

11. PROCJENA USPJEŠNOSTI PODUZEĆA NA TEMELJU POKAZATELJA NOVČANIH TIJEKOVA

11.1. BON-1, BONPLUS I BON-2

U Hrvatskoj informacije o bonitetu mogu se dobiti od FINA-e na obrascima BON-1, BONPLUS i BON-2.

Informacija o bonitetu **BON-1** sadrži opće podatke o poduzetniku, podatke i pokazatelje o njegovu poslovanju u protekle dvije godine, kretanje broja zaposlenih i njihove prosječne plaće, stanje novčanih sredstava tijekom protekle godine, rang tvrtke u podrazredu, tj. u odnosnoj djelatnosti, objašnjenja navedenih pokazatelja. Prema metodologiji FINA-e pokazatelji za ocjenu boniteta poslovanja svrstani su u dvije skupine i to:

- pokazatelji financijske stabilnosti, zaduženosti i likvidnosti te
- pokazatelji poslovne uspješnosti.

C. Pokazatelji financijske stabilnosti, zaduženosti i likvidnosti	2006.	2007.	Svi poduzetnici	Poduzetnici iste veličine
1. Pokriće stalnih sredstava i zaliha kapitalom i dugoročnim izvorima				
2. Udio kapitala u izvorima sredstava, u %				
3. Faktor zaduženosti, broj godina				
4. Koeficijent obrtaja ukupne imovine				
5. Koeficijent opće likvidnosti				
6. Vrijeme naplate kratkotrajnih potraživanja od kupaca, u danima				
7. Veživanje zaliha, u danima				

D. Pokazatelji poslovne uspješnosti	2006.	2007.	Svi poduzetnici	Poduzetnici iste veličine
1. Odnos ukupnog prihoda i rashoda, koeficijent				
2. Udjel dobiti u ukupnom prihodu, u %				
3. Udjel dobiti u imovini, u %				
4. Dobit po zaposlenom, u kunama				

Interpretacija pokazatelja:

Pokazatelji financijske stabilnosti, zaduženosti i likvidnosti iskazuju sljedeće optimalne vrijednosti:

- Pokriće stalnih sredstava i zaliha kapitalom i dugoročnim izvorima: optimalni koeficijent je 1,00, a ako je koeficijent manji od 1,00 financijska je stabilnost poduzetnika slabija.
- Udio kapitala u izvorima sredstava: poduzetnik nije prekomjerno zadužen ako je udio 50,00%.
- Faktor zaduženosti uvjetno odražava broj godina potrebnih za pokriće postojećih obveza ako se poslovanje nastavi s jednakim pozitivnim rezultatima; granična mjera je 5 godina, što znači da je poduzetnik kojem treba duže od 5 godina da iz dobiti nakon oporezivanja i amortizacije pokrije svoje obveze prekomjerno zadužen.
- Koeficijent obrtaja ukupne imovine pokazuje koliko jedna novčana jedinica imovine stvara novčanih jedinica prihoda; što je koeficijent veći to je veća i aktivnost poduzetnika.
- Koeficijent opće likvidnosti: ako je manji od 2,00 likvidnost može biti upitna, a ako je koeficijent manji od 1,00 jamačna je nesposobnost plaćanja promatranog poduzetnika.

- Vrijeme naplate kratkotrajnih potraživanja od kupaca pokazuje prosječan broj dana potreban da se promatrana potraživanja naplate, a što je vrijeme kraće poduzetnik brže dolazi do sredstava.
- Vezivanje zaliha daje uvid u prosječan broj dana potrebnih da se postojeće zalihe prodaju, pa je manji broj dana za poduzetnika povoljniji, a veći nepovoljniji.

Pokazatelji poslovne uspješnosti imaju sljedeće optimume:

- Odnos ukupnog prihoda i rashoda govori o ekonomičnosti ukupnog poslovanja; pokazuje koliko se novčanih jedinica prihoda ostvari po jednoj novčanoj jedinici rashoda, a trebao bi biti veći od 1,00, jer se u suprotnom radi o neekonomičnom poslovanju poduzetnika.
- Udjel dobiti u ukupnom prihodu govori o profitabilnosti poslovanja; što je udjel veći, to je veća i profitabilnost poslovanja poduzetnika.
- Udjel dobiti u imovini govori o rentabilnosti poslovanja odnosno o tome koliko dobiti stvara raspoloživa imovina; što je udjel veći, to je veća i rentabilnost poslovanja poduzetnika.
- Dobit po zaposlenom je važan pokazatelj u usporedbi s ostvarenjem iz usporedne godine kao i u usporedbi s ostvarenjem razreda; ako je veći od onog iz usporedne godine i od ostvarenja razreda, poduzetnik se može smatrati poslovno uspješnim.

Obrazac **BON-2** sadrži opće podatke vezane za stanje sredstava na računu, iznos nepodmirenih obveza, broj dana blokade računa te podatke o broju zaposlenih.

Obrazac **BONPLUS** je nova proširena verzija bonitetne informacije koja, između ostalog, sadrži i ocjenu financijskog rejtinga, odnosno procjenu buduće sposobnosti poduzetnika da svoje obveze ispunjava u preuzetim rokovima iskazanu ocjenom od 1 do 8 prema FINA-inoj rejting skali.

Ocjena rejtinga	Vjerojatnost zastoja plaćanja	Kategorija rejtinga	Opis
1	< 2,5%	izvanredan rejting	Najviša kvaliteta ulaganja, najmanja vjerojatnost zastoja u plaćanju
2	2,5% do 5%	izvrstan rejting	Vrlo visoka kvaliteta ulaganja, niska vjerojatnost zastoja u plaćanju
3	5% do 7,5%	nadprosječan rejting	Solidna kvaliteta ulaganja, umjerena vjerojatnost zastoja u plaćanju
4	7,5% do 10%	adekvatan rejting	Srednja kvaliteta ulaganja, znatne promjene u okolnostima i okolini mogu oslabiti poslovni subjekt
5	10% do 20%	srednji rejting	Prihvatljiv rizik zastoja u plaćanju, negativan razvoj okolnosti i okoline mogao bi ugroziti plaćanje kamata i dugova
6	20% do 30%	nizak rejting	Poželjan oprez kod poslovne suradnje, relativno visoka vjerojatnost zastoja u plaćanju
7	30% do 40%	visokošpekulativan razred	Nesigurnost poslovne suradnje, visoka vjerojatnost zastoja u plaćanju
8	Više od 40%	najniži rejting	Visoka nesigurnost poslovne suradnje, vrlo visoka vjerojatnost zastoja u plaćanju

11.2. Čisti model novčanih pokazatelja

Čisti model novčanih pokazatelja konstruiran je na uzorku hrvatski javnih dionička društva čije dionice kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Oblikovani model procjene uspješnosti tvrtki na temelju pokazatelja novčanog tijeka treba dati odgovore na sljedeća pitanja:

1. Koji pokazatelji novčanog tijeka su najvažniji u procjeni uspješnosti tvrtke?
2. Kolika je važnost odabranih pokazatelja u modelu kao cjelini, odnosno koji ponder treba dodijeliti svakom od odabranih pokazatelja?

Na temelju empirijskih testiranja, agregatni pokazatelj zdravlja tvrtke izračunat čistim modelom novčanih pokazatelja ima statistički signifikantnu točnost procjene uspješnosti tvrtki klasificirajući ih kao dobre ili loše s aspekta individualnog ulagatelja. Pri tome će ulagatelj smatrati dobrom onu tvrtku investiranjem u čiji kapital može ostvariti veći povrat u odnosu na alternativno ulaganje, mjereno neto preostalim profitom, koji pokazuje koliko vlasnici kapitala uloženg u tvrtku zarađuju u odnosu na alternativna, relativno bezrizična ulaganja.

Kriterij je primijenjen po sljedećem obrascu:

DOBRE TVRTKE → NETO PREOSTALI PROFIT > 0

LOŠE TVRTKE → NETO PREOSTALI PROFIT ≤ 0

Neto preostali profit se računa po sljedećem obrascu:

$$\text{Neto preostali profit} = \text{Dobit nakon oporezivanja} - \text{Tržišna vrijednost vlastitog kapitala}$$

Čisti model novčanog tijeka predstavlja skup pokazatelja novčanih tijekova koji formira agregatni pokazatelj uspješnosti poduzeća koji osigurava maksimalnu informacijsku efikasnost za korisnika, odnosno to je onaj skup pokazatelja koji čine optimalni model za procjenu uspješnosti poduzeća s aspekta individualnog ulagatelja. Taj model ima oblik linearne diskriminacijske funkcije:

$$\text{USPJEŠNOST} = 0,795 \times \text{FS} + 0,506 \times \text{CROE} - 0,253 \times \text{PCFR}$$

gdje je:

$$\text{FS} = \frac{\text{Financijska snaga}}{\text{Ukupne obveze}} = \frac{5 \times (\text{Neto dobit} + \text{Amortizacija} + \text{Deprecijacija})}{\text{Ukupne obveze}}$$

$$\text{CROE} = \frac{\text{Gotovinski povrat na vlastiti kapital}}{\frac{\text{Vlastiti kapital na početku} + \text{Vlastiti kapital na kraju}}{2}} = \frac{\text{Operativni novčani tijek}}{\frac{\text{Vlastiti kapital na početku} + \text{Vlastiti kapital na kraju}}{2}}$$

$$\text{PCFR} = \frac{\text{Odnos tržišne cijene i novčanog tijeka}}{\text{Novčani tijek po dionici}} = \frac{\text{Tržišna cijena po dionici}}{\text{Novčani tijek po dionici}}$$

Među pokazateljima novčanog tijeka najvažniji relativni utjecaj na procjenu uspješnosti poduzeća ima pokazatelj financijske snage, zatim slijedi pokazatelj novčanog povrata na vlastiti kapital, dok najmanji relativni utjecaj ima pokazatelj odnosa tržišne cijene i novčanog tijeka po dionici. Pokazatelji financijske snage i gotovinskog povrata na vlastiti kapital su pozitivno povezani s uspješnošću poduzeća, što znači da veća vrijednost pokazateljâ znači i bolju uspješnost poduzeća. Nasuprot tome, pokazatelj odnosa tržišne cijene i novčanog

tijeka po dionici ima negativan utjecaj na vrijednost agregatnog izraza uspješnosti poduzeća, to jest što je vrijednost ovog pokazatelja veća, to će uspješnost tvrtke biti lošija.

Generalno, uspješnost tvrtke procjenjuje se pomoću modela na ovaj način:

$2 > USPJEŠNOST > 0 \rightarrow$ tvrtku klasificirati kao DOBRU za individualnog ulagatelja, jer će takvim ulaganjem u ostvariti veći povrat nego li alternativnim ulaganjem.
 $0 > USPJEŠNOST > 1 \rightarrow$ tvrtku klasificirati kao LOŠU za individualnog ulagatelja, jer će takvim ulaganjem ostvariti oportunitetni trošak u odnosu na alternativno ulaganje.

Iako u dosadašnjim testiranjima nisu zabilježene vrijednosti pokazatelja veće od 2 i manje od -1, moguće je očekivati je da se u budućnosti pojave i takve tvrtke. U tom slučaju, logično je primjenjivati sljedeći obrazac:

$USPJEŠNOST > 2 \rightarrow$ tvrtku klasificirati kao izrazito DOBRU za individualnog ulagatelja, jer će takvim ulaganjem u ostvariti povrat znatno veći nego li alternativnim ulaganjem.
 $USPJEŠNOST < -1 \rightarrow$ tvrtku klasificirati kao izrazito LOŠU za individualnog ulagatelja, jer će takvim ulaganjem u ostvariti znatni oportunitetni trošak u odnosu na alternativno ulaganje.

11.3. BEX - Business Excellence indeks

BEX indeks (Autori: Belak i Aljinović Barać, 2007) sintetički i analitički oslikava sadašnju, a djelomično i buduću poslovnu izvrsnost svakog poduzeća ili pojedine djelatnosti.

Model je primarno izrađen za procjenu poslovne izvrsnosti poduzeća na tržištu kapitala u Hrvatskoj, ali njegova primjena je moguća i za procjenu poslovne izvrsnosti na svim sličnim tržištima kapitala. Naknadno, BEX model je testiran i na uzorku poduzeća koja ne kotiraju na tržištu kapitala. Testiranje je pokazalo da je primjena moguća i za računanje poslovne izvrsnosti tih poduzeća, ali uz određene korekcije i ograničenja pri izračunu pojedinih pokazatelja.

BEX indeks pokazuje i mjeri poslovnu izvrsnost poduzeća u dvije dimenzije, i to:

1. trenutačna poslovna izvrsnost („*lagging*” dimenzija)
2. očekivana poslovna izvrsnost („*leading*” dimenzija)

U odnosu na druge, slične modele, prednosti BEX-a su:

1. BEX model i BEX indeks su konstruirani u skladu s uvjetima poslovanja u hrvatskom gospodarstvu. Drugi, „uvozni” modeli konstruirani su u drugačijim uvjetima, pa je njihova vjerodostojnost u Hrvatskoj upitna.
2. BEX indeks nije ovisan o pokazateljima s tržišta kapitala pa se može računati i za tvrtke koje tek ulaze na tržište kapitala, što je iznimno važno, ali i za ostale tvrtke koje ne kotiraju na tržištu.
3. Većina sličnih modela usmjerena je na prognoziranje buduće opasnosti od financijskih teškoća i bankrota, a manje na izvrsnost. Nasuprot tome, BEX omogućuje procjenu poslovne izvrsnosti kao i prognoziranje uspjeha i neuspjeha što znači znatno veću kvalitetu.
4. BEX model sadržava potpuno novi pokazatelj financijske snage tvrtke koji do sada nije korišten. Taj pokazatelj konstruirali su autori modela posebno za izračun BEX indeksa. Osim toga, novim se može smatrati i pokazatelj stvaranja nove vrijednosti, jer u tom obliku nije do sada korišten ni u jednom od poznatih svjetskih modela.

BEX model sastoji se od četiri pokazatelja s određenim ponderima utjecaja, što tvori sljedeći izraz:

$$BEX = 0,388 ex_1 + 0,579 ex_2 + 0,153 ex_3 + 0,316 ex_4$$

gdje su obuhvaćena ova područja procjene izvrsnosti s pokazateljima:

$ex_1 = \text{PROFITABILNOST}$
$ex_1 = \frac{EBIT^*}{UKUPNA AKTIVA}$

$ex_2 = \text{STVARANJE VRIJEDNOSTI}$
$ex_2 = \frac{NETO POSL. DOBIT}{VL. KAPITAL \times CIJENA}$

$ex_3 = \text{LIKVIDNOST}$
$ex_3 = \frac{RADNI KAPITAL}{UKUPNA AKTIVA}$

$ex_4 = \text{FINANCIJSKA SNAGA}$
$ex_4 = \frac{5(DOBIT + D + A)}{UKUPNE OBVEZE}$

ex1 = PROFITABILNOST

Pokazatelj ex1 je izvrsnost mjerena odnosom zarade (koja se sastoji od kamata i dobiti prije poreza) i kapital mjenog ukupnom aktivom. Pokazatelj ex1 nema veliki utjecaj na konačnu visinu BEX indeksa zbog toga što se radi o tzv. "tromom pokazatelju" čija je temeljna svrha stabiliziranje BEX modela. Međutim, njegova uloga je znatno veća kad se poslovna izvrsnost procjenjuje po segmentima.

ex2 = STVARANJE VRIJEDNOSTI

Pokazatelj ex2 bazira se na ekonomskom profitu – dobiti koja prekoračuje cijenu vlastitoga kapitala. Tu se u izračunu rabi kategorija poslovne dobiti kako bi se izbjegli utjecaji izvanrednih događaja na rezultat poslovanja. Cijena vlastitoga kapitala je izračunana iz umnoška vlasničkoga kapitala i cijene kapitala koju bi vlasnici mogli ostvariti iz alternativnih, relativno nerizičnih ulaganja. Pod vlasničkim kapitalom se podrazumijeva upisani kapital, uvećan za eventualne dobitke i rezerve. Za potrebe BEX modela cijena kapitala je aproksimirana stopom kamate na vezanu štednju u bankama (4%).

ex3 = LIKVIDNOST

Za mjerenje likvidnosti rabi se klasičan pokazatelj odnosa radnoga kapitala prema ukupnoj aktivni. Radni kapital se izračunava kao razlika između tekuće aktive i tekućih obveza.

ex4 = FINANCIJSKA SNAGA

Pokazatelj ex4 temelji se na odnosu teorijski slobodnog novca iz svih aktivnosti što je dobit uvećana za amortizaciju i deprecijaciju i pokriva svih obveza tim novcem. Taj pokazatelj nema linearni utjecaj. Naime, što se u kraćem vremenu obveze pokrivaju iz zarade od novčanog tijeka, njegov utjecaj na izvrsnost progresivno raste. U modelu je maksimalna vrijednost tog pokazatelja ograničena na 10 jer je naknadnim istraživanjima utvrđeno da skraćenje vremena pokriva obveza iz dobiti i amortizacije na manje od 6 mjeseci više ne utječe bitno na izvrsnost. U duljem vremenu pokriva obveza iz zarade od novčanog tijeka, utjecaj tog pokazatelja degresivno pada. Na primjer, pri investiranju zaduživanjem ex4 se smanjuje jer se financijski rizik povećava. Međutim, odmah po aktiviranju investicije i prvom obračunu amortizacije financijska snaga se vraća, a pri prvom ostvarenju dobiti temeljem te investicije financijska snaga se potpuno stabilizira.

Generalno, ukupna poslovna izvrsnost procjenjuje se pomoću BEX indeksa na ovaj način:

BEX INDEX veći od 1 ⇒ dobre tvrtke
BEX INDEX između 0 i 1 ⇒ potrebna su unaprjeđenja
BEX INDEX manji od 0 (negativan) ⇒ ugrožena egzistencija

Detaljnije rangiranje poslovne izvrsnosti s prognostičkim očekivanjima može se izvesti ovako:

BUSINESS EXCELLENCE INDEX (BEX)	RANG POSLOVNE IZVRSNOSTI (BUSINESS EXCELLENCE RANG)	PROGNOZA ZA BUDUĆNOST
veći od 6,01 4g. uzastopno	svjetska klasa (world class)	Tvrtka posluje s vrhunskim rezultatima što se može očekivati i u iduće 4 godine, ako menadžment nastavi s unaprjedenjima.
veći od 6,01	kandidat za svjetsku klasu (world class candidate)	Tvrtka posluje izvrsno što se može očekivati i u sljedeće 3 godine, ako menadžment nastavi s unaprjedenjima
4,01 - 6,00	izvrsno	Tvrtka posluje izvrsno što se može očekivati i u sljedeće 3 godine, ako menadžment nastavi s unaprjedenjima.
2,01 - 4,00	vrlo dobro	Tvrtka posluje vrlo dobro što se može očekivati i u sljedeće 2 godine ako menadžment nastavi s unaprjedenjima.
1,01 - 2,00	dobro	Tvrtka posluje dobro, ali se poboljšanje može očekivati samo ako se pristupi unaprjedenjima.
0,00 - 1,00	granično područje između dobrog i lošeg	poslovna izvrsnost je pozitivna, ali nije zadovoljavajuća. Potrebno je pristupiti ozbiljnim unaprjedenjima.
manji od 0,00 (negativan)	loše	Ugrožena je egzistencija. Potrebno je žurno pristupiti restrukturiranju i unaprjedenjima, inače će se loše poslovanje nastaviti pa postoji opasnost od propasti (vjerojatnost je preko 90%)

11.4. FP rating

FP rating (Autori: Pervan i Filipović, 2010) predstavlja model za prognozu insolventnosti, odnosno vjerojatnosti blokade žiro-računa malih i srednje velikih poduzeća u Hrvatskoj.

FP rating ima sljedeći oblik:

$$FP \text{ RATING} = - 1,0937 + 2,0956X1 - 0,005X2 + 0,6220X3 - 0,000005X4 + 0,1116X5$$

Gdje je:

X1 = stupanj samofinanciranja, tj. ukupni kapital/ukupna imovina

X2 = faktor zaduženosti, tj. ukupne obveze/ neto dobit + zadržana dobit + amortizacija

X3 = obrtaj ukupne imovine, tj. ukupni prihod/ukupna imovina

X4 = vrijeme naplate potraživanja, tj. 365/koeficijent obrtaja kratkoročnih potraživanja

X5 = novčani operativni potencijal, tj. razlika EBITDA i promjene obrtnog kapitala /uk.prihod

11.5. BONITEST

Bonitest (Autor: Bešvir, 2010) predstavlja model za ispitivanje boniteta na temelju izračuna i rangiranja deset pokazatelja financijske analize.

Koeficijent tekuće likvidnosti	Koeficijent zaduženosti (%)
Koeficijent ubrzane likvidnosti	Faktor zaduženosti (broj godina)
Koeficijent financijske stabilnosti	Financijska snaga

Rentabilnost imovine (%)
Rentabilnost kapitala (%)
EBIT (%)
Koeficijent obrta ukupne imovine

Izračunati pokazatelji financijske analize rangiraju se ocjenama od 1 do 5, te se računa sveukupni broj rangova i prosječna ocjena. Na temelju prosječne ocjene ocjenjuje se bonitet poduzetnika, koji može biti:

NAJSLABIJI REJTING = postoji velika vjerojatnost bankrota i zastoja u plaćanju. Izbjegavati poslovni odnos.

SLABI REJTING = postoji vjerojatnost bankrota i zastoja u plaćanju. Potrebni su jaki instrumenti osiguranja plaćanja

GRANIČNI REJTING = poduzetnik se nalazi na graničnom području između dobrih i loših. Za poslovni su odnos potrebni jaki instrumenti osiguranja plaćanja

SREDNJI REJTING = poduzetnik posluje dobro, no negativne tendencije u okruženju mogu izazvati ozbiljne poremećaje u poslovanju i plaćanju. Rizik neplaćanja prihvatljiv uz instrumente osiguranje.

VRLO DOBAR REJTING = poduzetnik posluje vrlo dobro, vjerojatnost neplaćanja je mala

ODLIČNI REJTING = poduzetnik posluje odlično, rizik neplaćanja je vrlo mali.