$\text{Čista dobičkovnost prihodkov} = \frac{\text{ČISTI DOBIČEK (ČISTA IZGUBA)}}{\text{PRIHODKI}}$$

Kazalnik nam pokaže razmerje med čistim dobičkom oziroma čisto izgubo in vsemi prihodki podjetja. Čista dobičkovnost prihodkov nam pove, koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je bilo ugotovljeno na 100 tolarjev doseženih prihodkov podjetja. Podjetje je poslovalo uspešno, če je vrednost kazalnika pozitivna. Vrednost kazalnika je smiselno primerjati edino v okviru panoge. Panoge, kjer je obračanje sredstev hitro, imajo navadno nižjo dobičkovnost prihodkov in obratno.



### 3.1.5.6 Kazalniki dobičkonosnosti

Cilj vsakega podjetja je čim višji dobiček, zato ni potrebno posebej poudarjati, da so kazalniki dobičkonosnosti izmed vseh najuporabnejši. V njih se odraža delovanje, sposobnost in učinkovitost posloводства. To namreč skrbi za tiste dejavnike, ki dolgoročno vplivajo na velikost dobička. Ti so npr. uvajanje novih proizvodov, povečanje tržnega deleža, sodelovanje z drugimi podjetji, rast prodaje itd. Dobičkonosnost je rezultat poslovnih odločitev in zasledovanja politike podjetja, hkrati s tem pa prikazuje medsebojno učinkovanje plačilne sposobnosti in gospodarjenja z aktivo in pasivo na poslovni izid.

#### Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala (ROE<sup>1</sup>)

$$\text{Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala} = \frac{\text{ČISTI DOBIČEK (ČISTA IZGUBA)}}{\text{POVPREČNI KAPITAL}}$$

Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala je opredeljen kot razmerje med čistim dobičkom oziroma čisto izgubo in povprečnim kapitalom. Lastniki kapitala v podjetju so zainteresirani za čim večjo dobičkonosnost, ki pomeni donose na vložena finančna sredstva lastnikov. Dobičkonosnost kapitala je s stališča lastnikov najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov. Kazalnik pojasnjuje, kako uspešno posloводство upravlja s premoženjem lastnikov. Predstavlja, kakšen odstotek čistega dobička pripada lastnikom glede na njihov delež v lastništvu. Podjetja s precej podobno dobičkonosnostjo kapitala lahko le-to dosežajo na različne načine. Dobičkonosnost kapitala je zmnožek treh komponent - dobičkovnosti prihodkov, obračanja sredstev ter razmerja med sredstvi in kapitalom, ki izraža finančno tveganje:

$$\begin{aligned} \text{Dobičkonosnost kapitala} &= \frac{\text{ČISTI DOBIČEK}}{\text{POVPREČNI KAPITAL}} = \\ &= \frac{\text{ČISTI DOBIČEK}}{\text{PRIHODKI}} * \frac{\text{PRIHODKI}}{\text{POVPREČNA SREDSTVA}} * \frac{\text{POVPREČNA SREDSTVA}}{\text{POVPREČNI KAPITAL}} \end{aligned}$$

Dobičkonosnost kapitala bo tako tem višja, čim višja bo dobičkovnost prihodkov, čim hitreje bo obračanje celotnih sredstev in čim manjši bo delež kapitala v financiranju. Pri tem moramo upoštevati tudi medsebojno odvisnost kazalnikov, saj imajo lahko pozitivne spremembe na enem področju negativen vpliv na drugem področju. Vodstvo podjetja lahko namreč z različno politiko financiranja vpliva na vrednost dobičkonosnosti kapitala. Agresivna politika financiranja oziroma večji delež dolga v strukturi financiranja pozitivno vpliva na dobičkonosnost kapitala, na drugi strani pa je podjetje izpostavljeno večjemu tveganju. Na splošno velja, da je bolje dosežati višjo dobičkonosnost kapitala z višjo dobičkovnostjo prihodkov ali z bolj učinkovitim upravljanjem celotnih sredstev kot pa z agresivno politiko financiranja.

---

<sup>1</sup> Ang. Return on Equity – ROE oziroma čista dobičkonosnost kapitala.

Opozoriti velja, da kaže dobičkonosnost kapitala po knjigovodski vrednosti in ne po tržni vrednosti, čeprav sta si lahko zelo različni. Napačno razumevanje kazalnika je, da delničarji lahko zaslužijo tako dobičkonosnost. Lahko bi jo zaslužili, če bi lahko kupili delnice podjetja po knjigovodski vrednosti, kar navadno ni mogoče, in če bi podjetje ves dobiček izplačalo. Čeprav meri, kako uspešno posloводство upravlja s premoženjem delničarjev, ni sinonim za to, koliko delničarji zaslužijo s svojimi sredstvi (Slapničar, 2003, str. 9).

### **Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev (ROA<sup>2</sup>)**

$$\text{Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev} = \frac{\text{ČISTI DOBIČEK}}{\text{POVPREČNA SREDSTVA}}$$

Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev je opredeljen kot razmerje med čistim dobičkom in povprečnimi sredstvi. Kazalnik kaže, kako uspešno je posloводство pri upravljanju sredstev. Pove, koliko dobička podjetje zasluži z obstoječimi sredstvi. Podjetje posluje uspešneje, če je vrednost kazalnika čim večja. Dobičkonosnost sredstev izraža skupni učinek dobičkovnosti prihodkov in obračanja sredstev.

$$\begin{aligned} \text{Dobičkonosnost sredstev} &= \frac{\text{ČISTI DOBIČEK}}{\text{PRIHODKI}} * \frac{\text{PRIHODKI}}{\text{POVPREČNA SREDSTVA}} = \\ &= \frac{\text{ČISTI DOBIČEK}}{\text{POVPREČNA SREDSTVA}} \end{aligned}$$

V literaturi ni enotne opredelitve kazalnika - rešitve se razlikujejo tako za števec kot za imenovalec. Pogosto se dobičku v števcu prišteje še obresti in davek na dobiček, saj se s tem povsem izključi vpliv financiranja na vrednost kazalnika. Po drugi strani pa se v imenovalcu navadno upošteva vsa sredstva<sup>3</sup>, čeprav mnogi upoštevajo le sredstva, ki so financirana s kapitalom ali s posojili, izključujejo pa del sredstev, financiran z brezobrestnim kreditom (dobaviteljev), saj le tako naredimo dobičkonosnost sredstev primerljivo s stroškom kapitala. (Slapničar, 2003, str. 10).

<sup>2</sup> Ang. Return on Assets – ROA oziroma čista dobičkonosnost sredstev.

<sup>3</sup> V angleščini obstaja veliko število izrazov za dobičkonosnost sredstev glede na to, katera sredstva upoštevamo: ROCE (return on capital employed), ROIC (return on invested capital), RONA (return on net assets), ROTA (return on total assets), ROA (return on assets) in ROI (return on investment). Značilno za prve tri kazalnike (ROCE, ROIC, RONA) je, da v imenovalcu ne upoštevajo sredstev, financiranih z brezobrestnimi krediti. Posebno za ROCE je pri branju tuje literature potrebno biti pozoren na to, kako avtor definira kazalnik. Najpogosteje je definiran kot stalna sredstva + gibljiva sredstva - kratkoročne obveznosti. Pri tem se pogosto predpostavlja, da so vse kratkoročne obveznosti brezobrestne (da zajemajo le brezobrestne kredite dobaviteljev). ROTA, ROA in ROI navadno pomenijo isto, v imenovalcu so vsa sredstva podjetja. Izraz ROTA se uveljavlja kot nasprotje ROCE. Pogosto se izraz ROI uporablja v zvezi z enim projektom ali z nadzorovanjem naložbenega mesta v okviru poslovne skupine (Slapničar, 2003, str. 10).

### 3.1.6 Kritika računovodskega modela

Poslovodno računovodstvo je usmerjeno k oblikovanju računovodskih informacij in drugih informacij, ki se uporabljajo pri poslovnih odločitvah. Podatke črpa na eni strani iz stroškovnega računovodstva, ki spremlja in proučuje poslovne dogodke znotraj organizacije, in iz finančnega računovodstva na drugi strani, ki spremlja in proučuje poslovne dogodke organizacije z drugimi partnerji. Računovodske informacije so tiste, ki zadevajo vrednostno (v denarni enotah) izražene poslovne dogodke (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 2003, str. 21), kar posledično velja tudi za informacije, ki jih prejme poslovodstvo. Na temelju tako osnovanih informacij poslovodstvo med drugim načrtuje tudi morebitne izboljšave.

V sodobnem dinamičnem poslovnem okolju samo računovodske informacije ne nudijo zadostne osnove za poslovno odločanje. Pomanjkljivosti računovodskega modela lahko v osnovi razdelimo na dve skupini (Košir, 2003, str. 25-30):

- Prva skupina se nanaša na način izkazovanja oziroma merjenja računovodskih kategorij. Načinu izkazovanja računovodskih kategorij, na podlagi katerih izračunavamo kazalnike za presojanje uspešnosti poslovanja z računovodskim modelom, lahko pripišemo naslednje pomanjkljivosti oziroma slabosti:
  - vpliv računovodskih standardov;
  - vpliv različnih okoliščin na izkazovanje računovodskega dobička;
  - podvrženost »kreativnemu računovodstvu«;
  - nekonsistentnost meril in manipuliranje.
- Druga skupina se nanaša na vsebino kazalnikov oziroma na to, kaj sploh merimo. V splošnem lahko rečemo, da so ti kazalniki neprimerni za sodobna poslovna okolja, ker ne zajemajo vseh vidikov poslovanja, ki vplivajo na to, ali neko podjetje posluje uspešno ali ne. Slabosti računovodskih kazalnikov so:
  - neustreznost v sodobnem poslovnem okolju;
  - neupoštevanje stroška lastniškega kapitala;
  - kazalniki z zamikom;
  - neupoštevanje nefinančnega vidika;
  - abstraktnost;
  - velik poudarek na stroških.

## 3.2 Ekonomski model

### 3.2.1 Osnovna izhodišča

Ekonomski model pri izračunu upošteva stroške celotnega kapitala, tako dolžniškega kot tudi lastniškega, in predpostavlja, da investitorje zanimata le denarni tok, ki ga bo podjetje generiralo, ter tveganost tega denarnega toka (Košir, 2003, str. 31).

### 3.2.2 Kazalniki za presojanje uspešnosti poslovanja z ekonomskim modelom

Za razliko od kazalnikov računovodskega modela, ki uporabljajo računovodski dobiček, pomenijo kazalniki ekonomskega modela, vsaj kar se tega tiče, korak naprej. V izračunih se namreč uporablja ekonomski dobiček, ki se od računovodsko ugotovljenega dobička bistveno razlikuje predvsem zaradi dveh temeljnih načel (Bergant, 1998, str. 94):

- s celotnimi sredstvi je treba ustvariti več, kot je strošek vseh obveznosti do virov financiranja, pokriti je treba torej tudi strošek (oziroma ceno) kapitala, ki je odvisna od dobičkonosnosti alternativnih možnih naložb pri enakem tveganju;
- ekonomski dobiček je odraz uspešnosti osnovnega poslovanja in ne slučajnih oziroma občasnih prihodkov, saj le tak dobiček dolgoročno povečuje tržno vrednost delnice.

Med kazalniki ekonomskega modela spadajo tržna dodana vrednost (MVA<sup>4</sup>), ekonomska dodana vrednost (EVA<sup>5</sup>), denarni tok iz poslovanja in kazalniki tržne vrednosti.

#### 3.2.2.1 Tržna dodana vrednost (MVA)

Z vidika poslovnih financ je osnovni cilj posloводства maksimiranje vrednosti podjetja s pomočjo vloženega lastniškega kapitala. To povečanje vrednosti vloženega kapitala imenujemo tržna dodana vrednost ali MVA (Ričman, Cahan, Lal, 2002, str. 539).

**Tržna dodana vrednost (MVA)** = tržna vrednost - knjigovodska vrednost  
lastniškega kapitala lastniškega kapitala

V knjigovodski vrednosti lastniškega kapitala so zajeti vsi vložki v podjetje od njegove ustanovitve, to pomeni tudi vse dokapitalizacije, zadržani dobički in ustvarjene rezerve. Tržna vrednost podjetja zajema informacije o zadolženosti in možnostih prihodnjega poslovanja podjetja ter s tem povezanim tveganjem, ki povečuje ali zmanjšuje vrednost podjetja. Tržna vrednost je tista, za katero bi podjetje lahko prodali (Savič, 2001, str. 39).

Rast podjetja sama po sebi še ne pomeni povečanja vrednosti podjetja, saj rast ustvarja vrednost le tedaj, ko je stopnja povečanja vrednosti podjetja večja od stopnje povečanja stroškov investiranega kapitala (ang. Net Present Value – NPV ali neto sedanja vrednost prihodnjega poslovanja mora biti večja od 0). Eno najpomembnejših sporočil MVA je namreč to, da posloводство ustvarja vrednost le s poslovnimi odločitvami v investicije, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost (Košir, 2003, str. 32).

---

<sup>4</sup> Ang. Market Value Added – MVA oziroma tržna dodana vrednost.

<sup>5</sup> Ang. Economic Value Added – EVA oziroma ekonomska dodana vrednost.

Slabost modela tržne dodane vrednosti je v tem, da je ne morejo uporabljati vsa podjetja, ampak le tista, s katerimi se javno trguje in, da MVA odraža vpliv celotnega poslovanja in ne posameznih odločitev.

Za razliko od kazalca MVA, ki prikazuje uspešnost podjetja od ustanovitve, je ekonomska dodana vrednost EVA usmerjena v oceno poslovanja v tekočem oziroma proučevanem letu.

### 3.2.2.2 Ekonomska dodana vrednost (EVA) ali ekonomski dobiček

EVA spada v družino mer in poslovnih sistemov, temelječih na konceptu ekonomskega dobička, in kot taka ponuja rešitve v skladu s splošnimi principi maksimiranja vrednosti premoženja. Vrednost premoženja se bo povečala, če bo dobičkonosnost na vloženi kapital presegala stroške tega kapitala. Po definiciji O'Hanlona in Peasnella (Riceman, Cahan, Lal, 2002, str. 539) višina kazalca EVA zavisi od dobičkonosnosti sredstev v proučevanem obdobju »t« (ROAt), količine investiranega kapitala (At-1) in stroška tega kapitala (k), pri čemer je Pt dobiček iz poslovanja:

$$EVA_t = Pt - k * At-1 = (ROAt - k) * At-1$$

Iz enačbe lahko povzamemo, da se EVA lahko poveča:

- z investiranjem v projekte, ki imajo dobičkonosnost višjo od stroška kapitala;
- z izboljšanjem učinkovitosti, kar pomeni dosegti višje dobičke na obstoječi kapital (povečanje ROA);
- z opustitvijo investicij, ki imajo dobiček nižji od stroška kapitala.

Osnovna enačba je opredeljena kot (Brigham, Daves, 2004, str. 208):

$$\text{Ekonomska dodana vrednost (EVA)} = [\text{dobičkonosnost investiranega kapitala (ROIC}^6\text{)} - \text{tehtana povprečna cena kapitala (WACC}^7\text{)}] * \text{investirani kapital}$$

Vlagatelji investirajo v podjetje zaradi pričakovanega dobička ob določenem tveganju. Če je le-ta enak pričakovanemu, se ohranja vrednost njihovih naložb. Le v primeru, da je realiziran dobiček večji od pričakovanega, se povečuje vrednost njihovih naložb, kar je tudi njihov cilj. To kar predstavlja za investitorja dobiček, predstavlja za podjetje strošek kapitala; poznati strošek kapitala za podjetje, pomeni poznati pričakovani dobiček vseh tistih, ki so vložili svoj kapital, ki se izkazuje na pasivni strani bilance stanja (Rejc, 1999, str. 58).

Če je dolgoročnih virov financiranja več vrst, je potrebno izračunati tehtano povprečno ceno investiranega kapitala (WACC).

<sup>6</sup> Ang. Return on Invested Capital – ROIC oziroma dobičkonosnost investiranega kapitala.

<sup>7</sup> Ang. Weighted Average Cost of Capital – WACC oziroma tehtana povprečna cena kapitala.

## Izračun EVA ali ekonomskega dobička poteka po naslednjih korakih:

### 1. Izračun tehtane povprečne cene kapitala

Za izračun tehtane povprečne cene kapitala je potrebno oceniti pričakovane dobičke vseh investorjev, saj le ti predstavljajo ceno celotnega kapitala podjetja. Kar se tiče dolžniškega kapitala, je cena vnaprej opredeljena z obrestno mero. Problem nastane pri ugotavljanju cene lastniškega kapitala, saj je ta praviloma precej višja od cene dolžniškega kapitala. Lastniki prevzemajo namreč največje tveganje. Strošek lastniškega financiranja je zahtevana dobičkonosnost kapitala, ki jo je mogoče izračunati z upoštevanjem tveganosti podjetja ter tržne premije za tveganje. Metod za določanje zahtevane dobičkonosnosti kapitala je več, a so vse odvisne od tržnih vrednosti. Glede na to, da finančni trg v Sloveniji še ni povsem razvit, se pogosto poslužujemo kar podatkov za podobna podjetja v tujini. Tehtano povprečje obeh kapitalov izračunamo z enačbo (Rejc, 1999, str. 59):

$$\text{WACC} = \left[ \frac{\text{dolžniški kapital}}{\text{celotni kapital}} * (1 - \text{stopnja davka na dobiček}) * \text{strošek dolžniškega kapitala} \right] + \left[ \frac{\text{lastniški kapital}}{\text{celotni kapital}} * \text{strošek lastniškega kapitala} \right]$$

*Strošek lastniškega kapitala računamo s pomočjo ocene zahtevane dobičkonosnosti. Zahtevana dobičkonosnost naložbe nam pove, za koliko mora biti korist, ki jo bo vlagatelj realiziral kdaj v prihodnosti, relativno večja od koristi, ki bi jo realiziral danes, da bi ta korist bila zanj enakovredna. Pri računanju sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov je uporabljena diskontna stopnja pravzaprav pričakovana dobičkonosnost, ki bi jo lahko vlagatelj realiziral z naložbo v alternativne vire s podobnim tveganjem in zato predstavlja oportunitetni strošek. Če bi podjetja poslovala v razmerah gotovosti, kjer so prihodnji dobički gotov dogodek, torej so netvegani, bi bila zahtevana dobičkonosnost tolikšna, da bi nadomestila časovno vrednost denarja (risk free rate). Ker pa vemo, da podjetja v stvarnosti poslujejo v razmerah negotovosti, obstaja določeno tveganje, da dejanski dobički ne bodo enaki pričakovanim. Zato poleg časovne vrednosti denarja zanje zahtevamo še dodatno premijo za tveganje (Pintar, 2000, str. 22).*

V razvitem svetu se za izračun zahtevane dobičkonosnosti že nekaj časa najbolj pogosto uporablja *model CAPM (Capital Asset Pricing Model)*, ki ga predstavlja naslednja formula:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta$$

$r_i$  = zahtevana dobičkonosnost za konkretno naložbo  $i$

$r_f$  = dobičkonosnost za netvegano naložbo

$E(r_m)$  = pričakovana dobičkonosnost tržnega premoženja

$[E(r_m) - r_f]$  = premija ta tržno tveganje (market risk premium)

$\beta$  = mera sistematičnega tveganja

Zahtevana dobičkonosnost je sestavljena iz dobičkonosnosti netvegane naložbe in premije za tveganje. Slednja se za vsako podjetje izračuna kot zmnožek tržne premije za tveganje in koeficienta beta. Koeficient beta nam pove obseg sistematičnega tveganja za izbrani vrednostni papir v primerjavi s tveganjem tržnega premoženja (povprečno tvegan vrednostni papir). Za izračun zahtevane dobičkonosnosti potrebujemo torej tri ključne dejavnike:

- *dobičkonosnost netvegane naložbe ( $r_f$ ):*

Hipotetično je dobičkonosnost netvegane naložbe (risk free rate) enaka dobičkonosnosti vrednostnega papirja, ki je popolnoma netvegan in ni koreliran z dobičkom nobene druge naložbe. Teoretično lahko to stopnjo najpraviše določimo s pomočjo dobičkonosnosti premoženja, ki bi imelo beta koeficient enak 0, kar pa v praksi ni izvedljivo, zato si pomagamo z državnimi vrednostnimi papirji, ki veljajo na kapitalskem trgu za najvarnejšo oziroma najmanj tvegano naložbo. Nekateri finančni analitiki zagovarjajo uporabo kratkoročnih vrednostnih papirjev, drugi pa uporabo dolgoročnih vrednostnih papirjev (10-letne državne obveznice).

- *tržna premija za tveganje ali cena za tveganje  $[E(r_m) - r_f]$ :*

Predstavlja dodatno dobičkonosnost nad »netvegano naložbo«, ki jo zahteva povprečen vlagatelj. Dodatna dobičkonosnost predstavlja razliko med pričakovano dobičkonosnostjo tržnega premoženja ( $E(r_m)$ ) in dobičkonosnostjo netvegane naložbe ( $r_f$ ). Copeland in soavtorji (Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 216) na podlagi izračunov za leto 2000 priporočajo za ameriška podjetja tržno premijo za tveganje v višini med 4,5 % in 5%, vendar ta lahko niha odvisno od izbrane dolžine obdobja, v razponu od 3% do 8%. V Sloveniji je v praksi največkrat moč zaslediti podatke, povzete z ameriškega ali nemškega trga kapitala.

- *koeficient beta (sistematično tveganje):*

Koeficient beta meri volatilitnost posameznega vrednostnega papirja v primerjavi z volatilitnostjo vseh vrednostnih papirjev na trgu – kako se tečaj posameznega vrednostnega papirja spreminja glede na spremembe tečajev vseh ostalih vrednostnih papirjev na trgu. Gre za relativni obseg sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja, ki ga posamezen tvegani vrednostni papir relativno prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga zato z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti (Mramor, 2000, str. 73). Za vse delniške družbe, ki kotirajo na razvitih trgih po svetu, lahko na svetovnem spletu najdemo njihove ocene beta koeficientov, kar je tudi razlog za popularizacijo tega modela, saj je izračunavanje bete precej zapleteno.

Kljub nekaterim kritikam in težavam CAPM modela, je ta še vedno teoretično najboljši model za določanje zahtevane dobičkonosnosti. Dokler ni na voljo boljše teorije, nam niti ne preostane kaj drugega. Seveda pa je računanje zahtevane dobičkonosnosti na podlagi CAPM vprašljivo, saj slovenski trg ne sodi med razvite trge kapitala.

## 2. Izračun dobička iz poslovanja po prilagojenih davkih

Izračun začnemo z dobičkom iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT – Earnings Before Interest and Taxes), od katerega odštejemo prilagojeni davek in prištejemo zadržane davke. EBIT vključuje vse prihodke in stroške iz poslovanja razen prihodkov in stroškov od obresti, izrednih prihodkov in odhodkov ter prihodkov od neposlovnih investicij podjetja. Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (v nadaljevanju NOPLAT – Net operating Profit Less Adjusted Taxes). Prilagojeni davek na dobiček predstavlja davek, ki bi ga plačali, če bi bil EBIT osnova za plačilo davka.

Tabela 2: Izračun dobička iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPLAT)

	<b>Postavke v shemi</b>
=	<b>Dobiček iz poslovanja (EBIT)</b>
-	Prilagojeni davek na dobiček iz poslovanja
+	Sprememba v zadržanih davkih
=	<b>Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPLAT)</b>

Vir: Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 135.

## 3. Izračuna neto operativnega obratnega kapitala oziroma investiranega kapitala v podjetju

Investirani kapital podjetja je opredeljen kot vrednost sredstev, s katerimi podjetje opravlja svojo osnovno dejavnost. Določimo ga kot vsoto neto operativnega obratnega kapitala in stalnih sredstev. Neto operativni obratni kapital mora vsebovati samo sredstva, ki so potrebna za poslovanje osnovne dejavnosti podjetja, zato moramo izločiti presežna denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe. Prav tako moramo od stalnih sredstev odšteti dolgoročne finančne naložbe, saj jih obravnavamo kot neposlovni kapital.

$$\text{Neto operativni obratni kapital} = \text{gibljava sredstva}^8 - \text{tekoče obveznosti}^9$$

Za izračun upoštevamo investirani kapital, ki ga izračunamo tako, da neto operativnemu obratnemu kapitalu prištejemo še stalna sredstva brez dolgoročnih finančnih naložb.

<sup>8</sup> Gibljiva sredstva so zaloge, terjatve, denar, aktivne časovne razmejitev brez kratkoročnih finančnih naložb.

<sup>9</sup> Tekoče obveznosti so dolgoročne in kratkoročne obveznosti iz poslovanja, pasivne časovne razmejitev.



#### 4. Izračun dobičkonosnosti investiranega kapitala

Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih primerjamo z investiranim kapitalom in ugotovimo njegovo dobičkonosnost (ROIC).

$$\text{Dobičkonosnost investiranega kapitala (ROIC)} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{INVESTIRANI KAPITAL}}$$

#### 5. Izračun ekonomskega dobička

Razlika med dobičkonosnostjo investiranega kapitala in ceno kapitala je pozitivni ali negativni odstotek, ki ga izračunamo kot razliko med ROIC in WACC.

$$\text{Ekonomskega dobiček (v \%)} = \text{ROIC} - \text{WACC}$$

6. Dobljen odstotek pomnožimo z investiranim kapitalom in dobimo EVA ali ekonomski dobiček (izguba)

$$\text{EVA ali ekonomski dobiček (izguba)} = \text{ekonomski dobiček} * \text{investirani kapital}$$

Ker so dobički vseh vlagateljev, razen vlagateljev navadnega lastniškega kapitala, določeni vnaprej, ekonomski dobiček (oziroma izguba) pomeni povečanje (oziroma zmanjšanje) vrednosti za vlagatelje navadnega lastniškega kapitala (Košir, 2003, str. 35).

Podjetje resnično ustvarja vrednost le, če je dobiček vloženih sredstev večji od oportunitetnih stroškov zanje. Čeprav je koncept boljši od samega dobička, je ekonomski dobiček ravno tako izpostavljen problemom računovodskega vrednotenja kot dobiček. Če podjetje uspešno ugotovi strošek kapitala, potem je uporaba ekonomskega dobička gotovo kakovostnejša od uporabe dobička samega. Pri nadzoru posloводства bi bilo mogoče namesto tržnih vrednosti uporabiti ciljno zahtevano dobičkonosnost kapitala, ki jo mora dosegati posloводство, da bi njegovo delovanje lahko imeli za uspešno (Slapničar, 2003, str. 19).

#### 3.2.2.3 Neto denarni tok in prosti denarni tok

Pri finančnem analiziranju se vse pogosteje kot dopolnilo uporabljajo denarni tokovi. Pomen denarnega toka lepo utemeljuje citat iz članka v reviji Economist: »Denar je dejstvo, dobiček je mnenje« (Rejc, 1999, str.64).

Temeljito analizo računovodskih izkazov podjetja si je nemogoče zamisliti brez upoštevanja denarnih tokov. Problem dobička je predvsem v tem, da ima posloводство podjetja možnost vplivati na njegovo velikost. Zneski denarnih pritokov in odtokov pa so rezultat transakcij s tretjimi osebami, ki so se izvršile v določenem letu, česar pa za zneske odhodkov in prihodkov ni mogoče trditi. Izkaz finančnega izida se je močno uveljavil ravno zaradi tega, da bi zmanjšal težo subjektivnosti računovodskih meril (Slapničar, 2003, str. 20).

Neto oziroma čisti denarni tok predstavlja vsoto denarnih sredstev, ki jih podjetje ustvari v poslovnem letu in je kot tako na voljo lastnikom podjetja. Za izračun neto denarnega toka uporabljamo naslednjo enačbo, ki pojasnjuje odnos med čistim dobičkom in denarnim tokom podjetja (Brigham, Daves, 2004, str. 197):

Neto denarni tok = Čisti dobiček – prihodki, ki nimajo narave prejemkov + odhodki, ki nimajo narave izdatkov

Primer odhodka, ki nima narave izdatka je amortizacija. Amortizacija zmanjšuje čisti dobiček, vendar ni izplačana z denarjem, tako da jo prištejemo k čistemu dobičku, ko računamo neto denarni tok (Brigham, Daves, 2004, str. 197).

Naslednji primer odhodka, ki nima narave izdatka, je zadržani davek. Včasih je podjetjem dovoljeno, da preložijo plačilo davka na kasnejše obdobje, čeprav je plačilo davka že evidentirano kot izdatek v finančnem poročilu, tako da se plačilo zadržanega davka doda k čistemu dobičku, ko se računa neto denarni tok (Brigham, Daves, 2004, str. 197).

Kadar govorimo o prostem denarnem toku (free cash flow), gre za celotni denarni tok po obdavčenju, ki je namenjen vsem lastnikom kapitala, tako lastniškega (delničarjem) kot tudi dolžniškega.

Tabela 3: Izračun prostega denarnega toka

	<b>Postavke v shemi</b>
=	<b>Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPLAT)</b>
+	Amortizacija (nedenarni odhodki)
=	<b>Bruto denarni tok (gross cash flow)</b>
+	Sprememba neto operativnega obratnega kapitala
-	Investicije v OOS
=	<b>PROSTI DENARNI TOK (free cash flow)</b>

Vir: Copeland, Koller, Murrin, 2000, str. 135.

Denarni tok je lahko torej dodatna informacija pri presojanju uspešnosti in dopolnjuje analizo računovodskih kategorij.

### 3.2.2.4 Kazalniki tržne vrednosti

Za kazalce tržne vrednosti je značilno, da se v števcu kazalca pojavlja tržna vrednost delnice analiziranega podjetja, v imenovalcu pa vrednost ekonomske kategorije iz računovodskih izkazov. Dejstvo, da za izračun potrebujemo tržno vrednost delnic, omejuje možnost izračuna le na tista podjetja, katerih delnice so vključene v organizirano trgovanje na borzi vrednostnih papirjev. Za kazalce tržne vrednosti je tako značilno, da se spreminjajo pogosteje kot ostali kazalci v času. Ker se tržne vrednosti delnic spreminjajo dnevno, se posledično dnevno spreminja tudi vrednost tovrstnih kazalcev (Sekavčnik, 1998, str. 29).

Kazalnike lahko razdelimo v tri skupine (Damodaran, 2001, str. 262). Prva skupina so kazalniki, ki jih računamo na podlagi dobičkov, v drugo skupino sodijo kazalniki, ki temeljijo na knjigovodskih vrednostih, v tretjo skupino pa uvrščamo kazalnike, izračunane na podlagi prihodkov.

#### 3.2.2.4.1 Kazalec P/E<sup>10</sup> oziroma multiplikator čistega dobička

Multiplikator čistega dobička je najpogosteje uporabljen kazalnik relativnih vrednosti, a žal tudi najpogosteje zlorabljen oziroma napačno uporabljen. Metoda multiplikatorja, tako kot vsi kazalniki relativnih vrednosti, temelji na tržni zasnovi, saj je vedno en člen v ulomku vezan na tržno vrednost delnice. Kazalec P/E nam kaže razmerje med ceno delnice podjetja in njegovim čistim dobičkom na delnico.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{TRŽNA CENA DELNICE}}{\text{ČISTI DOBIČEK NA DELNICO (EPS)}} ; \text{EPS} = \frac{\text{ČISTI DOBIČEK}}{\text{ŠTEVILO DELNIC}}$$

Čisti dobiček na delnico (ang. Earnings per Share - EPS) je razmerje med čistim dobičkom in številom izdanih delnic. Iz čistega dobička so odštete prednostne dividende neparticipativnih prednostnih delnic, od izdanih delnic podjetja pa so odštete odkupljene lastne delnice podjetja. Kazalnik kaže, koliko čistega dobička je podjetje v določenem obdobju ustvarilo na eno delnico (Slapničar, 2003, str.11).

Kazalnik P/E odraža pričakovanja investitorjev. Dobra podjetja imajo navadno visoko vrednost, to pa pomeni, da bo denar v vloženo delnico lahko povrnjen kasneje, kot če bi bila vrednost kazalnika nizka. Visoka vrednost kazalnika navadno pomeni visoko zaupanje v delnico, a previsoka vrednost lahko spet pomeni nizek dobiček na delnico. Nizka vrednost kazalnika pokaže, da imajo investitorji malo zaupanja v finančno uspešnost podjetja ter da za delnico niso pripravljeni plačati veliko (Slapničar, 2003, str. 19).

P/E kazalec v bistvu predstavlja mnogokratnik čistega dobička, kar pomeni, da moramo za delnico, ki kotira pri P/E= 8, plačati toliko denarnih enot, kot znaša 8 čistih dobičkov na delnico podjetja, v katerega investiramo. Ali drugače povedano, pripravljeni smo plačati 8 denarnih enot za eno denarno enoto čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo v zadnjem letu (Pintar, 2000, str. 41).

---

<sup>10</sup> P/E je kratica za Price per Share / Earnings per Share (EPS). Slovenska različica izraza je T/D, kar pomeni Tečaj delnice / Dobiček na delnico.

#### 3.2.2.4.2 Kazalec P/B<sup>11</sup>

Zelo veliko se uporablja tudi multiplikator knjigovodske vrednosti. Izračunamo ga na podoben način kot multiplikator čistega dobička, le da v imenovalcu namesto čistega dobička uporabimo knjigovodsko vrednost delnice. Slednja se računa tako, da celoten lastniški kapital podjetja delimo s številom navadnih delnic.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{TRŽNA CENA DELNICE}}{\text{KNJIGOVODSKA CENA DELNICE}}$$

$$\text{KNJIGOVODSKA VREDNOST DELNICE} = \frac{\text{LASTNIŠKI KAPITAL}}{\text{ŠTEVILO NAVADNIH DELNIC}}$$

V primeru, da je vrednost kazalca enaka 1, to pomeni, da moramo za delnico podjetja plačati točno toliko, kot znaša njena knjigovodska vrednost. Nekateri analitiki velikokrat smatrajo delnice, katerih vrednost kazalca je manjša od 1, za »varnejše«, saj imajo knjigovodsko vrednost delnice za »osnovo« tržne vrednosti delnice. Pogosto so mnenja, da tržna vrednost delnice ne more pasti pod njeno knjigovodsko vrednost, saj imajo lastniki vedno možnost ukinitve podjetja in odprodaje njegovih sredstev po knjigovodski vrednosti. Vendar pa se veliko ukinjenih podjetij ne proda po knjigovodski vrednosti, zato je tovrstno prepričanje zmotno (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 583).

Če ima kazalec vrednost, ki je večja od 1, to pomeni, da ima podjetje možnost dosegati takšno dobičkonosnost, ki presega zahtevano dobičkonosnost. Razlika v dobičkonosnosti je tako večja od nič, zato je takšno podjetje sposobno ustvarjati vrednost. Podjetje ima tržno vrednost večjo od svoje knjigovodske vrednosti. Razliko, ki pri tem nastaja, imenujemo dobro ime (goodwill). Vrednost dobrega imena nam tako predstavlja sedanjo vrednost prihodnjega poslovanja podjetja (Rader, 2002, str. 13-14).

#### 3.2.2.4.3 Kazalec P/S<sup>12</sup>

Pri relativnih kazalcih, ki v svojem imenovalcu uporabljajo računovodsko postavko dobiček, lahko včasih pride do težav. Zato so analitiki začeli uporabljati nekoliko drugačen kazalec, ki v imenovalcu namesto dobička uporablja prihodke iz prodaje, imenuje pa se multiplikator prodaje. Prihodki iz prodaje so namreč ena izmed postavk, ki se ne glede na uporabljene različne računovodske standarde med seboj ne razlikujejo. V SRS in MRS je ponavadi višina prodaje popolnoma enaka in je kot takšna ena izmed redkih postavk v izkazu poslovnega izida, kjer se vrednosti ujemajo (Cook, Lavrenčič, 2000, str. 23).

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{TRŽNA KAPITALIZACIJA}}{\text{PRIHODKI}} \quad \text{oz.} \quad \frac{P}{S} = \frac{\text{TRŽNA CENA DELNICE}}{\text{PRIHODKI NA DELNICO}}$$

<sup>11</sup> P/B pomeni Price / Book Value oziroma tržna cena delnice v primerjavi s knjigovodsko ceno delnice.

<sup>12</sup> P/S pomeni Price to Sales oziroma tržna cena delnice v primerjavi s prihodki od prodaje na delnico.

Multiplikator prodaje je samo eden izmed nadomestil za multiplikator čistega dobička. V enačbi vidimo, da se v števcu kazalca P/S uporablja tržna vrednost podjetja, v imenovalcu pa se uporabljajo prihodki, ali natančneje čisti prihodki iz prodaje. Če bi oba podatka delili s številom delnic, bi tako v števcu imeli tržno ceno delnice, v imenovalcu pa prihodke iz prodaje na delnico, kar je seveda tudi pravilno. Kazalec nam tako pove, kolikokratnik prodaje na delnico je potrebno odšteti za delnico podjetja (Rader, 2002, str. 17).

Med glavne vzroke za uporabo tega kazalca se uvrščajo (Damodaran, 2001, str. 320):

- Dobički podjetij so lahko negativni za veliko podjetij, medtem ko so prihodki od prodaje značilni za še tako problematična podjetja kot tudi za zelo mlada podjetja.
- Dobički podjetij in knjigovodske vrednosti podjetij so močno odvisni od uporabljenih računovodskih metod. Na dobičke lahko vplivamo z amortizacijo, zalogami, izrednimi odhodki itd. Na drugi strani so manipulacije s prihodki iz prodaje praktično nemogoče oz. bistveno težje.
- Prihodki iz prodaje se bistveno manj spreminjajo kot čisti dobiček in so zato bolj zanesljivi. Če npr. prihodki iz prodaje upadejo za 10 odstotkov, podjetje pa ne uspe ustrezno prilagoditi svojih stroškov, lahko dobički padejo za 100 odstotkov ali več.

#### 3.2.2.4.4 Kazalec EV/EBITDA<sup>13</sup>

Multiplikator čistega dobička je lahko povezan s številnimi težavami. V izogib tem težavam se je v praksi razvil drug kazalec, ki te težave bolj ali manj uspešno odpravlja, v zadnjem desetletju pa je pridobil zagovornike s strani mnogih analitikov. Logika kazalca ostane pri tem popolnoma enaka kot pri kazalcu P/E, drugačna pa sta tako števec kot imenovalec. Kazalec izračunamo po naslednji formuli:

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{TRŽNA KAPITALIZACIJA} + \text{TRŽNA VRED. DOLGA} - \text{LIKVIDNA FINANČNA SRED.}}{\text{DOBIČEK IZ POSLOVANJA} + \text{AMORTIZACIJA}}$$

Pri čemer se tržna kapitalizacija in tržna vrednost dolga računata po formuli:

$$\text{TRŽNA KAPITALIZACIJA} = \text{ŠTEVILO DELNIC} * \text{CENA DELNICE}$$

$$\text{TRŽNA VREDNOST DOLGA} = \text{DOLG. OBVEZNOSTI} + \text{KRATK. OBVEZNOSTI IZ FINANCIJANJA}$$

$$\text{LIKVIDNA FINANČNA SREDSTVA} = \text{KRATK. FINANČNE NALOŽBE} + \text{DENAR}$$

<sup>13</sup> EV je okrajšava za Enterprise Value in predstavlja tržno vrednost podjetja, povečano za neto dolg podjetja. EBITDA je okrajšava za Earnings Before Interest Tax Amortization and Depreciation in pomeni dobiček iz poslovanja, povečan za amortizacijo.

V števcu se odštevajo kratkoročne naložbe in denar, ker ti dve postavki na aktivni strani bilance stanja prinašata obresti, ki v izkazu poslovnega izida predstavljajo prihodke od financiranja, ti pa v dobičku iz poslovanja niso upoštevani. Upoštevamo jih šele v dobičku iz rednega delovanja. S tem, ko ju v formuli odštejemo, zagotavljamo potrebno doslednost med števcem in imenovalcem. Če tega ne storimo, bi se to kazalo v precenjeni vrednosti kazalca.

Obstajajo trije temeljni razlogi za uporabo tovrstnega kazalca (Damodaran, 2001, str. 316):

- Med podjetji najdemo bistveno manj tistih, ki bi imela negativen dobiček iz poslovanja, kot pa podjetij, ki imajo negativen čisti dobiček.
- Podjetja uporabljajo različne metode amortiziranja svojih sredstev. Amortizacija predstavlja strošek in kot takšna znižuje čisti dobiček podjetja, odvisno od uporabljene metode amortizacije. Če dobičku iz poslovanja prištejemo amortizacijo, izničimo vpliv amortizacije na dobiček iz poslovanja. Ker amortizacija tako nima vpliva na EBITDA, dobimo v imenovalcu podatek, ki je bistveno manj podvržen računovodskim manipulacijam, kot je lahko čisti dobiček, kar zopet govori v prid kazalcu EV/EBITDA.
- Kazalec lahko uporabljamo tudi pri primerjavi podjetij, ki imajo različne finančne vzvode. Števec namreč predstavlja vrednost podjetja, imenovalec pa dobiček iz poslovanja, ki ne vsebuje odhodkov v zvezi z dolgovi podjetja.

Slovenski analitiki se zaradi posebnosti računovodskih standardov pri svojih analizah in primerjavah s tujimi sorodnimi podjetji raje zatekajo h kazalcu EV/EBITDA kot pa h kazalcem P/E in P/B.

### 3.2.3 Kritika ekonomskega modela

Prednost ekonomskega modela v primerjavi z računovodskim je predvsem v uporabi ekonomskega dobička namesto računovodskega. Ker kazalniki ekonomskega modela izhajajo iz računovodskih podatkov, lahko kot skupne pomanjkljivosti navedem naslednje (Košir, 2003, str. 40):

- Zaradi računovodskih podatkov dobimo informacije o preteklih knjigovodskih vrednostih, ne pa o sedanjih tržnih vrednostih.
- Sliko o uspešnosti poslovanja težko dobimo na osnovi enega samega kazalnika, saj imamo opravka s sodobnimi zapletenimi poslovnimi sistemi, kjer na uspešnost poslovanja vpliva mnogo dejavnikov, ki pa bi jih težko strnili v en sam kazalnik. Za kvaliteten vpogled v uspešnost poslovanja, je zato potrebno izdelati sistem več kazalnikov, ki se med seboj dopolnjujejo.
- Zaradi želje po takojšnjem uspehu poslovodstvo velikokrat pozabi na dolgoročne interese in sprejme poslovne odločitve, ki na dolgi rok lahko celo negativno vplivajo na uspešnost poslovanja.

### 3.3 Uravnoteženi sistem kazalnikov uspešnosti (BSC<sup>14</sup>)

Uravnoteženi sistem kazalnikov uspešnosti je metodologija, ki sta jo leta 1990 z raziskavo »Merjenje uspešnosti v organizaciji prihodnosti« začela razvijati Robert Kaplan in David Norton (Kaplan, Norton, 2000, str. 8). Bistvo modela je, da gre za uravnoteženost finančnih in nefinančnih informacij o uspešnosti uresničevanja ciljev podjetja.

Uravnoteženi sistem kazalnikov uspešnosti obsega celotni nadzor nad uresničevanjem strategije prek naslednjih dejavnikov (Kaplan, Norton, 2000, str. 22):

- pojasnjevanja in udejanjanje vizije in strategije;
- posredovanja in povezovanja strateških ciljev in kazalnikov uspešnosti;
- načrtovanja, zastavljanja ciljev in usklajevanja strateških pobud;
- učinkovitega pridobivanja strateških povratnih informacij.

Bistveno pri uravnoteženem sistemu kazalnikov uspešnosti je, da mora podjetje za uspešen nadzor nad uresničevanjem strategije spremljati izvajanje strategije celostno in ne omejeno le na finančni del. Merjenje je pogoj, da se nekaj udejanji. V primeru merjenja samo finančnih rezultatov se poslovodstvo osredotoči le na ta del, kar pa vodi v kratkoročno usmerjenost (Košir, 2003, str. 46).

Strategija je pot, po kateri bo podjetje lahko doseglo postavljeno vizijo. Uravnoteženi sistem kazalnikov uspešnosti torej pomaga prevesti strategijo podjetja v konsistenten splet kazalcev, s katerimi presojamo uspešnost izvajanja strategije podjetja (Kaplan, Norton, 1996, str. 10-12).

#### 3.3.1 Osnovni vidiki uravnoteženega sistema kazalnikov uspešnosti

Avtorja (Kaplan, Norton, 2001, str. 36) sta opredelila model kot strukturo štirih vidikov in s tem štirih skupin kazalcev. Pri uravnoteženem sistemu kazalnikov govorimo o naslednjih štirih vidikih:

- Finančni vidik je vidik lastnikov podjetja, zato kazalci, vključeni v ta vidik, vključujejo temeljno mero uspešnosti poslovanja in druge finančne kazalce.
- Vidik poslovanja s strankami vsebuje kazalce za spremljanje uspešnosti poslovanja, kot ga vidijo stranke.
- Vidik notranjih poslovnih procesov vključuje kazalce za najpomembnejše notranje procese. Ti procesi so tisti, kjer se mora podjetje najbolj odlikovati, če želi zadovoljiti kupce in lastnike.

---

<sup>14</sup> Ang. The Balanced Scorecard - BSC - v Sloveniji se prevaja različno, in sicer (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 2003, str. 765) : uravnoteženi izkaz (Rejc), uravnotežene karte poslovnih dosežkov (Pučko), model uravnotežene uspešnosti podjetja (Kavčič), model BSC (Bergant).

- Vidik učenja in rasti preko izbranih kazalcev odraža sposobnosti zaposlenih, kakovost sistemov in organizacijskih postopkov v podjetju, ki so osnova za organizacijsko učenje in rast.

**Finančni kazalniki** se v uravnoteženem sistemu kazalnikov uspešnosti ohranjajo, saj so zelo koristni pri povzemanju zlahka izmerljivih ekonomskih posledic že sprejetih ukrepov. Finančni kazalci naj bi prikazali, ali strategija organizacije vodi k izboljšanju finančnih rezultatov. Navadno so vezani na dobičkonosnost, rast, vrednost delnice ali pa na ekonomsko dodano vrednost (Kaplan, Norton, 2000, str. 37).

**Pogled strank** na podjetje je zelo pomemben za razvoj obstoječih in nadaljnjih poslov, zato mora podjetje odnos do stranke in obratno spremljati na osnovi različnih dejavnikov. Osnovni ali splošni kazalniki na tem področju so: tržni deleži, ohranjanje poslov pri stranki, pridobivanje stranke z novimi proizvodi in storitvami, zadovoljstvo stranke itd. Vidik strank vključuje poleg osnovnih kazalnikov tudi kazalnike, ki so specifični za vsak segment strank in predstavljajo tiste dejavnike, ki so ključnega pomena pri odločitvi, ali bodo stranke zamenjale dobavitelja ali mu bodo ostale zveste. Vidik poslovanja s strankami omogoča vodstvu podjetja izoblikovati strategijo s poudarkom na strankah in trgu, ki bo prinesla boljše prihodnje finančne donose (Kaplan, Norton, 2000, str. 38).

Zunanjo uspešnost in notranjo učinkovitost podjetja odražata **notranji in poslovni vidik**. Celotni poslovni proces, ki ga tvorijo inovacijski procesi, proizvodni procesi in poprodajni procesi, je pomemben ne samo zaradi odločilnih vplivov na finančne rezultate in vidik strank, temveč tudi zaradi časovnega dejavnika. Skupina procesov inoviranja podpira pozicijo podjetja, ki stavi na edinstven produkt. Pri skupini procesov ravnanja s strankami skuša podjetje doseči »intimnost« s strankami, kar lahko naredi na področjih, kot so implementacija rešitev, odnosi s stranko in svetovanje. Vidik notranjih poslovnih interesov vključuje tudi izvedbene procese, ki omogočajo razvoj pozicije odličnega izvajalca. Poleg teh treh osnovnih skupin procesov je še ena skupina, ki navadno ni neposredno vezana na poslovanje s strankami, in sicer regulacijski oziroma okoljevarstveni procesi. Ti vključujejo procese za zagotavljanje zdravja in varnosti delavcev, varovanje okolja in socialne pomoči (Kaplan, Norton, 2000, str. 91).

Četrti vidik je **vidik učenja in rasti**, ki je podlaga vseh strategij in kaže, katero infrastrukturo mora podjetje razviti za podporo svojih notranjih procesov in za potrebe svojih strank, kar vodi do dolgoročne rasti in izboljšav, ki se nenazadnje odražata tudi v ustreznih finančnih rezultatih.

Učenje in rast v organizaciji izhajata iz treh virov: ljudi, sistemov in organizacijskih postopkov. Prvi trije vidiki uravnoteženega sistema kazalnikov uspešnosti navadno razkrijejo razkorak med trenutnimi zmožnostmi ljudi, sistemov in postopkov in tem, kar bi bilo potrebno za skokovito doseganje uspešnosti. Za premostitev tega razkoraka je potrebno vlagati v dodatno izobraževanje, izboljšanje informacijske tehnologije in sistemov ter uskladitev postopkov in poteka dela v podjetju. Kazalniki, ki temeljijo na zaposlenih,



vključujejo mešanico splošnih kazalnikov rezultatov (npr. zadovoljstvo, ohranjanje zaposlenih itd.) skupaj s specifičnimi gibalci teh splošnih kazalnikov, kot so sezname specifičnih znanj potrebnih v novem okolju (Kaplan, Norton, 2000, str. 40).

Če vse skupaj povzamemo, gre pri uravnoteženem sistemu kazalnikov uspešnosti za spreminjanje vizije in strategije podjetja v cilje in kazalnike v okviru uravnoteženega zbira vidikov. V sistem so vključeni kazalniki zelenih rezultatov ter procesov, ki bodo vodili k zelenim prihodnjim rezultatom (Kaplan, Norton, 2000, str. 41).

### **3.3.2 Vpeljava uravnoteženega sistema kazalnikov uspešnosti**

Pri vpeljavi uravnoteženega sistema kazalnikov uspešnosti se podjetja srečajo s problemom, katere kazalnike izbrati, da bo strategija celovito pokrita, in kako spremljati in meriti rezultate ter primerno ukrepati. Kar se tiče izbire kazalnikov, metodologija rešuje problem tako, da opredeljuje štiri vidike, kazalniki pa naj bi pokrivali ključne elemente teh vidikov. Ključno pri vsej stvari je, da si pri prevajanju strategije v kazalnike pomagamo z vizualizacijo strategije s pomočjo tako imenovane strateške mape (ang. strategy map), s katero prikažemo glavno strukturo strategije, kar olajša izbiro kazalnikov (Javornik, 2001, str. 55).

Pomembno je tudi merjenje uresničevanja strategije. Podlaga za merjenje so kratkoročne ciljne vrednosti dolgoročnih dejavnikov uspeha, ki služijo kot mejniki. Če ti kazalniki ne dosegajo kratkoročnih vrednosti, potem je potrebno spremeniti kazalnike. Dobra stran modela je v tem, da se kazalniki po potrebi lahko spreminjajo in sicer predvsem na podlagi povratnih informacij, saj je prvotna izbira kazalnikov precej slučajna. S povratnimi informacijami se sistem izboljšuje (Košir, 2003, str. 51-52).

### **3.3.3 Izbira ustreznih kazalnikov**

Sama strategija ima navadno nekaj osnovnih idej oziroma glavnih strateških tem, kjer vsaka izmed njih pokriva oziroma vključuje nekaj strateških ciljev. Kazalnike izbiramo tako, da za vsak cilj izberemo enega ali več kazalnikov, vendar moramo pri tem paziti, da ne vključimo preveč kazalnikov (ne več kot 20-25 za vse štiri vidike), sicer se izgubi pregled nad uspešnostjo poslovanja. Problem pri kazalnikih nastane, ker za določene kazalnike podjetje niti ne zbira podatkov, drug problem je v izbiri kazalnika, ki bi v celoti pokrival strateški cilj (Košir, 2003, str. 52).

Za posamezne kazalnike je potrebno tudi določiti mejne vrednosti, kar omogoča merjenje uresničevanja zastavljenih ciljev in na podlagi tega tudi ukrepanje v primeru odklona. Podjetje mora imeti razvit nadzorni sistem, kar pomeni, da se kazalniki periodično spreminjajo glede na spremembe v okolju in ugotovitve, do katerih pridejo zaposleni v podjetju (Košir, 2003, str. 52).

### 3.3.4 Prednosti in slabosti

Ena od prednosti uravnoveženega sistema kazalnikov je njegova splošna uporabnost, saj ga lahko uporabljajo podjetja v katerikoli gospodarski panogi. Različna konkurenčna okolja zahtevajo različne spletke kazalnikov, ki morajo biti prilagojeni viziji oziroma poslanstvu podjetja, strategiji, tehnologiji in organizacijski kulturi. Prednosti uravnoveženega sistema kazalnikov so še (Rejc, 1998, str.500; Hočevar, 2004, str. 5-6):

- *povezanost* - gre za povezovanje in usklajevanje številnih navidezno ločenih, v resnici pa medsebojno odvisnih področij konkurenčnega poslovanja;
- *nefinančni kazalniki* - nekatera podjetja jih že uporabljajo za presojanje uspešnosti svojih dejavnosti, vendar ne določijo, kateri kazalniki so ključni za presojanje uspešnosti poslovanja podjetja kot celote. Metoda BSC zahteva, da managerji izberejo omejeno število kazalnikov za vsakega od štirih vidikov in se osredotočijo na ključne dejavnike doseganja strategije podjetja in tako odpravljajo vrzel med kratkoročnim merjenjem uspešnosti (s finančnimi kazalniki) in merjenjem dolgoročne uspešnosti;
- *uresničevanje strategije* - je bistvo metode BSC. Za klasične metode merjenja uspešnosti je bil značilen nadzor, saj so le-te na podlagi finančnih kazalnikov določale, kaj morajo zaposleni storiti, nato pa nadzirale njihovo uspešnost. V sodobnih okoliščinah ni mogoče natančno predpisati, kako naj zaposleni dosegajo cilje. Metoda BSC vključuje zaposlene v izbiro takšnih dejanj, ki bodo vodile do skupnega cilja, zato je pomembno, da so s to metodo seznanjeni vsi zaposleni;
- *uporabnost* - uporabniki informacij so tako notranji kot zunanji. Finančni kazalniki in kazalniki odnosa s strankami so zunanji kazalniki, drugi dve skupini kazalnikov pa prikazujeta notranje poslovanje podjetja.

Metoda BSC odpravljajo slabosti klasičnih računovodskih meril, kljub temu pa bi se v podjetju morali zavedati nekaterih omejitev uravnoveženega sistema kazalnikov (Hočevar, 2004, str. 6):

- *»novost«* - BSC ni revolucionarna metoda merjenja uspešnosti poslovanja. V teoriji in tudi v praksi so že uvajali nefinančne kazalnike za merjenje uspešnosti poslovanja, podjetja morajo samo dopolniti obstoječe merjenje;
- *nepopolnost* - metoda BSC zajema številna pomembna področja poslovanja, vendar predlagani kazalniki niso popolni;
- *obsežnost* - BSC je obsežen sistem kazalnikov in informacij, kar lahko povzroči težave pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja podjetja kot celote oziroma pri primerjanju poslovanja podjetja z drugimi, prav tako ni možna primerjava rezultatov v času, saj se kazalniki sprti spreminjajo in dopolnjujejo.

Nastanek novejših metod merjenja uspešnosti je posledica nezadovoljstva s klasičnimi računovodskimi metodami, ki ne zagotavljajo več ustreznih informacij v sodobnem konkurenčnem okolju.

## **4 ANALIZA USPEŠNOSTI POSLOVANJA DRUŽBE PETROL, D.D., LJUBLJANA Z RAČUNOVODSKIMI KAZALNIKI**

### **4.1 Predstavitev družbe Petrol, d.d., Ljubljana**

Podjetje Petrol je bilo formalno ustanovljeno 5. junija 1945, in sicer kot slovenska podružnica tedanjega državnega podjetja Jugopetrol. Do izteka leta 1996 oziroma do preoblikovanja v zasebno delniško družbo je poslovalo v različnih organizacijskih oblikah.

Delniška družba Petrol je največje slovensko energetska podjetje, največji slovenski uvoznik, sočasno pa tudi ena največjih slovenskih trgovskih družb. Med »velike« se uvršča tako po vrednosti aktive in ustvarjenih čistih prihodkov ter dobička kot tudi po številu zaposlenih in delničarjev.

Temeljno dejavnost družbe predstavlja trgovanje z naftnimi proizvodi, ostalim trgovskim blagom in storitvami. Petrol, d.d., je na slovenskem maloprodajnem trgu naftnih derivatov z 287 bencinskimi servisi v letu 2003 pokrival 69-odstotni tržni delež, sočasno pa je predstavljal tudi pomembnejšega trgovca z blagom za široko potrošnjo. Kot absolutni oziroma večinski lastnik 12 odvisnih podjetij, ki se ukvarjajo z enako oziroma s sorodnimi dejavnostmi, v skupini Petrol predstavlja obvladujočo družbo, ki realizira tudi pretežni del vseh poslov, prihodkov oziroma poslovnega izida skupine.

S poslovno dejavnostjo (naftni derivati, plin, ostali energenti) Petrol v povprečju ustvarja okrog 80 odstotkov vseh prihodkov od prodaje, medtem ko z blagom za široko porabo in s storitvami ustvarja preostalih 20 odstotkov prihodka.

Družba Petrol je v letu 2003 prodala 1,79 milijona ton nafte, njenih proizvodov in plina ter s tem za 2 odstotka preseгла načrtovano količinsko prodajo. Hkrati je prodala za 34,6 milijarde tolarjev trgovskega blaga, s čimer je načrt preseгла za 8 odstotkov, s prodajo storitev v višini 4,4 milijarde tolarjev pa je bil načrt presežen kar za 19 odstotkov.

Leto 2003 je zaključila z 284 milijardami tolarjev čistih prihodkov od prodaje in s čistim poslovnim izidom v višini 6 milijard tolarjev. Glede na 72 milijard tolarjev kapitala to pomeni njegovo 8,6-odstotno donosnost.

V primerjavi z letom 2002 je družba Petrol, d.d., čiste prihodke od prodaje povečala za 8 odstotkov, medtem ko se je njen čisti poslovni izid glede na leto prej povečal za 15 odstotkov.

Pretežni del poslov Petrol zaenkrat realizira na slovenskem trgu. Razpolaga z uveljavljeno krovno blagovno znamko in s štirimi prepoznavnimi izdelčnimi oziroma storitvenimi znamkami – Proton, Magna, Hip-Hop in Na jasi. Družbo odlikujeta tudi močan tržni in finančni položaj. Razvejana in sodobna maloprodajna mreža je Petrolova absolutna konkurenčna prednost.

## 4.2 Kazalniki računovodskega modela

V nadaljevanju računam in praktično razlagam vse kazalnike računovodskega modela, ki so teoretično razloženi v poglavju o kazalnikih za presojanje uspešnosti poslovanja z računovodskim modelom.

### 4.2.1 Kazalniki stanja financiranja

Kazalniki stanja financiranja so izračunani s pomočjo podatkov iz bilance stanja družbe Petrol, d.d., Ljubljana<sup>15</sup> za proučevano obdobje. Za kazalnik pokritje obresti pa so uporabljeni podatki iz izkaza poslovnega izida družbe Petrol, d.d., Ljubljana<sup>16</sup> in podatki o finančnih odhodkih za obresti iz letnega poročila Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Tabela 4: Izračun kazalnikov stanja financiranja za leti 2002 in 2003

<b>Kazalniki stanja financiranja</b>	2003	2002	I 03/02
Stopnja lastniškosti financiranja	46,36 %	49,05 %	94,5
Stopnja dolžniškosti financiranja	53,64 %	50,95 %	105,3
Stopnja dolgoročnosti financiranja	66,09 %	63,87 %	103,5
Stopnja kratkoročnosti financiranja	33,91 %	36,13 %	93,6
Pokritje obresti	4,17	4,18	99,8

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Iz kazalnika stopnja lastniškosti financiranja vidimo, da se je delež kapitala v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 zmanjšal, po drugi strani pa se je delež dolgov v financiranju povečal v letu 2003 v primerjavi z letom 2002. Zaradi manjšega deleža kapitala oziroma večjega deleža dolgov v celotni pasivi, se je povečalo tveganje za upnike oziroma zmanjšalo tveganje, ki ga nosijo lastniki.

Delež trajnega in dolgoročnega financiranja se je v letu 2003 povečal za 3,5 %, medtem ko se je delež kratkoročnega financiranja zmanjšal za 6,4 % v letu 2003 v primerjavi z letom 2002. Iz kazalnika pokritje obresti lahko vidimo, da podjetje nima problemov s plačevanjem obresti, saj je dobiček iz poslovanja kar štirikrat večji kot znašajo odhodki za obresti. Sam kazalnik se ni bistveno spremenil v letih 2002 in 2003.

### 4.2.2 Kazalniki stanja investiranja

S kazalniki stanja investiranja odločamo o investicijskih projektih v posamezne vrste sredstev. Vsi so izračunani s podatki iz bilance stanja za leti 2002 in 2003.

<sup>15</sup> V nadaljevanju samo bilanca stanja.

<sup>16</sup> V nadaljevanju samo izkaz poslovnega izida.

Tabela 5: Izračun kazalnikov stanja investiranja za leti 2002 in 2003

<b>Kazalniki stanja investiranja</b>	2003	2002	I 03/02
Stopnja osnovnosti investiranja	48,12 %	50,75 %	94,8
Stopnja obratnosti investiranja	25,99 %	28,05 %	92,7
Stopnja finančnosti investiranja	25,73 %	20,98 %	122,6

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Primerjava vrednosti kazalnika osnovnosti investiranja pokaže, da se je delež osnovnih sredstev v sredstvih podjetja zmanjšal.

Kazalnik obratnosti investiranja pokaže zmanjšanje gibljivih sredstev za 7,3 % v vseh sredstvih v letu 2003 v primerjavi z letom 2002.

Delež finančnih naložb v celotnih sredstvih podjetja pa se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečal kar za 22,6 %. Iz tega sledi, da sta se kazalnika osnovnosti investiranja in obratnosti investiranja zmanjšala prav zaradi velikega povečanja finančnih naložb med celotnimi sredstvi.

#### 4.2.3 Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja

Pri kazalnikih vodoravnega finančnega ustroja izhajamo iz podatkov na aktivni in pasivni strani bilance stanja in jih med seboj primerjamo. Izračuni so narejeni s pomočjo podatkov iz bilance stanja za proučevani leti.

Tabela 6: Izračun kazalnikov vodoravnega finančnega ustroja za leti 2002 in 2003

<b>Kazalniki vodoravnega finančnega ustroja</b>	2003	2002	I 03/02
Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev	0,96	0,96	100
Koeficient dolgoročne pokritosti dolg. sredstev in zalog	0,85	0,79	107,6
Kratkoročni koeficient	0,90	0,81	111,1
Pospešeni koeficient	0,67	0,55	121,8
Hitri koeficient	0,14	0,08	175

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev se v izračunanih letih ni spreminjal. Vrednost koeficienta je malo manjša od ena kar pomeni, da se zelo majhen del osnovnih sredstev financira z dolžniškimi viri, ostalo pa financirajo lastniki.

Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev in zalog se je povečal za 7,6 % oziroma 6 odstotnih točk. Skoraj vsa dolgoročna sredstva in zaloge je podjetje financiralo z dolgoročnimi viri, ostali del pa s kratkoročnimi viri.

Kratkoročni koeficient se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečal z 0,81 na 0,90, kar pomeni, da se je sodeč po tem plačilna sposobnost podjetja izboljšala. Pospešeni koeficient se je v proučevanih letih prav tako povečal, kar pomeni, da je pokritost večja. Hitri koeficient se je močno povečal, saj je v letu 2002 znašal 0,08, v letu 2003 pa 0,14, vendar je vrednost kazalnika v letu 2003 še vedno majhna. V danem trenutku bi lahko rekli, da podjetje težko

poravna svoje kratkoročne obveznosti, vendar kot sem že omenil v teoretičnem delu, je ta kazalnik lahko zavajajoč.

#### 4.2.4 Kazalniki obračanja in dnevi vezave

Kazalniki obračanja izražajo velikost prihodkov, ki jih podjetje ustvari z obstoječimi sredstvi, z njimi proučujemo hitrost obračanja posameznih vrst sredstev. Izračunani so s pomočjo podatkov iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida za leti 2002 in 2003.

Tabela 7: Izračun kazalnikov obračanja in dni vezave za leti 2002 in 2003

<b>Kazalniki obračanja</b>	2003	2002	I 03/02
Obračanje celotnih sredstev	2,01	2,09	96,2
Koeficient obračanja zalog	23,48	24,22	96,9
Dnevi vezave zalog (dnevi)	15,5	15,1	
Koeficient obračanja terjatev iz poslovanja	11,22	11,58	96,9
Dnevi vezave terjatev (dnevi)	32,5	31,5	

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Obračanje celotnih sredstev se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 zmanjšalo. Če število dni v letu delimo s kazalnikom, dobimo dobo vezave celotnih sredstev. Dnevi vezave celotnih sredstev so se nekoliko povečali, saj se je kazalnik zmanjšal, kar pomeni, da je obračanje celotnih sredstev malo počasnejše.

Koeficient obračanja zalog se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 zmanjšal za 3,1 %. Dnevi vezave zalog so se povečali v letu 2003 v primerjavi z letom 2002, kar pomeni, da je denar vezan v zalogah daljše časovno obdobje.

Iz izračuna je razvidno, da se je koeficient obračanja terjatev iz poslovanja zmanjšal za 3,1 %. To pomeni, da je podjetje pri izterjavi slabše in da so se dnevi izterjave povečali.

#### 4.2.5 Kazalniki gospodarnosti

Podjetje posluje gospodarno, ko so prihodki večji od odhodkov. Večja kot je razlika med prihodki in odhodki, večja je gospodarnost. Kazalniki gospodarnosti so izračunani s podatki iz izkaza poslovnega izida za proučevano obdobje.

Tabela 8: Izračun kazalnikov gospodarnosti za leti 2002 in 2003

<b>Kazalniki gospodarnosti</b>	2003	2002	I 03/02
Koeficient celotne gospodarnosti	1,022	1,020	100,2
Koeficient gospodarnosti poslovanja	1,016	1,013	100,3
Čista dobičkovnost prihodkov	0,021	0,019	110,5

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Kazalnik celotne gospodarnosti se v letih 2003 in 2002 praktično ni spremenil. Vrednost tega kazalnika je v obeh letih večja od 1, kar pomeni, da je podjetje poslovno uspešno.

Tudi kazalnik gospodarnost poslovanja se ni v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 skoraj nič spremenil. Vrednost tega kazalnika je malo večja od 1, kar pomeni, da je koeficient gospodarnosti poslovanja pozitiven.

Čista dobičkovnost prihodkov se je povečala za dobrih 10 %. Podjetje je poslovalo pozitivno, saj je vrednost kazalnika pozitivna.

#### 4.2.6 Kazalniki dobičkonosnosti

V kazalnikih dobičkonosnosti se odraža delovanje, sposobnost in učinkovitost posloводства. Izračunani so s pomočjo bilance stanja in izkaza poslovnega izida v letih 2002 in 2003.

Tabela 9: Izračun kazalnikov dobičkonosnosti za leti 2002 in 2003

<b>Kazalniki dobičkonosnosti</b>	2003	2002	I 03/02
Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala (ROE)	0,0883	0,0816	108,2
Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev (ROA)	0,0411	0,0405	101,5

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

V letu 2003 se je čista dobičkonosnost kapitala v primerjavi z letom 2002 povečala za 8,2 %. Omenjeni kazalnik je zanimiv predvsem z vidika lastnikov, saj jih zanima njihov dobiček na vloženi kapital, da bi ga lahko primerjali z dobičkom povprečne naložbe v gospodarstvu. Vrednost kazalnika nam pove, da je približno 9 enot ustvarjenega dobička prišlo na 100 enot vložnega kapitala v letu 2003 in nekaj več kot 8 enot v letu 2002.

Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečal za 1,5 %. Podjetje je za malenkost povečalo dobiček, ki ga zasluži z obstoječimi sredstvi, in s tem je bilo posloводство tudi malo bolj uspešno pri upravljanju sredstev.

#### 4.3 Kazalniki ekonomskega modela

V nadaljevanju so praktično razloženi in izračunani nekateri kazalniki ekonomskega modela, ki so teoretično razloženi v poglavju o kazalnikih za presojanje uspešnosti poslovanja z ekonomskim modelom.

##### 4.3.1 Tržna dodana vrednost

Tržna dodana vrednost (MVA) izraža povečanje vrednosti vložnega kapitala.. Tržna vrednost lastniškega kapitala je izračunana s pomočjo števila navadnih izdanih delnic, pomnoženih s tečajem zadnjega trgovalnega dne v letu, knjigovodska vrednost lastniškega kapitala pa je vzeta iz bilance stanja za leti 2002 in 2003.

Tabela 10: Izračun tržne dodane vrednosti za 31.12.2002 in 31.12.2003

	31.12.2003	31.12.2002
MVA (tisoč SIT)	44.880.416	17.827.749

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Tržna dodana vrednost se je več kot podvojila, kar seveda pomeni, da se je vrednost vloženega kapitala močno povečala.

#### 4.3.2 Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih

Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih izračunamo tako, da dobičku iz poslovanja, ki je izračunan iz izkaza poslovnega izida za proučevano obdobje, odštejemo prilagojen davek z davčno stopnjo 0,25.

Tabela 11: Izračun dobička iz poslovanja za leti 2002 in 2003

v 000 SIT	2003	2002
Prihodki od prodaje	286.130.925	264.640.141
- poslovni stroški	281.600.427	261.301.477
= Dobiček iz poslovanja (EBIT)	4.530.498	3.338.664
- prilagojen davek (EBIT * 0,25)	1.132.625	834.666
= Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih	3.397.873	2.503.998

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

V letu 2003 se je dobiček iz poslovanja v primerjavi z letom 2002 povečal za približno 1.2 milijardi tolarjev. Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih, ki je pravzaprav dobiček, ki bi ga podjetje doseglo v primeru, da ne bi imelo nobenih dolgov, presežnih finančnih investicij in prihodkov, ki niso povezani s poslovanjem podjetja, je prav tako narasel, in sicer za slabo milijardo tolarjev v letu 2003 v primerjavi z letom 2002.

#### 4.3.3 Neto operativni obratni kapital in investirani kapital

Neto operativni obratni kapital mora vsebovati samo sredstva, potrebna za poslovanje osnovne dejavnosti podjetja. Izračunan je na podlagi podatkov iz bilance stanja za leti 2002 in 2003. Investirani kapital je vsota neto operativnega obratnega kapitala in stalnih sredstev, vzetih iz bilance stanja za proučevano obdobje.

Tabela 12: Izračun neto operativnega obratnega kapitala in inv. kapitala za leti 2002 in 2003

v 000 SIT	2003	2002
Neto operativni obratni kapital	3.744.271	550.119
Investirani kapital	78.881.296	70.635.062

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.



Investirani kapital se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečal iz 70,6 milijard tolarjev na 78,8 milijard oziroma za 8,2 milijardi tolarjev. Skoraj polovico tega povečanja je šlo v neto operativni obratni kapital, saj se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečal za 3,2 milijardi tolarjev.

#### 4.3.4 Tržni kazalniki

Pri kazalnikih tržne vrednosti se v števcu upošteva tržna vrednost, v imenovalcu pa vrednost ekonomske kategorije iz računovodskih izkazov. Tržni kazalniki P/E, P/B in P/S so izračunani s povprečno tržno ceno delnice. Podatki o delnici družbe so vzeti iz letnega poročila Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003, ostali pa iz izkaza poslovnega izida za proučevani leti.

Tabela 13: Izračun kazalnikov EPS, P/E, P/B in P/S za leti 2002 in 2003

	2003	2002	I 03/02
EPS	2.939	2.556	115
P/E	14,80	13,05	113,4
P/B	1,25	1,03	121,4
P/S	0,32	0,26	123

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Kazalnik EPS se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečal za 15 %. To pomeni, da se je čisti dobiček, ki ga podjetje ustvari na eno delnico, povečal. P/E se je prav tako povečal v danem obdobju, in sicer za 13,4 %. Investitorji so pripravljeni plačati 13 denarnih enot v letu 2002 oziroma skoraj 15 enot v letu 2003, za eno denarno enoto čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo.

Razmerje med povprečno tržno ceno delnice in knjigovodsko ceno delnice (P/B) se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečalo za 21,4 %. Kazalnik je v obeh primerih višji od 1, kar pomeni, da trg vrednoti podjetje bolje, kot je to izkazano v knjigah. Kazalec P/S se je povečal za 23 % v letu 2003 v primerjavi z letom 2002.

Pri izračunu kazalnika EV/EBITDA sem uporabil ceno delnice zadnjega trgovalnega dne v letu, saj le na takšen način lahko izračunamo tržno kapitalizacijo.

Tabela 14: Izračun kazalnika EV/EBITDA za 31.12.2002 in 31.12.2003

	31.12.2003	31.12.2002	I 03/02
EV/EBITDA	14,82	11,60	128,8

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Kazalnik EV/EBITDA, ki povzema karakteristike P/E in P/B, sicer brez njunih slabosti, se je v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečal za 28,8 %.

## 5 SKLEP

V svojem diplomskem delu sem z analizo uspešnosti poslovanja z računovodskimi kazalniki skušal ugotoviti, v katerem letu (2002 ali 2003) je obvladujoča družba Petrol poslovala uspešneje in na osnovi tega skušal nakazati uspešnost poslovanja podjetja nasploh. Pri tem je seveda potrebno upoštevati dejstvo, da je ta analiza z računovodskimi kazalniki omejena in s tem nepopolna že zaradi nedosegljivosti nekaterih podatkov, kot tudi zaradi omejenega obsega diplomskega dela. Z vključitvijo dodatnih kazalnikov bi gotovo dobil zanesljivejše rezultate in s tem tudi boljši vpogled v poslovanje podjetja.

Glede na analizo kazalnikov po računovodskem modelu, izračunanih iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida ter nekaterih dodatnih pojasnil, kažejo značilnosti poslovanja družbe Petrol, d.d., Ljubljana na različne trende.

Kazalniki financiranja kažejo na zmanjšanje deleža kapitala v virih sredstev in na povečanje deleža dolgov, kar naj bi pozitivno vplivalo na dobičkonosnost lastniškega kapitala, seveda pa je to odvisno tudi od samega dobička. Kazalci investiranja kažejo na zmanjšanje osnovnih sredstev in prav tako na zmanjšanje deleža obratnih sredstev, vendar pa se je finančnost investiranja močno povečala. Vsi kazalniki vodoravnega finančnega ustroja so se povečali razen kazalnika kapitalske pokritosti osnovnih sredstev, ki se ni spreminjal. To na nek način nakazuje na izboljšanje poslovanja. Vsi kazalniki obračanja kažejo na počasnejše obračanje sredstev, zalog in terjatev, vendar so spremembe zelo majhne. To pomeni, da se je gospodarjenje s sredstvi, posebej z zalogami, poslabšalo. Prav tako pa je podjetje nekoliko slabše pri izterjavi. Kazalniki gospodarnosti se v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 niso bistveno spreminjali, vendar je prišlo do majhnega izboljšanja poslovanja. Prav tako sta se oba kazalnika dobičkonosnosti povečala, kar tudi nakazuje izboljšanje poslovanja.

Tudi analiza kazalnikov po ekonomskem modelu kaže na izboljšanje poslovanja. Tržna dodana vrednost se je močno povečala, kar seveda pomeni, da se je vrednost vloženega kapitala povečala. Izračunani dobiček poslovanja in dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih kažeta na izboljšanje poslovanja, saj sta se v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečala. Prav tako velja, da lahko z optimizmom spremljamo vse tržne kazalnike. Tako je čisti dobiček na delnico v letu 2003 znašal 2.939 tolarjev in je bil v primerjavi z letom 2002 višji za 15 %. Kazalniki P/E, P/B, P/S in EV/EBITDA so se v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 povečali, kar na nek način nakazuje, da investitorji pozitivno ocenjujejo poslovanje podjetja v letu 2003.

Na podlagi vseh izračunanih kazalnikov lahko sklepam, da je bilo poslovanje družbe Petrol, d.d., Ljubljana v letu 2003 v primerjavi z letom 2002 bolj uspešno. Tako velja omeniti, da je bilo poslovno leto 2003 za Petrol najuspešnejše v zadnjem srednjeročnem obdobju. Po ustvarjenih čistih prihodkih od prodaje in čistem poslovnem izidu se je Petrol ponovno uvrstil v sam vrh slovenskega gospodarstva.

## LITERATURA

1. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 49(1998), 3, str. 87-101.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 1996. 937 str.
3. Brigham F. Eugene, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. 8<sup>th</sup> edition. London : Thomson Learning, 2004. 1038 str.
4. Cook Jacob, Lavrenčič Uroš: Vpliv posebnosti v Slovenskih računovodskih standardih na vrednotenje slovenskih podjetij. Finance, Ljubljana, 12.7.2000, str. 23.
5. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation-Measuring and Managing the Value of Companies. Third Edition. New York : John Wiley & Sons, 2000. 490 str.
6. Damodaran Aswath: The Dark Side of Valuation New York : Prentice Hall PTR, 2001. 479 str.
7. Dillon Ray, Owers James: EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization, and Relationship to NPV. Financial Practice & Education, Chicago, 7(1997), 1, str. 32-41.
8. Duhovnik Metka: Uspešnost in učinkovitost podjetja na podlagi ekonomskih in finančnih kazalnikov. Doktorska disertacija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 251 str.
9. Ehrbar Al: EVA: The Real Key to Creating Wealth. New York : John Wiley & Sons, 1998. 234 str.
10. Giacomino E. Don, Mielke E. David: Cash Flows: Another Approach to Ratio Analysis. Journal of Accountancy, New York, 175(1993), 3, str. 55-58.
11. Helfert A. E.: Techniques of Financial Analysis. 7<sup>th</sup> edition. Boston : Business one Irwin, 1991. 506 str.
12. Hočevar Marko: Prednosti in omejitve metode BSC. 7 str.  
[URL: [http://www.zls-zveza.si/RL\\_3\\_2003\\_Hocevar.pdf](http://www.zls-zveza.si/RL_3_2003_Hocevar.pdf)], 26.5.2004.
13. Javornik Marko: Vpeljava uravnoveženega sistema kazalnikov v podjetje Hermes Softlab. Magistrska naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 104 str.
14. Kaplan Robert S., Norton David P.: The Balanced Scorecard – Translating Strategy into Action. Boston : Harvard Business School Press, 1996. 322 str.

15. Kaplan Robert S., Norton David P.: Uravnoreženi sistem kazalnikov: Preoblikovanje strategije v dejanja. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 343 str.
16. Kaplan Robert S., Norton David P.: Strateško usmerjena organizacija: Praktična uporaba uravnoreženega sistema kazalnikov v novem poslovnem okolju. Ljubljana : GV Založba, 2001. 426 str.
17. Koletnik Franc: Analiziranje računovodskih izkazov. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1997. 343 str.
18. Košir Andreja: Sistem kazalnikov za presojanje uspešnosti poslovanja v podjetju Telekom Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 88 str.
19. Mramor Dušan: Sodobna finančna analiza podjetja. Zbornik 31. Simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Portorož : ZES, 1999. Str. 327-338.
20. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
21. Pintar Stanka: Vrednotenje lastniških vrednostnih papirjev in ocenjevanje njihove ustreznosti za zavarovanje posojil. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 92 str.
22. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 390 str.
23. Pučko Danijel: Analiza poslovanja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 289 str.
24. Rejc Adrijana: Presojanje uspešnosti poslovanja podjetij z usklajenim spletom finančnih in nefinančnih kazalcev. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 49(1998), 5, str. 485-502.
25. Rejc Adrijana: Sodobni pogledi na merjenje in presojanje uspešnosti poslovanja podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 124 str.
26. Rader Boštjan: Vrednotenje delniških družb – primer podjetja Lek, d.d.. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 52 str.
27. Riceman S. Stephen, Cahan F. Steven, Lal Mohan: Do managers perform better under EVA bonus schemes? The European Accounting Review, Abingdon, 11(2002), 3, str. 537-572.
28. Savič Nenad: Vpliv finančne analize poslovanja na aktivnosti celovitega upravljanja kakovosti. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 107 str.

29. Sekavčnik Bojan: Temeljna analiza delnic s poudarkom na finančni analizi podjetja ter analizi tveganja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 46. str.
30. Slapničar Sergeja: Analiza računovodskih izkazov – gradivo za vaje pri finančnem računovodstvu. 22 str.  
[URL: [ftp://ftp.ef.uni-lj.si/\\_dokumenti/predmeti/Analiza-gradivo.DOC](ftp://ftp.ef.uni-lj.si/_dokumenti/predmeti/Analiza-gradivo.DOC)], 6.12.2003.
31. Slovenski računovodski standardi 2001. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002. 319 str.
32. Turk Ivan: Pojmovnik računovodstva, financ in revizije. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2000. 1083 str.
33. Turk Ivan et al.: Finančno računovodstvo. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 1999. 841 str.
34. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec-Novak Majda: Poslovodno računovodstvo. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2003. 856 str.
35. Turk Ivan, Melavc Dane: Računovodstvo. Kranj : Moderna organizacija, 2001. 547 str.

## **VIRI**

1. Letno poročilo Petrol, d.d. za leto 2002.
2. Letno poročilo Petrol, d.d. za leto 2003.
3. Slovar slovenskega knjižnega jezika. Ljubljana : DZS, 1997. 1714 str.
4. Domača stran družbe Petrol, d.d. [URL: <http://www.petrol.si/>], 5.2.2004.
5. Home Page for Aswath Damodaran. [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 17.3.2004.
6. Investopedia.com – Your Source For Investing Education.  
[URL: <http://www.investopedia.com/search/results.asp?q=ebit&index=dictionary>], 14.4.2004.
7. Metodologija izračuna kazalnikov  
[URL: [http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/Imenik2003/pdf/metodologija\\_2003.pdf](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/Imenik2003/pdf/metodologija_2003.pdf)], 22.4.2004.

## **PRILOGE**

Tabela 1: Izkaz poslovnega izida obvladujoče družbe Petrol, d.d., Ljubljana v letih 2001-2003  
– nemška različica (po naravnih vrstah stroškov)

Tabela 2: Izkaz poslovnega izida obvladujoče družbe Petrol, d.d., Ljubljana v letih 2001-2003  
– anglo-ameriška različica (stroški po funkcionalnih skupinah).

Tabela 3: Bilanca stanja obvladujoče družbe Petrol, d.d., Ljubljana v letih 2001-2003

Slovar tujih izrazov

Tabela 1: Izkaz poslovnega izida obvladujoče družbe Petrol, d.d. v letih 2001-2003 – nemška različica (po naravnih vrstah stroškov)

<b>IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA DRUŽBE, v 000 SIT</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Čisti prihodki iz prodaje	284.337.758	263.473.448	262.023.840
Nabavna vrednost prodanega blaga	(246.548.106)	(229.005.086)	(229.593.540)
<b>Kosmati poslovni izid od prodaje</b>	<b>37.789.652</b>	<b>34.468.362</b>	<b>32.430.300</b>
Stroški materiala	(1.447.206)	(1.387.771)	(1.162.771)
Stroški storitev	(17.699.449)	(15.644.845)	(14.292.710)
Stroški dela	(8.016.757)	(7.705.470)	(7.609.013)
Amortizacija	(5.450.922)	(5.622.680)	(5.143.352)
Prevrednot. posl. odhodki pri osn. sredstvih	(797.560)	(774.614)	(353.022)
Prevrednot. posl. odhodki pri obrat. sred.	(893.181)	(450.043)	(481.368)
Drugi stroški	(484.376)	(579.300)	(441.493)
Stroški iz poslovanja	(34.789.451)	(32.164.714)	(29.483.729)
Drugi poslovni odhodki	1.793.167	(131.677)	(338.164)
Drugi poslovni prihodki	(262.870)	1.166.093	1.114.040
<b>Poslovni izid iz poslovanja</b>	<b>4.530.498</b>	<b>3.338.664</b>	<b>3.722.447</b>
Finančni prihodki iz deležev	2.833.029	2.779.880	1.799.619
Finančni prihodki iz dolg. terjatev	271.682	240.229	208.436
Finančni prihodki iz kratk. terjatev	5.121.511	4.496.090	4.111.162
Revalorizacijski presežek	0	0	141.525
Finančni prihodki	8.226.222	7.516.199	6.260.742
Finančni odhodki za odpise dolg. in kratk. fin. naložb	(459.884)	(1.388.510)	(789.211)
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	(4.953.501)	(3.528.348)	(5.176.875)
Finančni odhodki	(5.413.385)	(4.916.858)	(5.966.086)
<b>Poslovni izid iz rednega delovanja</b>	<b>7.343.335</b>	<b>5.938.005</b>	<b>4.017.103</b>
Izredni prihodki	31.556	79.322	113.163
Izredni odhodki	(986.696)	(759.323)	(26.673)
<b>Poslovni izid zunaj rednega delovanja</b>	<b>(955.140)</b>	<b>(680.001)</b>	<b>86.490</b>
Celotni poslovni izid	6.388.195	5.258.004	4.103.593
Davki iz dobička	(336.622)	0	(28.413)
<b>Čisti poslovni izid obračunskega obdobja</b>	<b>6.051.573</b>	<b>5.258.004</b>	<b>4.075.180</b>

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

Tabela 2: Izkaz poslovnega izida obvladujoče družbe Petrol, d.d. v letih 2001-2003 – anglo-ameriška različica (stroški po funkcionalnih skupinah).

<b>IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA DRUŽBE, v 000 SIT</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Čisti prihodki iz prodaje	284.337.758	263.473.448	262.023.840
Nabavna vrednost prodanega blaga	(246.548.106)	(229.005.086)	(229.593.540)
<b>Kosmati poslovni izid od prodaje</b>	<b>37.789.652</b>	<b>34.468.362</b>	<b>32.430.300</b>
Stroški prodavanja	(27.253.402)	(25.748.144)	(24.362.499)
Stroški splošnih dejavnosti	(7.798.919)	(6.548.247)	(5.459.394)
Drugi poslovni prihodki	1.793.167	1.166.693	1.114.040
<b>Poslovni izid iz poslovanja</b>	<b>4.530.498</b>	<b>3.338.664</b>	<b>3.722.447</b>
Finančni prihodki iz deležev	2.833.029	2.779.880	1.799.619
Finančni prihodki iz dolg. terjatev	271.682	240.229	208.436
Finančni prihodki iz kratk. terjatev	5.121.511	4.496.090	4.111.162
Revalorizacijski presežek	0	0	141.525
Finančni prihodki	8.226.222	7.516.199	6.260.742
Finančni odhodki za odpise dolg. in kratk. fin. naložb	(459.884)	(1.388.510)	(789.211)
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	(4.953.501)	(3.528.348)	(5.176.875)
Finančni odhodki	(5.413.385)	(4.916.858)	(5.966.086)
<b>Poslovni izid iz rednega delovanja</b>	<b>7.343.335</b>	<b>5.938.005</b>	<b>4.017.103</b>
Izredni prihodki	31.556	79.322	113.163
Izredni odhodki	(986.696)	(759.323)	(26.673)
<b>Poslovni izid zunaj rednega delovanja</b>	<b>(955.140)</b>	<b>(680.001)</b>	<b>86.490</b>
Celotni poslovni izid	6.388.195	5.258.004	4.103.593
Davki iz dobička	(336.622)	0	(28.413)
<b>Čisti poslovni izid obračunskega obdobja</b>	<b>6.051.573</b>	<b>5.258.004</b>	<b>4.075.180</b>

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.



Tabela 3: Bilanca stanja obvladujoče družbe Petrol, d.d. v letih 2001-2003

<b>BILANCA STANJA DRUŽBE, v 000 SIT</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
<b>SREDSTVA</b>			
<b>A) Stalna sredstva</b>			
I. Neopredmetena dolgoročna sredstva	1.170.245	1.227.154	408.407
II. Opredmetena osnovna sredstva	73.966.780	68.857.789	63.464.792
III. Dolgoročne finančne naložbe	34.353.181	27.590.594	20.095.648
<b>Skupaj stalna sredstva</b>	<b>109.490.206</b>	<b>97.675.537</b>	<b>83.968.847</b>
<b>B) Gibljava sredstva</b>			
I. Zaloge	11.695.951	12.679.776	9.349.546
II. Poslovne terjatve	27.568.374	23.440.542	22.648.541
a) Dolgoročne poslovne terjatve	251.533	295.578	21.019
b) Kratkoročne poslovne terjatve	27.316.841	23.144.964	22.627.522
III. Kratkoročne finančne naložbe	5.818.108	1.382.904	2.156.414
IV. Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	1.286.914	2.608.884	3.405.985
<b>Skupaj gibljava sredstva</b>	<b>46.369.347</b>	<b>40.112.106</b>	<b>37.560.486</b>
<b>C) Aktivne časovne razmejitve</b>	<b>293.888</b>	<b>292.763</b>	<b>287.433</b>
<b>SKUPAJ SREDSTVA</b>	<b>156.153.441</b>	<b>138.080.406</b>	<b>121.816.766</b>
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>			
<b>A) KAPITAL</b>			
I. Vpoklicani kapital	12.517.806	12.517.806	12.517.806
II. Kapitalske rezerve	54.991	23.880	2.665
III. Rezerve iz dobička	35.521.528	30.525.667	25.772.704
IV. Preneseni čisti poslovni izid	1.989.932	2.842.516	4.247.741
V. Čisti poslovni izid poslovnega leta	3.025.786	2.629.002	2.037.590
VI. Prevrednotovalni popravki kapitala	19.276.348	19.190.518	19.190.518
<b>Skupaj kapital</b>	<b>72.386.391</b>	<b>67.729.389</b>	<b>63.769.024</b>
<b>B) Rezervacije</b>			
Druge rezervacije	8.876.086	9.460.370	10.121.586
<b>Skupaj rezervacije</b>	<b>8.876.086</b>	<b>9.460.370</b>	<b>10.121.586</b>
<b>C) Finančne in poslovne obveznosti</b>			
<b>a) Dolgoročne in finančne obveznosti</b>			
Dolgoročne finančne obveznosti	21.935.981	10.861.438	8.136.575
Dolgoročne poslovne obveznosti	9.987	138.935	136.025
<b>Skupaj dolgoročne obveznosti</b>	<b>21.945.968</b>	<b>11.000.373</b>	<b>8.272.600</b>
<b>b) Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti</b>			
Kratkoročne finančne obveznosti	15.854.127	11.557.363	6.662.996
Kratkoročne poslovne obveznosti	35.689.724	37.469.188	32.549.370
<b>Skupaj kratkoročne obveznosti</b>	<b>51.543.851</b>	<b>49.026.551</b>	<b>39.212.366</b>

Nadaljevanje Tabele 3

<b>BILANCA STANJA DRUŽBE, v 000 SIT</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Č) Pasivne časovne razmejitve	1.401.145	863.723	441.190
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>156.153.441</b>	<b>138.080.406</b>	<b>121.816.766</b>

Vir: Letno poročilo družbe Petrol, d.d., za leti 2002 in 2003.

## **SLOVAR TUJIH IZRAZOV**

CAPM (Capital Asset Pricing Model) - Model določanja cen dolgoročnih naložb

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) - Dobiček iz poslovanja

EBITDA (Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization) – Dobiček iz poslovanja + amortizacija

EPS (Earnings per Share) – Čisti dobiček na delnico

EV (enterprise value) – Celotna vrednost podjetja

EVA (Economic Value Added) – Ekonomska dodana vrednost

Free Cash Flow – Prosti denarni tok

Goodwill – Dobro ime

Gross Cash Flow – Bruto denarni tok

Market Risk Premium – Premija za tržno tveganje

MVA (Market Value Added) – Tržna dodana vrednost

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax) – Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih

Price/Earnings (P/E) ratio – Razmerje med ceno in dobičkom

Price/Book Value (P/B) ratio – Razmerje med ceno in knjigovodsko vrednostjo

Price/Sales (P/S) ratio – Razmerje med ceno in prihodki

Profit Margin – Čista dobičkonosnost prodaje

Risk Free Rate – Netvegana dobičkonosnost

ROA (Return on Assets) – Čista dobičkonosnost sredstev

ROCE (Return on Capital Employed) – Dobičkonosnost na vloženi kapital

ROE (Return on Equity) – Čista dobičkonosnost kapitala

ROI (Return on Investment) – Dobičkonosnost investicij

ROIC (Return on Invested Capital) – Dobičkonosnost investiranega kapitala

RONA (Return on Net Assets) – Dobičkonosnost neto sredstev

ROTA (Return on Total Assets) – Dobičkonosnost celotnih sredstev

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – Tehtano povprečje stroškov kapitala