

## **George W. Kester, D. B. A.**

George Kester je Martel profesor finansija na univerzitetima Washington i Lee (Lexington, Virginia, U.S.A.). Tokom ljetnih mjeseci, drži postdiplomska predavanja iz korporativnih finansija u Australiji na univerzitetu u Melburnu, i u Sloveniji na univerzitetu u Ljubljani. Kao profesor dobitnik je višestrukih nagrada, bio je na poziciji William H. Dunkak iz finansija na Bucknell univerzitetu u SAD-u i gostujući je profesor na univerzitetima u Singapuru, Maleziji, Južnoafričkoj Republici, Fidžiju i Irskoj.

Bivši je predsjednik kompanije Finansijski Analitički Sistemi, koja se bavi finansijskim konsaltingom i računarskim softverima. Takođe je radio u marketingu kompanije Service Bureau i bio na različitim poslovima kreditnih analiza i komercijalnih kredita First Union National banke, gdje su njegove dužnosti uključivale upravljanje finansijskim konsultantskim uslugama za korporativne klijente.

Aktivni predavač na seminarima, prof. Kester je obavio preko 100 izvršnih seminara i upravljanja razvojnim programima. Član je fakultetskog osoblja fakulteta Pensilvanijskog Bankarskog Udruženja za Komercijalne Kredite i godišnje vodi izvršne seminare koje organizuju singapurski Institut za upravljanje i Centar za razvojni menadžment i obuku univerziteta u Ljubljani. Takođe je vodio razvojne programe menadžmenta za berzu Jakarte, Monasha u Južnoj Africi, Bank Austria Creditanstalt, Unicredit Grupe, Singapore Airlines-a i drugih organizacija.

Objavio je dvije knjige i brojne članke u akademskim i stručnim časopisima. Urednik je i Asian Journal of Business and Accounting i takođe je u uređivačkom odboru Journal Of Financial Education and Advances in Financial Education.

Profesor Kester je diplomirao na univerzitetu Wake Forest, magistrirao na univerzitetu Sjeverne Karoline u Charlottu i doktorirao na Colgate Darden Fakultetu za poslovnu administraciju univerziteta u Virdžiniji.



---

## **FINANSIJSKA ANALIZA POSLOVANJA, PREDVIĐANJE I DONOŠENJE ODLUKA**

### **Predmet i cilj:**

Ovo je integrisana serija od 10 prezentacija, koja uključuje odabrane slučajeve Harvard Poslovne Škole. Fokusirana je na osnovne koncepte i analitičke alate koji se odnose na analize poslovnih finansijskih izvještaja i predviđanja, kao i na kratkoročne i dugoročne finansijske odluke. Svi slučajevi su evaluirani i raspravljani iz perspektive kompanija dužnika i banaka povjerilaca.

### **Teme:**

Petak, 15. oktobar:

1. Analiza rentabilnosti poslovanja
2. Analiza finansijskih izvještaja
3. Predviđanje finansijskih potreba kompanije

Subota, 16. oktobar:

4. Studija slučaja: Butler Lumber Company (A)
5. Zašto zajmoprimci ostvaruju "mnogo profita a raspolazu sa malo gotovine"
6. Finansiranje rasta prodaje
7. Studija slučaja: Butler Lumber Company (B)
8. Koliki rast može izdržati zajmoprimac?
9. Studija slučaja: Toy World, Inc.
10. Kapacitet zaduženja: Koliki rast može izdržati zajmoprimac?

# ***Finansijska analiza poslovanja, predviđanje i donošenje odluka***

**George W. Kester, D.B.A.**

*Profesor finansijske ekonomije  
Washington and Lee University  
Lexington, Virginia, U.S.A.*



Ekonomski fakultet  
Univerzitet u Banjoj Luci  
15-16. oktobar 2010.

## ***Plan seminara***

---

### **Petak, 15. oktobar**

1. Analiza rentabilnosti poslovanja
2. Analiza finansijskih izvještaja
3. Predviđanje finansijskih potreba kompanije

**Subota, 16. oktobar 2010.**

---

4. Studija slučaja: Butler Lumber Company (A)
5. Zašto zajmoprimci ostvaruju "mnogo profita a raspolažu sa malo gotovine"
6. Finansiranje rasta prodaje
7. *Butler Lumber Company* (B)
8. Koliki rast može izdržati zajmoprimac?
9. Studija slučaja: *Toy World, Inc.*
10. Kapacitet zaduženja: Koliki rast može izdržati zajmoprimac?

# ***1. Analiza rentabilnosti poslovanja***

---

1

## ***Primjer: Kompanija Vrbas Jewelers***

---

Vlasnici ste kompanije Vrbas Jewelers, prodavnice nakita koja se nalazi u lijepom gradu Banjoj Luci.

2

### ***Vaš bilans uspjeha za 2009.***

Prodaja	1.000.000 \$
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000
Bruto dobit	400.000
Provizija od prodaje	40.000
Reklamiranje	20.000
Ostali troškovi prodaje	25.000
Plate zaposlenih	150.000
Administrativni troškovi	75.000
Troškovi deprecijacije	10.000
Ukupni troškovi poslovanja	320.000
Dobitak poslovanja (EBIT)	80.000
Troškovi kamata	10.000
Dobitak prije oporezivanja	70.000
Porez na prihod	20.000
Neto dobitak	50.000

### ***Vaš bilas stanja***

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

### **Druga verzija. . .**

Vlasnički kapital	250.000
Dugoročno zaduženje	100.000
	350.000
Prezentovano putem:	
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
	100.000
TEKUĆA SREDSTVA	
Zalihe	330.000
Potraživanja	50.000
Gotovina	20.000
	400.000
Umanjeno za:	
Tekuće obaveze	
Kratkoročne bankovne pozajmice	60.000
Odloženo plaćanje	50.000
Tekuća dospjeća	15.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	<u>25.000</u>
	150.000
	350.000

5

### **i ostalo. . .**

Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	25.000
Zalihe	330.000
Potraživanja	50.000
Gotovina	20.000
Ukupna sredstva	500.000
Vlasnički kapital	250.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Kratkoročne bankovne pozajmice	60.000
Odloženo plaćanje	50.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

6

Kako mjeriti rentabilnost vaše kompanije?

7

### **Stopa marže prinosa**

Prodaja	1.000.000 \$
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000
Bruto dobit	400.000
Provizija od prodaje	40.000
Reklamiranje	20.000
Ostali troškovi prodaje	25.000
Plate zaposlenih	150.000
Administrativni troškovi	75.000
Troškovi deprecijacije	10.000
Ukupni troškovi poslovanja	320.000
Dobitak poslovanja (EBIT)	80.000
Troškovi kamata	10.000
Dobitak prije oporezivanja	70.000
Porez na prihod	20.000
Neto dobitak	50.000

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} = \frac{\$50,000}{\$1,000,000} = 5\%$$

8



### **Prinos na aktivu (ROA)**

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$ROA = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Assets}} = \frac{\$50,000}{\$500,000} = 10\%$$

9

### **Pronicljiviji pristup . . .**

$$ROA = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

$$= \text{Margin} \times \text{Turnover}$$

$$ROA = \frac{\$50,000}{\$1,000,000} \times \frac{\$1,000,000}{\$500,000}$$

$$= 5\% \times 2.0$$

$$= 10\%$$

10

**Na primjer . .**

	<b>Marža x Obrt = Prinos na aktivu</b>		
Vrbas Jewelers	5.0%	2.0	10%
Dinaric Jewelers	2.5%	4.0	10%
Gospodska Jewelers	6.0%	2.5	15%

11

**Prinos od vlastitog kapitala (ROE)**

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$ROE = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Equity}} = \frac{\$50,000}{\$250,000} = 20\%$$

12

***Kao i u prethosnom slučaju, pronicljiviji pristup. . .***

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Assets}} \times \frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}}$$
$$= \text{ROA} \quad \times \quad \text{Leverage}$$

$$\text{ROE} = \frac{\$50,000}{\$500,000} \times \frac{\$500,000}{\$250,000}$$
$$= 10\% \quad \times \quad 2.0$$
$$= 20\%$$

13

***Na primjer . .***

	<b>ROA x Leveridž = ROE</b>		
Vrbas Jewelers	10%	2.0	20%
Dinaric Jewelers	10%	1.6	16%
Gospodska Jewelers	15%	1.0	15%

14

## **Rezime . .**

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{ROA} \times \text{Leverage} \\ &= \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} \times \frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}} \\ &= \text{Margin} \times \text{Turnover} \times \text{Leverage} \end{aligned}$$

### **Marža x Obrt = ROA x Leveridž = ROE**

Vrbas Jewelers	5%	2.0	10%	2.0	20%
Dinaric Jewelers	2,5%	4.0	10%	1.6	16%
Gospodska Jewelers	6,0%	2.5	15%	1.0	15%

15

## **Još neki primjeri**

---

- Singapore Airlines
- BMW Group

16



17



## Singapore Airlines

<i>Year Ended March 31</i>	<b>Margin</b>	<b>X</b>	<b>Turnover</b>	<b>= ROA</b>	<b>X</b>	<b>Leverage</b>	<b>= ROE</b>
2004	7.68%		0.49	3.77%		1.75	6.60%
2005	11.26%		0.55	6.22%		1.76	10.96%
2006	9.30%		0.57	5.31%		1.74	9.21%
2007	14.69%		0.56	8.19%		1.72	14.10%
2008	12.83%		0.60	7.73%		1.75	13.55%
2009	6.64%		0.64	4.28%		1.78	7.60%

18










Click a region to view route

A STAR ALLIANCE MEMBER

19












North & South East Asia

Back to main map

20

	<b>FYE</b>	<b>Margin X Turnover = ROA X Leverage = ROE</b>				
Singapore Airlines	3/31/08	12.83%	0.60	7.73%	1.75	13.55%
Air China	12/31/07	7.92%	0.56	4.43%	2.98	13.22%
Air Korea	12/31/07	0.13%	0.58	0.07%	3.43	0.25%
Malaysian Airlines	12/31/07	5.82%	1.45	8.46%	2.56	21.64%
Japan Airlines	3/31/08	1.31%	1.05	1.37%	4.68	6.42%
Qantas	6/30/08	6.21%	0.79	4.92%	3.44	16.91%
Thai Airways	12/31/07	2.18%	0.71	1.56%	4.12	6.42%

21

### ***Godinu dana kasnije . .***

		<b>Marža x Obrt = ROA x Leveridž = ROE</b>				
Singapore Airlines	3/31/09	6.64%	0.64	4.28%	1.78	7.60%
Air China	12/31/08	(17.49%)	0.53	(9.22%)	5.03	(46.41%)
Air Korea	12/31/08	(19.17%)	0.65	(12.38%)	5.72	(70.80%)
Malaysian Airlines	12/31/08	1.62%	1.49	2.43%	2.41	5.84%
Japan Airlines	3/31/09	(24.65%)	1.11	(27.47%)	10.02	(275.36%)
Qantas	6/30/09	0.85%	0.73	0.61%	3.48	2.13%
Thai Airways	12/31/08	(10.55%)	0.78	(8.24%)	5.66	(46.60%)

22



## **BMW Group**

Kraj obračunskog perioda 31. decembar **Marža x Obrt = ROA x Leveridž = ROE**

2003.	4.69%	0.68	3.17%	3.81	12.06%
2004.	5.06%	0.66	3.31%	4.09	13.56%
2005.	4.80%	0.63	3.00%	4.39	13.19%
2006.	5.87%	0.62	3.64%	4.13	15.02%
2007.	5.59%	0.63	3.52%	4.09	14.41%
2008.	0.62%	0.53	0.33%	4.99	1.63%
2009.	0.41%	0.50	0.21%	5.12	1.05%



## ***Kompanija Vrbas Jewelers***

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{ROA} \times \text{Leverage} \\ &= \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} \times \frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}} \\ &= \text{Margin} \times \text{Turnover} \times \text{Leverage} \end{aligned}$$

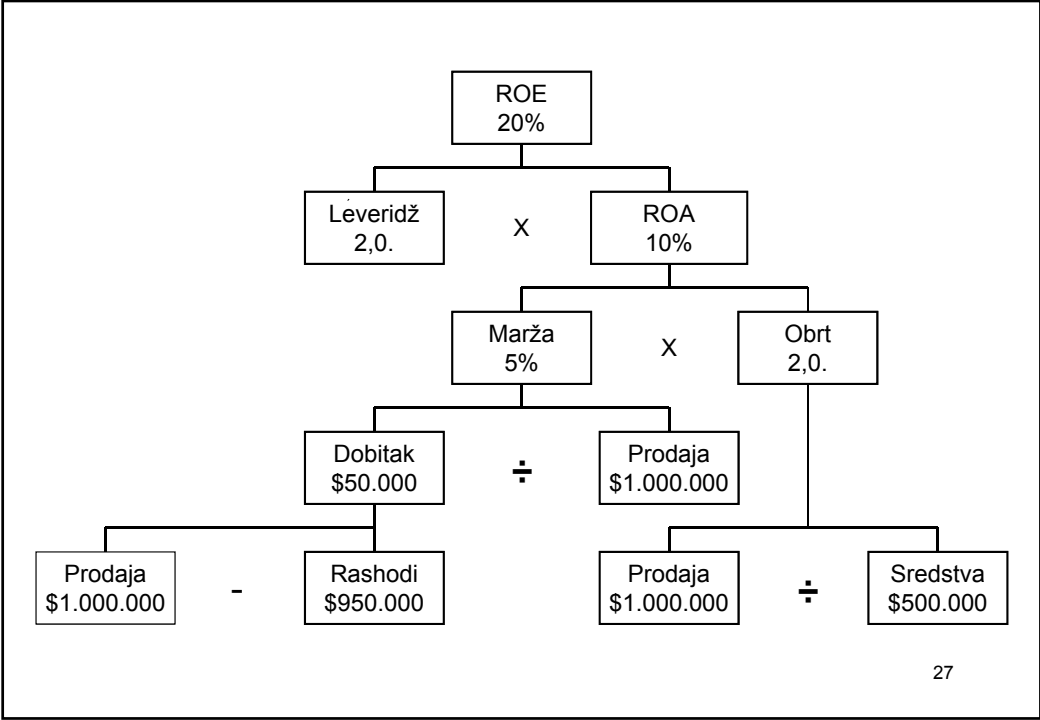
$$\begin{aligned} \text{Marža} \times \text{Obrt} &= \text{ROA} \times \text{Leveridž} = \text{ROE} \\ 5.0\% \quad 2.0 \quad 10\% \quad 2.0 \quad 20\% \end{aligned}$$

25

## ***The DuPont Chart***

---

26



## **2. Analiza finansijskih izvještaja**

---

1

### ***Cilj***

---

Analizirati i evaluirati rentabilnost i finansijsko stanje kompanije putem . .

- Povjericaca
- Investitora (vlasnika)
- Zaposlenih
- Agencija za procjenu vrijednosti korporativnih obveznica
- Nadležnih regulatornih tijela
- Menadžmenta

2

## ***Instrumenti analize***

---

- DuPont sistem
- Analiza koeficijenta
- Bilans toka gotovine

3

## ***Analiza koeficijenta***

---

- Likvidnost
- Finansijski leveridž
- Upravljanje sredstvima
- Rentabilnost

4

## **Likvidnost**

---

- Koefficient tekuće likvidnosti
- Test koefficienta redukovane likvidnosti

5

### **Koefficient tekuće likvidnosti**

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	
	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} = \frac{\$400,000}{\$150,000} = 2.67$$

6

### **Koeficijent redukovane likvidnosti**

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Current Assets} - \text{Inventory}}{\text{Current Liabilities}} = \frac{\$400,000 - \$330,000}{\$150,000} = 0.47$$

7

### **Finansijski leveridž**

---

- Koeficijent duga i sredstava
- Kamatna pokrivenost
- Pokrivenost fiksnih rashoda
- Rok izmirenja obaveza

8

### **Koeficijent duga i sredstava**

Gotovina	20.000
Potraživanja	
	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	
	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	
	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Debt-to-Assets Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} = \frac{\$250,000}{\$500,000} = 0.50$$

9

### **Kamatna pokrivenost**

Prodaja	1.000.000 \$
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000
Bruto dobit	400.000
Provizija od prodaje	40.000
Reklamiranje	20.000
Ostali troškovi prodaje	25.000
Plate zaposlenih	150.000
Ostali administrativni troškovi	75.000
Troškovi amortizacije	10.000
Ukupni troškovi poslovanja	320.000
Dobitak poslovanja (EBIT)	80.000
Troškovi kamata	10.000
Dobitak prije oporezivanja	70.000
Porez na prihod	20.000
Neto dobitak	50.000

$$\text{Interest Coverage} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expense}} = \frac{\$80,000}{\$10,000} = 8.0$$

10

## ***Isplate principala***

- Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje  
15.000\*
- Granična stopa poreza na prihod = 30%

\* Isplate principala na dugoročni dug sa rokom dospjeća od 12 mjeseci

11

### ***Pokrivenost fiksnih rashoda***

Prodaja	1.000.000 \$
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000
Bruto dobit	400.000
Provizija od prodaje	40.000
Reklamiranje	20.000
Ostali troškovi prodaje	25.000
Plate zaposlenih	150.000
Administrativni troškovi	75.000
Troškovi amortizacije	10.000
Ukupni troškovi poslovanja	320.000
Dobitak poslovanja (EBIT)	80.000
Troškovi kamata	10.000
Dobitak prije oporezivanja	70.000
Porez na prihod	20.000
Neto dobitak	50.000

$$\text{Fixed Charge Coverage} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest} + \left( \frac{\text{CMLTD}}{1 - \text{Tax Rate}} \right)} = \frac{\$80,000}{\$10,000 + \left( \frac{\$15,000}{1 - 0.30} \right)} = 2.55$$



## ***Dodatni podaci***

- Ukupne nabavke putem kredita na godišnjem nivou = 650.000 \$

13

### ***Rok izmirenja obaveza***

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Payables Period} = \frac{\text{Accounts Payable}}{\left( \frac{\text{Purchases}}{365 \text{ days}} \right)} = \frac{\$50,000}{\left( \frac{\$650,000}{365} \right)} = \frac{\$50,000}{\$1,781} = 28.1 \text{ days}$$

## ***Nabavke (maloprodaja/veleprodaja)***

---

Zaključno stanje zaliha (2009.)	330.000
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000
Proizvodi za prodaju	930.000
Početno stanje zaliha	280.000
Nabavke	650.000
Zaključno stanje zaliha (2008.)	330.000

15

## ***Upravljanje sredstvima***

---

- Obrt sredstava
- Period naplate
- Broj dana obrta zaliha
- Broj dana vezanosti zaliha
- Obrt osnovnih sredstava

16

### ***Obrt sredstava***

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} = \frac{\$1,000,000}{\$500,000} = 2.0$$

17

### ***Period naplate***

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Collection Period} = \frac{\text{Accounts Receivable}}{\left( \frac{\text{Sales}}{365 \text{ days}} \right)} = \frac{\$50,000}{\left( \frac{\$1,000,000}{365} \right)} = \frac{\$50,000}{\$2,740} = 18.2 \text{ days}$$

### **Broj dana obrta zaliha**

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Inventory Turnover} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Inventory}} = \frac{\$600,000}{\$330,000} = 1.82$$

19

### **Broj dana vezanosti zaliha**

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Days' Inventory} = \frac{365 \text{ days}}{\text{Inventory Turnover}} = \frac{365}{1.82} = 201 \text{ days}$$

20

### ***Obrt osnovnih sredstava***

Gotovina	20.000
Potraživanja	50.000
Zalihe	330.000
Trenutna sredstva	400.000
Neto osnovna sredstva	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	500.000
Obaveze po osnovu IOP	60.000
Obaveze	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	25.000
Tekuće dospjeće na dugoročno zaduženje	15.000
Trenutne obaveze	150.000
Dugoročno zaduženje	100.000
Ukupne obaveze	250.000
Vlasnički kapital	250.000
Ukupne obaveze i kapital	500.000

$$\text{Fixed Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Fixed Assets, Net}} = \frac{\$1,000,000}{\$75,000} = 13.3$$

21

## ***Rentabilnost***

---

- Stopa marže prinosa
- Procentni bilans uspjeha
- DuPont sistem

22

### **Stopa marže prinosa**

Prodaja	1.000.000 \$	
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000	
Bruto dobitak	400.000	40% = Bruto marža
Provizija od prodaje	40.000	
Reklamiranje	20.000	
Ostali troškovi prodaje	25.000	
Plate zaposlenih	150.000	
Administrativni troškovi	75.000	
Troškovi amortizacije	10.000	
Ukupni troškovi poslovanja	320.000	
Dobitak iz poslovanja (EBIT)	80.000	
Neto stopa marže prinosa		
Troškovi kamata	10.000	
Dobitak prije oporezivanja	70.000	7% = marža prije oporezivanja
oporezivanja		
Porez na prihod	20.000	
Neto dobitak prinosa	50.000	5% = Neto stopa marže prinosa

23

### **Procentni bilans uspjeha**

Prodaja	1.000.000 \$	100,0%
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000	60%
Bruto dobitak	400.000	40%
Provizija od prodaje	40.000	4%
Reklamiranje	20.000	2%
Ostali troškovi prodaje	25.000	2,5%
Plate zaposlenih	150.000	15%
Administrativni troškovi	75.000	7,5%
Troškovi amortizacije	10.000	1%
Ukupni troškovi poslovanja	320.000	32%
Dobitak poslovanja (EBIT)	80.000	8%
Troškovi amortizacije	10.000	1%
Dobitak prije oporezivanja	70.000	7%
Porez na prihod	20.000	2%
Neto dobitak	50.000	5,0%

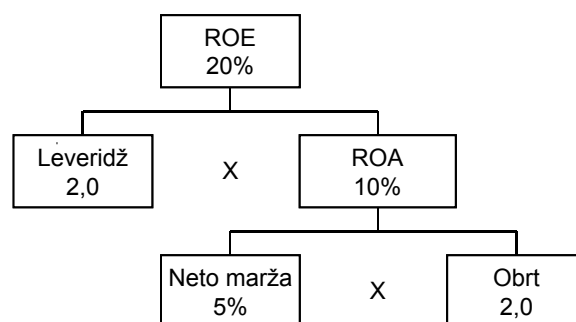
24

### Procentni bilans uspjeha

	2007.	2008.	2009.
Prodaja	100,0%	100,0%	100,0%
Troškovi realizovanih proizvoda	60,9%	60,8%	60,0%
Bruto dobitak	39,1%	39,2%	40,0%
Provizija od prodaje	3,8%	3,8%	4,0%
Reklamiranje	2,5%	1,9%	2,0%
Ostali troškovi prodaje	2,7%	2,6%	2,5%
Plate zaposlenih	17,0%	15,1%	15%
Administrativni troškovi	7,1%	7,1%	7,5%
Troškovi amortizacije	1,2%	1,1%	1,0%
Ukupni troškovi poslovanja	34,3%	31,6%	32,0%
Dobitak iz poslovanja (EBIT)	4,8%	7,4%	8,0%
Troškovi kamata	0,0%	0,3%	1,0%
Dobitak prije oporezivanja	4,8%	6,9%	7,0%
Porez na prihod	0,6%	1,7%	2%
Neto dobitak	4,2%	5,2%	5,0%

25

### DuPont sistem



Neto marža 5,0% X Obrt 2,0%  
 = Prinos na aktivu (ROA) 10%  
 X Leveridž 2,0%  
 = Prinos od vlastitog kapitala  
 (ROE) od 20%

26

## ***Ograničenja analize racija***

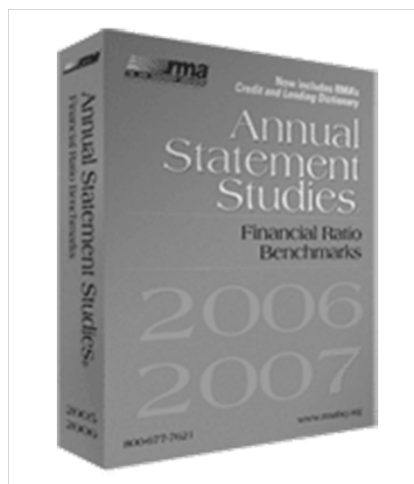
---

- Racio tj. koeficijent predstavlja odnos između dva broja
- Različite prakse u računovodstvu i poslovnim aktivnostima iskrivljuju poređenja između kompanija
- Znatno broj velikih kompanija se bavi različitim vrstama poslovnih aktivnosti, što otežava pravljenje poređenja
- Pitanje da li je racio "dobar" ili "loš" zavisi od lične perspektive.
- Kod evaluacije racija (množina) moraju se uzeti u obzir trendovi tokom vremena i poslovne norme tj. benčmark.

27

## ***Poslovni benčmark***

---



28



# Poslovni benčmark

RETAIL—Jewelry Stores NAICS 448310 (SIC 5994, 5944, 7831)

969

Comparative Historical Data

Current Data Sorted By Sales

Comparative Historical Data			Type of Statement	Current Data Sorted By Sales					
2010	2011	2012	Unqualified	0-1MM	1-3MM	3-5MM	5-10MM	10-25MM	25MM & OVER
4/1/02-3/31/03	4/1/03-3/31/04	4/1/04-3/31/05	ALL	85 (4/1-9/30/04)	188 (10/1/04-3/31/05)	25MM & OVER	25MM & OVER	25MM & OVER	25MM & OVER
268	312	273	ALL	43	77	42	37	38	38
7.7	7.8	6.5	ASSETS	8.3	6.7	7.0	6.0	5.3	5.1
8.7	7.9	7.7	Cash & Equivalents	5.6	5.6	5.5	7.7	10.6	10.8
65.9	67.8	69.1	Trade Receivables (net)	7.1	7.7	68.9	71.2	64.7	58.7
2.0	1.8	.9	Inventory	1.4	4	1.0	1.1	.8	1.2
84.8	85.2	84.2	All Other Current	87.4	86.5	82.1	86.0	81.4	76.8
10.3	10.0	10.2	Total Current	7.9	7.7	9.4	10.8	13.7	14.7
1.1	1.0	1.1	Fixed Assets (net)	.4	1.4	1.6	1.1	1.4	1.8
4.2	3.7	4.5	Intangibles (net)	4.3	4.4	6.9	3.1	3.5	4.7
100.0	100.0	100.0	All Other Non-Current	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
11.1	12.0	12.5	Total	14.2	12.4	8.3	12.0	14.1	14.6
2.8	2.8	2.3	LIABILITIES	1.3	2.9	2.9	2.0	2.2	2.3
19.0	21.8	20.9	Notes Payable-Short Term	29.2	25.0	26.8	24.4	21.5	21.0
1	2	2	Cur. Mat.-L/T/D	0	1	2	3	3	2
9.3	9.3	8.5	Trade Payables	7.7	8.3	7.5	6.8	9.5	11.1
42.4	46.1	47.4	Income Taxes Payable	46.4	48.8	45.7	46.5	47.6	49.4
12.2	9.1	11.2	All Other Current	17.5	13.3	10.3	8.9	7.4	6.5
1	1	2	Total Current	0	0	1	1	3	3
4.5	6.0	4.5	Long-Term Debt	5.2	5.0	5.0	5.2	2.8	3.3
40.8	38.7	36.7	Deferred Taxes	30.8	32.9	38.8	40.3	41.9	40.1
100.0	100.0	100.0	All Other Non-Current	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
100.0	100.0	100.0	Total Liabilities & Net Worth	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
46.8	44.5	43.7	INCOME DATA	46.9	43.5	41.7	40.7	44.7	44.8
40.2	40.3	39.7	Net Sales	42.7	39.8	37.9	36.5	41.2	39.8
4.5	4.2	4.0	Gross Profit	14	15	15	14	15	15
1.1	1.0	1.1	Operating Expenses	1.4	1.5	1.8	1.8	3	1.4
3.4	3.2	2.9	All Other Expenses (net)	2.8	2.3	2.9	3.3	3.2	3.6
			Profit Before Taxes						

29

RATIOS			Current Data Sorted By Sales						
2010	2011	2012	0-1MM	1-3MM	3-5MM	5-10MM	10-25MM	25MM & OVER	
4/1/02-3/31/03	4/1/03-3/31/04	4/1/04-3/31/05	43	77	42	37	38	38	
3.3	2.9	2.7	Current	4.1	2.7	2.5	2.9	3.0	2.3
2.0	2.0	1.8	Quick	2.3	1.7	1.9	1.9	1.7	1.7
1.5	1.4	1.4	Sales/Receivables	1.4	1.3	1.5	1.4	1.2	1.3
7.2	6	5	Cost of Sales/Inventory	(42)	(75)	5	5	8	5
(267)	(309)	(270)	Cost of Sales/Payables	1	1	1	1	1	1
202.6	241.2	657.0	Sales/Working Capital	0	UND	0	878.8	1	491.4
9	41.3	65.2	EBIT/Interest	1	454.0	5	79.8	4	101.1
27	13.6	15.7	Net Profit + Depr., Dep., Amort./Cur. Mat. L/T/D	14	25.6	21	17.6	15	24.2
190	193	198	Fixed/Worth	218	117	211	177	191	119
396	12	293	Debt/Worth	335	111	330	111	232	15
401	9	397	% Profit Before Taxes/Tangible Net Worth	522	7	420	9	345	1.1
36	10.2	43	% Profit Before Taxes/Total Assets	38	9.6	52	7.1	32	11.4
71	51	62	Sales/Net Fixed Assets	14	25.6	21	17.6	15	24.2
120	31.2	137	Sales/Total Assets	146	2.5	143	2.6	141	2.6
2.3	2.8	2.7	% Depr., Dep., Amort./Sales	2.1	2.6	1.8	3.2	2.9	2.6
3.7	4.3	4.8	% Officers', Directors', Owners' Comp/Sales	3.4	4.5	4.8	4.9	5.7	6.0
6.8	6.9	8.2	Net Sales (\$)	9.2	9.0	7.2	7.9	12.0	6.5
6.8	9.5	8.1	Total Assets (\$)	7.3	5.2	6.6	11.6	11.3	11.3
(245)	2.7	(287)	% Total Assets (\$)	(36)	1.8	(71)	2.3	(39)	4.1
1.2	1.2	1.3	% Total Assets (\$)	5	1.2	1.6	1.8	1.8	2.1
3.4	5.9	5.4	% Total Assets (\$)	(10)	1.4	(10)	1.3	1.8	1.5
(83)	(14)	(59)	% Total Assets (\$)	3	9	3	12	15	(16)
4.0	9.1	1.0	% Total Assets (\$)	0	1	1	1	2	1
1.1	1.5	1	% Total Assets (\$)	2	2	3	2	4	3
2	5.7	5	% Total Assets (\$)	1.0	5	5	6	6	6
7	7	9	% Total Assets (\$)	4	1.1	8	9	8	8
1.4	1.6	1.8	% Total Assets (\$)	1.9	2.4	1.7	1.5	1.5	1.8
3.2	3.6	3.7	% Total Assets (\$)	28.9	5.1	3.5	3.0	3.5	2.6
22.8	27.2	26.7	% Total Assets (\$)	44.6	33.1	22.9	25.5	26.3	26.7
(248)	(102)	(291)	% Total Assets (\$)	(32)	(10.9)	(70)	(10.0)	(39)	7.9
1.4	2.3	4.1	% Total Assets (\$)	-1.9	3.8	6.0	6.0	6.5	9.5
9.7	10.0	10.4	% Total Assets (\$)	12.9	8.1	8.1	10.7	10.9	12.6
13.7	14.2	14.8	% Total Assets (\$)	22.2	30.0	35.3	4.3	4.4	3.8
7	7	7	% Total Assets (\$)	-1.6	6	1.4	2.1	1.7	1.8
68.0	59.1	60.4	% Total Assets (\$)	285.0	96.1	77.2	61.1	22.1	28.5
25.1	21.0	22.9	% Total Assets (\$)	32.8	29.6	30.4	27.6	12.9	14.6
9.9	10.9	11.4	% Total Assets (\$)	11.5	14.6	13.3	11.5	9.7	10.0
2.0	2.1	2.1	% Total Assets (\$)	2.4	2.1	2.1	2.5	2.1	2.2
1.5	1.6	1.6	% Total Assets (\$)	1.4	1.4	1.8	1.7	1.5	1.7
1.2	1.2	1.2	% Total Assets (\$)	1.1	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
5	5	5	% Total Assets (\$)	8	4	3	5	5	10
(230)	(255)	(212)	% Total Assets (\$)	(22)	(1.2)	(57)	(9)	(35)	5
1.5	1.6	1.7	% Total Assets (\$)	3.1	1.5	1.2	1.6	1.1	2.2
3.2	3.3	2.9	% Total Assets (\$)	5.8	4.3	3.3	9	1.2	1.2
(186)	(178)	(152)	% Total Assets (\$)	(29)	(8)	(53)	(27)	(11)	(4)
9.3	9.3	9.2	% Total Assets (\$)	13.5	8.1	9.5	7.0	4.0	4.0
269220M	366472M	534760M	% Total Assets (\$)	25896M	14897M	15796M	26313M	56645M	418561M
1688615M	2395164M	329238M	% Total Assets (\$)	18493M	119471M	96451M	161933M	386000M	2476530M

© RMA 2005 M = \$ thousand - MM = \$ million  
See Pages 11 through 21 for Explanation of Ratios and Data

30

### ***Na primjer .***

	2007.	2008.	2009.	Djelatnost
<b>Likvidnost</b>				
Koeficijent tekuće likvidnosti	3,41%	3,04%	2,67%	1,70%
Koeficijent redukovane likvidnosti	0,75	0,61	0,47	
<b>Finansijski leveridž</b>				
Koeficijent duga i sredstava	0,35	0,41	0,50	0,67
Kamatna pokrivenost 11,12	10,10	8,00	2,30	
<b>Obrt sredstava</b>				
Obrt ukupnih sredstava	1,9	2,21	2,00	1,40
Obrt stalnih sredstava	35,12	34,00	13,33	29,60
Period naplate	14,87	15,31	18,25	5,00
Broj dana vezanosti zaliha	191,54	183,67	200,77	330,00
<b>Rentabilnost</b>				
Bruto dobitak	39,1%	39,2%	40,0%	43,5%
Bruto dobitak	4,8%	7,4%	8,0%	3,8%
Bruto dobitak	4,8%	6,9%	7,0%	2,3%

31

### ***Bilans toka gotovine***

---

32

### **Priliv i odliv gotovine**

	2008.	2009.
Gotovina	30.000.	20.000
Potraživanja	40.000	50.000
Zalihe	<u>280.000</u>	<u>330.000</u>
Tekuća sredstva	350.000.	400.000
Neto osnovna sredstva	25.000	75.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>	<u>25.000</u>
Ukupna sredstva	400.000.	500.000
Obaveze po osnovu IOP	0	60.000
Potraživanja	65.000	50.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	42.000	25.000
Tekuća dospjeća	8.000	15.000
Tekuće obaveze	115.000.	150.000
Dugoročno zaduženje	50.000	100.000
Ukupne obaveze	165.000	250.000
Vlasnički kapital	235.000	250.000
Ukupne obaveze i kapital	400.000	500.000

33

### **Promjene u obračunima bilansa stanja**

Promjena	2008.	2009.	\$
Gotovina	30.000.	20.000	-10.000
Potraživanja	40.000	50.000	+10.000
Zalihe	<u>280.000</u>	<u>330.000</u>	<u>+50.000</u>
Tekuća sredstva	350.000.	400.000	
Neto osnovna sredstva	25.000	75.000	+50.000
Ostala sredstva	<u>25.000</u>	<u>25.000</u>	0
Ukupna sredstva	400.000.	500.000	
Obaveze po osnovu IOP	0	60.000	+60.000
Potraživanja	65.000	50.000	-15.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	42.000	25.000	-17.000
Tekuća dospjeća	8.000	15.000	+7.000
Trenutne obaveze	115.000	150.000	
Dugoročno zaduženje	50.000	100.000	+50.000
Ukupne obaveze	165.000	250.000	
Vlasnički kapital	235.000	250.000	+15.000
Ukupne obaveze i kapital	400.000	500.000	

34

### ***Izvori i korištenje sredstava***

<b>Izvori</b>	
Smanjenje gotovine	10.000 \$
Povećanje kratkoročnih zaduženja	60.000
Povećanje u tekućim dospjećima	7000
Povećanje dugoročnih zaduženja	50.000
Povećanje vlasničkog kapitala	15.000
<b>Ukupno</b>	<b>142.000</b>
<b>Korištenje</b>	
Povećanje potraživanja	10.000 \$
Povećanje zaliha	50.000
Povećanje neto osnovnih sredstava	50.000
Smanjenje obaveza	15.000 \$
Smanjenje obračunatih prihoda budućeg perioda	17.000 \$
<b>Ukupno</b>	<b>142.000</b>

35

### ***Vlasnički kapital***

	2008.	2009.	Promjena
Obične akcije	50.000 \$	50.000 \$	
Neraspoređeni dobitak	185.000	200.000	15.000
<b>Ukupni kapital</b>	<b>235.000</b>	<b>250.000</b>	<b>15.000</b>

\* Promjena u neraspoređenom dobitku = neto dobitak –  
dividende = 50.000 - 35.000

36

## ***Amortizacija?***

---

37

## ***Amortizacija***

---

Prodaja	1.000.000 \$	
Troškovi realizovanih proizvoda	600.000	
Bruto dobit	400.000	
Provizija od prodaje	40.000	
Reklamiranje	20.000	
Ostali troškovi prodaje	25.000	
Plate zaposlenih	150.000	
Administrativni troškovi	75.000	
Troškovi amortizacije	10.000	←
Ukupni troškovi poslovanja	320.000	
Dobitak poslovanja (EBIT)	80.000	
Troškovi kamata	10.000	
Dobitak prije oporezivanja	70.000	
Porez na prihod	20.000	
Neto dobitak	50.000	

38

### **Promjene u obračunima bilansa stanja**

	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>	<b>Promjena</b>
Gotovina	30.000.	20.000	-10.000
Potraživanja	40.000	50.000	+10.000
Zalihe	<u>280.000</u>	<u>330.000</u>	<u>+50.000</u>
Tekuća sredstva	350.000.	400.000	
Neto osnovna sredstva	25.000	75.000	+50.000
Ostala sredstva	25.000	25.000	0
Ukupna sredstva	400.000.	500.000	
Obaveze po osnovu IOP	0	60.000	+60.000
Potraživanja	65.000	50.000	-15.000
Obračunati prihodi budućeg perioda	42.000	25.000	-17.000
Tekuća dospjeća	8.000	15.000	+7.000
Trenutne obaveze	115.000	150.000	
Dugoročno zaduženje	50.000	100.000	+50.000
Ukupne obaveze	165.000	250.000	
Vlasnički kapital	235.000	250.000	+15.000
Ukupne obaveze i kapital	400.000	500.000	

39

## **Amortizacija?**

Promjene u neto osnovnim sredstvima

= 50.000 \$

= rashodi osnovnih sredstava – troškovi amortizacije

= 60.000 - 10.000

40

### ***Izvori i korištenje sredstava***

<b>Izvori</b>		
Neto dobitak	50.000	←
Amortizacija	10.000	
Smanjenje gotovine	10.000	←
Povećanje kratkoročnih zaduženja	60.000	
Povećanje u tekućim dospelcima	7000	
Povećanje dugoročnih zaduženja	50.000	
Ukupno	187.000	
<b>Korištenje</b>		
Dividende	35.000	←
Povećanje potraživanja	10.000	
Povećanje zaliha	50.000	
Rashodi osnovnih sredstava	60.000	←
Smanjenje obaveza	15.000	
Smanjenje obračunatih prihoda budućeg perioda	17.000	
Ukupno	187.000 \$	

41

### ***Izveštaj toka gotovine***

<b>Tok gotovine iz poslovnih aktivnosti</b>	
Neto dobitak	50.000
Troškovi amortizacije	10.000
Smanjenje (povećanje) potraživanja	(10.000)
Smanjenje (povećanje) zaliha	50.000
Povećanje (smanjenje) obaveza	15.000 \$
Povećanje (smanjenje) obračunatih prihoda budućeg perioda	17.000 \$
Neto tok gotovine iz poslovnih aktivnosti	(32.000)
<b>Tok gotovine iz dugoročnih investicija</b>	
Rashodi osnovnih sredstava	60.000
<b>Tok gotovine iz finansiranja</b>	
Povećanje (smanjenje) kratkoročnih zaduženja	60.000
Povećanje (smanjenje) dugoročnih zaduženja*	57.000
Dividende	(35.000)
Neto tok gotovine iz finansiranja	82.000 \$
Neto promjena gotovine	(10.000)

\*Uključuje tekuća dospelca na dugoročno zaduženje

42

### ***3. Predviđanje finansijskih potreba kompanije***

---

1

#### ***Cilj***

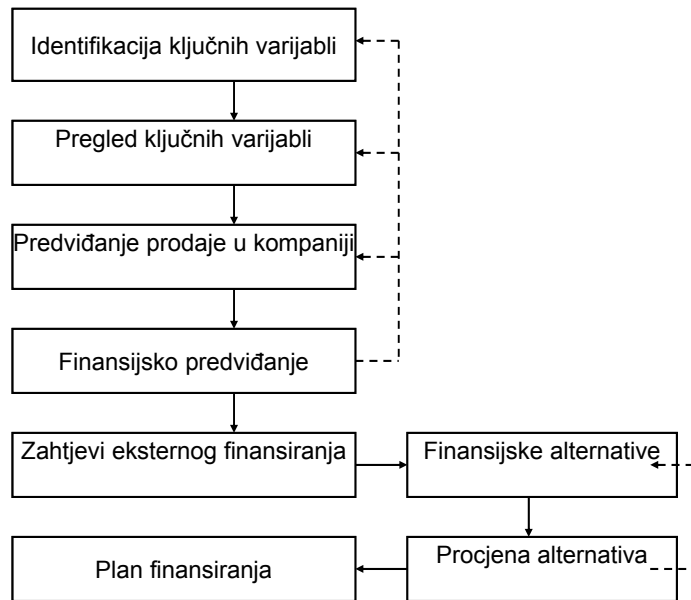
---

- Predviđanje finansijskih potreba kompanije
- Vršenje analize osjetljivosti ("šta ako" analiza)
- Vršenje evaluacije različitih investicionih i finansijskih alternativa
- Razvijanje finansijskih podataka potrebnih investitorima i kreditorima

2



### **Finansijsko predviđanje**



3

### **Projektovani finansijski izvještaji**

---

4

***Primjer:***  
***Consolidated Furniture Corporation***

- Zatvoreno akcionarsko društvo za proizvodnju namještaja
- Proizvodi širok asortiman kućnog namještaja
- Postignuta rekordna prodaja od 47,7 miliona dolara u 2008.
- Trenutno posluje sa gotovo punim kapacitetom

5

***Postoji potreba za planiranjem i analizom. . .***

---

From: John Smith <jsmith@consolfurniture.com>  
To: David Smith <dsmith@consolfurniture.com>  
Date: February 15, 2009  
Subject: Oktobar 2010. Program proširenja pogona

---

Kao što smo prethodno razmotrili, Upravni odbor je odobrio naš program proširenja pogona iz oktobra 2010. godine, prema kojem su potrebna kapitalna ulaganja u iznosu od 4,8 miliona dolara u 2009. odnosno 2,5 mil. dolara u 2010. godini

Molimo vas da izvršite procjenu iznosa eksternog finansiranja neophodnog za podršku ovim ulaganjima.

Hvala.

6

## ***Analiza prethodnog poslovanja***

Kao podrška projektovanju budućeg poslovanja, bacimo pogled na prethodni poslovni učinak kompanije i njen tekući finansijski položaj.

- Bilansi uspjeha
- Procentni bilansi uspjeha
- Bilansi stanja
- Analiza koeficijenta

7

### **Consolidated Furniture Corporation**

#### **Bilansi uspjeh**

	<b>2004.</b>	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>
Prodaja	31.204	32.768	37.674	43.326	47.669
Troškovi realizovanih proizvoda					
Bruto dobitak	22.725	23.948	27.891	32.084	34.928
Troškovi prodaje	8.479	8.820	9.783	11.242	12.741
Troškovi prodaje	3.572	3.570	4.140	4.852	5.210
Administrativni troškovi	2.305	2.407	2.504	2.608	2.711
Prihod iz poslovnih aktivnosti	2.602	2.843	3.139	3.782	4.820
Ostali prihodi	81	0	0	0	0
Troškovi kamata	620	626	682	689	687
Prihod prije oporezivanja	2.063	2.217	2.457	3.093	4.133
Porez na prihod	825	950	1.025	1.230	1.665
Neto prihod	1.238	1.267	1.432	1.863	2.468
Obične dividende po 1,25 \$	<u>600</u>	<u>600</u>	<u>700</u>	<u>1.000</u>	<u>1.100</u>
Promjene u neraspoređenom dobitku	638	667	732	863	1.368
Prinos po akciji \$	1,41	\$1,44	\$1,63	\$2,12	\$2,80

8

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Procentni bilansi uspjeha**

	<b>2004.</b>	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>
Prodaja	100.0%	100.0%	100.0%	100.0	100.0%
Troškovi realizovanih proizvoda	72,8	73,1	74,0	74,1	73,3
Bruto dobitak	27,2	26,9	26,0	25,9	26,7
Troškovi prodaje	11,4	10,9	11,0	11,2	10,9
Administrativni troškovi	7,4	7,3	6,7	6,0	5,6
Prihod iz poslovnih aktivnosti	8,3	8,7	8,3	8,7	10,1
Ostali prihodi	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Troškovi kamata	2,0	1,9	1,8	1,6	1,4
Prihod prije oporezivanja	6,6	6,8	6,5	7,1	8,7
Porez na prihod	2,6	2,9	2,7	2,8	3,5
Neto prihod	4.0%	3.9%	3.8%	4.3%	5.2%

9

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Bilansi stanja (u .000 dolara)**

	<b>2004.</b>	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>
Gotovina	502	551	507	653	705
Utržive HOV	1,237	0	0	0	0
Potraživanja	2.901	3.302	3.754	4.102	4.603
Zalihe	4825	5105	5807	6602	7408
Tekuća sredstva	9645	8958	10.068	11.357	12.716
Neto osnovna sredstva	5.174	7.192	7.125	6.973	6.821
Ostala sredstva	503	532	551	577	589
Ukupna sredstva	15.142	16.682	17.744	18.907	20.126
Obaveze po osnovu IOP, banka	0	886	1.128	11.480	1.591
Obaveze, trgovinska razmjena	535	715	840	963	931
Obračunati prihodi budućeg perioda	566	773	1.136	1.361	1.533
Dospjeća	400	400	400	400	400
Tekuće obaveze	1501	2774	3504	4204	4455
Dugoročno zaduženje	5.600	5.200	4.800	4.400	4.000
Ukupne obaveze	7101	7974	8304	8604	8455
Obične dividende	4.891	4.891	4.891	4.891	4.891
Neraspoređeni dobitak	3150	3817	4,549	5,412	6.780
Ukupne obaveze i kapital	15.142	16.682	17.744	18.907	20.126

10

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Analiza koeficijenta**

	<b>2004.</b>	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>
<b>Likvidnost:</b>					
Koeficijent tekuće likvidnosti	6,31	3,23	2,87	2,70	2,85
Koeficijent redukovane likvidnosti	3,09	1,39	1,22	1,13	1,19
<b>Finansijski leveridž:</b>					
Racio duga i sredstava	0,47	0,48	0,47	0,46	0,42
Kamatna pokrivenost	4,33	4,54	4,60	5,49	7,02
Pokrivenost fiksnih rashoda	2,02	2,20	2,33	2,79	3,56
<b>Obrt sredstava:</b>					
Period naplate	33,93	36,78	36,37	34,56	35,25
Broj dana obrta zaliha	4,71	4,69	4,80	4,86	4,71
Obrt stalnih sredstava	6,03	4,56	5,29	6,21	6,99
Obrt sredstava	2,06	1,96	2,12	2,29	2,37
<b>Rentabilnost:</b>					
Bruto dobitak	27,2%	26,9%	26,0%	25,9%	26,7%
Neto stopa marže prinosa	8,3%	8,7%	8,3%	8,7%	10,1%
Neto stopa marže prinosa	4,0%	3,9%	3,8%	4,3%	5,2%
Prinos na aktivu	8,2%	7,6%	8,1%	9,9%	12,3%
Prinos od vlastitog kapitala	15,4%	14,6%	15,2%	18,1%	21,1%

11

## ***Pretpostavke projekcije***

Mada se neke pretpostavke projekcije mogu zasnivati na istorijskim trendovima i odnosima, druge su rezultat . . .

- Planova i ciljeva menadžmenta
- Procjena budućih kretanja od strane menadžmenta
- Vanjskih ograničenja

12

### ***Planovi i ciljevi menadžmenta . . .***

---

From: John Smith <jsmith@consolfurniture.com>  
To: David Smith <dsmith@consolfurniture.com>  
Date: February 18, 2009  
Subject: Dividende

---

Pretpostavimo da će se obične dividende držati na nivou iz 2008. godine u iznosu od 1,1 milion (1,25 X 880.000 akcija). Na ovu pretpostavku se možemo vratiti kasnije nakon što steknemo jasniju sliku naših finansijskih potreba i alternativa.

Pozdrav.

13

### ***Procjena budućih kretanja od strane menadžmenta . .***

---

From: Harold Smith <hsmith@consolfurniture.com>  
To: David Smith <dsmith@consolfurniture.com>  
Date: February 19, 2009  
Subject: Petogodišnje predviđanje prodaje

---

U pogledu vašeg zahtjeva za petogodišnjim predviđanjem prodaje, Odjeljenje marketinga je mišljenja da će rast prodaje biti ograničen dok se ne okonča program proširenja pogona. Posebno preporučujemo da pretpostavite sljedeće stope rasta prodaje:

2009.	10%
2010.	25%
2011.	12%
2012.	10%
2013.	10%

Pozdrav.

14

## Vanjska ograničenja . .

From: John Smith <jsmith@consolfurniture.com>  
To: David Smith <dsmith@consolfurniture.com>  
Date: February 20, 2009  
Subject: Zahtjevi finansiranja

Upravo je stigao poziv iz banke *Suburban State Bank* gdje je izražena zabrinutost u pogledu povećane potražnje za kratkoročnim kreditima. Prilikom vršenja procjene naših finansijskih zahtjeva, molimo da pretpostavite da će kredit biti otplaćen.

Hvala.

15

### Pretpostavke projekcije (2009-2013.) (izraženo u hiljadama dolara)

	Pretpostavka	Izvor
Prodaja	Porast od 10% , 25%, 12%, 10%, 10%	Odjeljenje marketinga
Troškovi realizovanih proizvoda	74% od prodaje	Istorijski odnos
Troškovi prodaje	11% od prodaje	Istorijski odnos
Administrativni troškovi	1.632 + 3,2% od prodaje	Istorijski odnos
Troškovi kamata	10% od prosječnog dugoročnog duga	Uslovi po pozajmici
Porez na prihod	40% od prihoda prije oporezivanja	Očekivana poreska stopa
Obične dividende	1,25 \$ x 880 akcija = 1.100 \$	Ostaju nepromijenjene
Gotovina	1,37% od prodaje	Istorijski odnos
Potraživanja	prodaja od 35 dana	Istorijski odnos
Obrt zaliha od	4,8 puta	Istorijski odnos
Neto osnovna sredstva	Porast od 4.800 \$ u 2009, 2.500 \$ u 2010. Program proširenja pogona . Ostali rashodi = amortizacija	
Ostala sredstva	Porast od 20 \$ svake godine	Istorijski trend
Obaveze po osnovu IOP	0 \$	Otplatiti
Obaveze	3% od troškova realizovanih proizvoda	Istorijski odnos
Obračunati prihodi budućeg perioda	3% od prodaje	Istorijski odnos
Tekuća dospjeća	400 \$ svake godine	Plan izmirenja obaveza
Dugoročni dug	Umanjiti za 400\$ svake godine	Plan izmirenja obaveza
Obične akcije	Nepromijenjene	Pretpostaviti da nema nove emisije
Neraspoređeni dobitak =		
= Početni bilans + neto prihod -		Računovodstvena definicija
- obične dividende		

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Projektovani bilansi uspjeha (u 000 \$)**

	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
Prodaja	52.436	65.545	73.410	80.751	88.826
Troškovi realizovanih proizvoda	38.803	48.503	54.323	59.756	65.731
Bruto dobitak	13.633	17.042	19.087	20.995	23.095
Troškovi prodaje	5.768	7.210	8.075	8.883	9.771
Administrativni troškovi	3.310	3.729	3.981	4.216	4.474
Prihod iz poslovnih aktivnosti	4.555	6.103	7.031	7.896	8.850
Ostali prihodi	0	0	0	0	0
Troškovi kamata	420	380	340	300	260
Prihod prije oporezivanja	4.135	5.723	6.691	7.596	8.590
Porez na prihod	1654	2290	2677	3038	3436
Neto prihod	2.481	3.433	4.014	4.558	5.154
Obične dividende po 1,25 \$	<u>1100</u>	<u>1100</u>	<u>1100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>
Promjene u neraspoređenom dobitku	1381	2333	2914	3458	4.054

17

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Projektovani procentni bilansi uspjeha**

	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
Prodaja	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Troškovi realizovanih proizvoda	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0
Bruto dobitak	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
Troškovi prodaje	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Administrativni troškovi	6,3	5,7	5,4	5,2	5,0
Prihod iz poslovnih aktivnosti	8,7	9,3	9,6	9,8	10,0
Ostali prihodi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Troškovi kamata	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3
Prihod prije oporezivanja	7,9	8,7	9,1	9,4	9,7
Porez na prihod	3,2	3,5	3,6	3,8	3,9
Neto prihod	4.7%	5.2%	5.5%	5.6%	5.8%

18



**Consolidated Furniture Corporation**  
**Projektovani bilansi stanja (u .000 dolara)**

	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
Gotovina	718	898	1.006	1.106	1.217
Potraživanja	5.028	6.285	7.039	7.744	8.518
Zalihe	8.084	10.105	11.317	12.449	13.693
Tekuća sredstva	9.645	17.288	19.362	21.299	23.428
Neto osnovna sredstva	11.621	14.121	14.121	14.121	14.121
Ostala sredstva	609	629	649	669	689
Ukupna sredstva	26.060	32.038	34.132	36.089	38.238
Kratkoročne bankovne pozajmice	0	0	0	0	0
Obaveze, trgovinska razmjena	1.164	1.455	1.630	1.793	1.972
Obračunati, a neplaćeni troškovi	1.573	1966	2.202	2.422	2.664
Dospjeća	400	400	400	400	400
Tekuće obaveze	3137	3821	4232	4615	5036
Dugoročno zaduženje	3.600	3.200	2.800	2.400	2.000
Ukupne obaveze	6737	7021	7032	7015	7036
Obične dividende	4.891	4.891	4.891	4.891	4.891
Neraspoređeni dobitak	8.161	10.495	13.409	16.867	20.921
Ukupne obaveze i kapital	19.789	22.407	25.332	28.773	32.848

19

***Sredstva = obaveze i vlastiti kapital***

---

20

**Consolidated Furniture Corporation**  
Projektovani bilansi stanja (u .000 dolara)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Gotovina	718	898	1.006	1.106	1.217
Potraživanja	5.028	6.285	7.039	7.744	8.518
Zalihe	8.084	10.105	11.317	12.449	13.694
Tekuća sredstva	9.645	17.288	19.362	21.299	23.428
Neto osnovna sredstva	14.121	14.121	14.121	14.121	14.121
Ostala sredstva	609	629	649	669	689
<b>Ukupna sredstva</b>	<b>26.060</b>	<b>32.038</b>	<b>34.132</b>	<b>36.089</b>	<b>38.238</b>
Kratkoročne bankovne pozajmice	0	0	0	0	0
Obaveze, trgovinska razmjena	1.164	1.455	1.630	1.793	1.972
Obračunati, a neplaćeni troškovi	1.573	1966	2.202	2.422	2.664
Dospjeća	400	400	400	400	400
Tekuće obaveze	3137	3821	4232	4615	5036
Dugoročno zaduženje	3.200	2.800	2.400	2.000	2.000
<b>Ukupne obaveze</b>	<b>6737</b>	<b>7021</b>	<b>7032</b>	<b>7016</b>	<b>7036</b>
Obične dividende	4.891	4.891	4.891	4.891	4.891
Neraspoređeni dobitak	8.161	10.495	13.409	16.867	20.921
Ukupne obaveze i kapital	19.789	22.407	25.332	28.774	32.849
Zahjevni finansiranja	6.271	9.631	8.800	7.315	5.390.
<b>Prilagođeni ukupni iznos</b>	<b>26.060</b>	<b>32.038</b>	<b>34.132</b>	<b>36.089</b>	<b>38.238</b>

21

**Consolidated Furniture Corporation**  
Projektovani izvori i korištenje sredstava

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
<b>Izvori</b>					
Neto dobitak	2.481	3.433	4.014	4.558	5.154
Porast obaveza	233	291	175	163	179
Porast obračunatih, a neplaćenih troškova	40	393	236	220	242
<b>Ukupno</b>	<b>2754</b>	<b>4118</b>	<b>4425</b>	<b>4941</b>	<b>5575</b>
<b>Korištenje</b>					
Porast gotovine	13	180	108	100	111
Povećanje potraživanja	425	1257	754	704	774
Porast zaliha	676	2021	1213	1132	1245
Porast neto osnovnih sredstava*	4.800	2.500	0	0	0
Porast ostalih sredstava	20	20	20	20	20
Porast obaveza po osnovu IOP	1591	0	0	0	0
Smanjenje dugoročnog zaduženja	400	400	400	400	400
Obične dividende	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>
<b>Ukupno</b>	<b>9025</b>	<b>7478</b>	<b>3594</b>	<b>3456</b>	<b>3650</b>
Razlika	(6271)	(3360)	831	1485	1925
Kumulativna razlika	(6271)	(9631)	8800	7315	5390

\*Ostali kapitalni rashodi = trošak amortizacije.

22

<b>Consolidated Furniture Corporation</b>					
<b>Bilansi tokova gotovine (u .000 \$)</b>					
	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
<b>Tok gotovine iz poslovnih aktivnosti</b>					
Neto dobitak	2.481	3.433	4.014	4.558	5.154
Smanjenje (povećanje) potraživanja					774
Smanjenje (porast) zaliha	676	2021	1213	1132	1245
Smanjenje (povećanje) obaveza					179
Smanjenje (povećanje) obračunatih , a neplaćenih troškova	233	291	175	163	179
	<u>40</u>	<u>393</u>	<u>236</u>	<u>220</u>	<u>242</u>
	1653	839	2458	3105	3556
<b>Tok gotovine iz dugoročnih investicija</b>					
Smanjenje (porast) osnovnih sredstava	(4800)	(2500)	0	0	0
Smanjenje (porast) ostalih sredstava	<u>20</u>	<u>20</u>	<u>20</u>	<u>20</u>	<u>20</u>
	(4820)	(2520)	(20)	(20)	(20)
<b>Tok gotovine iz finansiranja</b>					
Porast obaveza po osnovu IOP	(1591)	0	0	0	0
Porast dugoročnog zaduženja	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
Obične dividende	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>
	(3091)	(1500)	(1500)	(1500)	(1500)
Neophodno finansiranje	6271	3360	(831)	(1485)	(1925)
Neto promjene gotovine	13	180	108	100	111
Kumulativno neophodno finansiranje	6271	9631	8800	7315	5390

23

## ***Postupanje kod neizvjesnosti***

---

From: John Smith <jsmith@consolfurniture.com>  
 To: David Smith <dsmith@consolfurniture.com>  
 Date: February 22, 2009  
 Subject: Oktobar 2010. Program proširenja pogona

---

Pregledao sam projekcije koje ste izvršili. Mada sam saglasan sa većinom vaših pretpostavki, mišljenja sam da je Odjeljenje marketinga možda bilo previše optimistično u svojim predviđanjima prodaje.

Volio bih vidjeti efekte smanjenja (i povećanja) projektovanih cifara prodaje u visini od 10% od naših finansijskih zahtjeva.

Hvala.

24

## ***Analiza osjetljivosti***

---

<b>Consolidated Furniture Corporation</b>					
<b>Analiza osjetljivosti (u .000 \$)</b>					
	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
<b>Slučaj 1: Originalne pretpostavke</b>					
Projektovana prodaja	52.436	65.545	73.410	80.751	88.826
Zahtevi finansiranja	6.271	9.631	8.800	7.316	5.390
<b>Slučaj 2: Porast prodaje od 10%</b>					
Projektovana prodaja	57.679	72.099	80.751	88.826	97.709
Zahtevi finansiranja	7.009	10.182	8.998	7.097	4.714
<b>Slučaj 3: Smanjenje prodaje od 10%</b>					
Projektovana prodaja	47.192	58.990	66.069	72.676	79.944
Zahtevi finansiranja	5.533	9.079	8.602	7.534	6.067

25

## ***Odluka o finansiranju***

---

Šta se dešava u slučaju da se dug koristi da bi se zadovoljile potrebe kompanije za eksternim finansiranjem?

26

<b>Consolidated Furniture Corporation</b>					
<b>Projektovani bilansi uspjeha (u 000 \$)</b>					
<b>Eksterno finansiranje = 100% duga</b>					
	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
Prodaja	52.436	65.545	73.410	80.751	88.826
Troškovi realizovanih proizvoda	38.803	48.503	54.323	59.756	65.731
Bruto dobitak	13.633	17.042	19.087	20.995	23.095
Troškovi prodaje	5.768	7.210	8.075	8.883	9.771
Administrativni troškovi	3.310	3.729	3.981	4.216	4.474
Prihod iz poslovnih aktivnosti	4.555	6.103	7.031	7.896	8.850
Ostali prihodi	0	0	0	0	0
Kamate, novi dug	458	724	695	617	503
Kamate, postojeći dug (pri stopi od 10%)	420	380	340	300	260
Prihod prije oporezivanja	3.677	4.998	5.996	6.980	8.086
Porez na prihod	1471	1999	2398	2792	3235
Neto prihod	2.206	2.999	3.597	4.188	4.852
Obične dividende po 1,25 \$	<u>1100</u>	<u>1100</u>	<u>1100</u>	<u>1.100</u>	<u>1.100</u>
Promjene u neraspoređenom dobitku	1106	1899	2497	3088	3.752



27

<b>Consolidated Furniture Corporation</b>					
<b>Projektovani bilansi stanja (u .000 dolara)</b>					
<b>Eksterno finansiranje = 100% duga</b>					
	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
Gotovina	718	898	1.006	1.106	1.217
Potraživanja	5.028	6.285	7.039	7.744	8.518
Zalihe	8.084	10.105	11.317	12.449	13.694
Tekuća sredstva	9.645	17.288	19.362	21.299	23.428
Neto osnovna sredstva	11.621	14.121	14.121	14.121	14.121
Ostala sredstva	609	629	649	669	689
Ukupna sredstva	26.060	32.038	34.132	36.089	38.238
Kratkoročne bankovne pozajmice	0	0	0	0	0
Obaveze, trgovinska razmjena	1.164	1.455	1.630	1.793	1.972
Obračunati, a neplaćeni troškovi	1.573	1966	2.202	2.422	2.664
Dospjeća	400	400	400	400	400
Tekuće obaveze	3137	3821	4232	4615	5036
Novo fugoročno zaduženje	6.546	10.340	9.927	8.812	7.188
Dugoročno zaduženje	3.600	3.200	2.800	2.400	2.000
Ukupne obaveze	13.283	17.361	16.959	15.827	14.225
Obične dividende	4.891	4.891	4.891	4.891	4.891
Neraspoređeni dobitak	7.886	9.785	12.283	15.371	19.122
Ukupne obaveze i kapital	26.060	32.038	34.132	36.089	38.238



28

Šta se dešava u slučaju da se vlastiti kapital (423.800 akcija po 25,00 \$ po akciji) koristi da bi se zadovoljile potrebe kompanije za eksternim finansiranjem?

$$\begin{aligned} \text{Obične akcije} &= \text{postojeće obične akcije} + \text{nove obične akcije} \\ &= 4,891,000 \$ + (423,800 \text{ akcija} \times 25,00 \$/\text{akciji}) \\ &= \$4.891.000 + \$10.597.000 \\ &= \$15.488.000 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Dividende} &= \text{postojeće dividende} + \text{dividende na nove akcije} \\ &= \$1.100.000 + (423.800 \text{ akcija} \times \$1,25/\text{akciji}) \\ &= \$1.629.850 \end{aligned}$$

29

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Projektovani bilansi uspjeha (u 000 \$)**  
**Eksterno finansiranje = 100% vlastitog kapitala**

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Prodaja	52.436	65.545	73.410	80.751	88.826
Troškovi realizovanih proizvoda	38.803	48.503	54.323	59.756	65.731
Bruto dobitak	13.633	17.042	19.087	20.995	23.095
Troškovi prodaje	5.768	7.210	8.075	8.883	9.771
Administrativni troškovi	3.310	3.729	3.981	4.216	4.474
Prihod iz poslovnih aktivnosti	4.555	6.103	7.031	7.896	8.850
Ostali prihodi	0	0	0	0	0
Prihod od kamata (pri stopi od 4%)	156	0	12	52	110
Kamate, postojeći dug (pri stopi od 10%)	420	380	340	300	260
Prihod prije oporezivanja	4.291	5.723	6.703	7.648	8.700
Porez na prihod	1716	2290	2681	3059	3480
Neto prihod	2.575	3.433	4.022	4.589	5.220
Obične dividende po 1,25 \$	<u>1630</u>	<u>1630</u>	<u>1630</u>	<u>1.630</u>	<u>1.630</u>
Promjene u neraspoređenom dobitku	945	1803	2392	2959	3.590

30

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Projektovani bilanci stanja (u .000 dolara)**  
**Eksterno finansiranje = 100% vlastitog kapitala**

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Gotovina	718	898	1.006	1.106	1.217
Višak gotovine 3890 0	308	1.293	2.755		
Potraživanja	5.028	6.285	7.039	7.744	8.518
Zalihe	8.084	10.105	11.317	12.449	13.694
Tekuća sredstva	9.645	17.288	19.670	22.592	26.184
Neto osnovna sredstva 11.621	14.121	14.121	14.121	14.121	14.121
Ostala sredstva	609	629	649	669	689
Ukupna sredstva	29.950	32.038	34.440	37.382	40.994
Kratkoročne bankovne pozajmice	0	0	0	0	0
Obaveze, trgovinska razmjena	1.164	1.455	1.630	1.793	1.972
Obračunati, a neplaćeni troškovi	1.573	1.966	2.202	2.422	2.664
Dospjeća	400	400	400	400	400
Tekuće obaveze	3.137	3.821	4.232	4.615	5.036
Dugoročno zaduženje 3.600	3.200	2.800	2.400	2.000	2.000
Ukupne obaveze	6.737	7.021	7.032	7.015	7.036
Obične dividende	15.488	15.488	15.488	15.488	15.488
Neraspoređeni dobitak	7.725	9.528	11.920	14.879	18.469
Ukupne obaveze i kapital	29.950	32.038	34.440	37.382	40.994

31

## Dug ili vlastiti kapital?

**Consolidated Furniture Corporation**  
**Dug nasuprot vlastitog kapitala (u .000 \$)**

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
<b>Koeficijent duga i sredstava</b>					
Dug	0,51	0,54	0,50	0,44	0,37
Vlasiti kapital	0,22	0,22	0,20	0,19	0,17
<b>Kamatna pokrivenost</b>					
Dug	5,19	5,53	6,79	8,61	11,60
Vlasiti kapital	11,22	16,06	20,71	26,49	34,46
<b>Prinos od vlastitog kapitala (ROE)</b>					
Dug	17.3%	20.4%	20.9%	20.7%	20.2%
Vlasiti kapital	11.1%	13.7%	14.7%	15.1%	15.4%
<b>Prinos po akciji</b>					
Dug	2,51	3,41	4,09	4,76	5,51
Vlasiti kapital	1,97	2,63	3,08	3,52	4,00

32

## ***Druge alternative finansiranja?***

---



## **4. Studija slučaja: Butler Lumber Company (A)**

---

- (1) Kakva je vaša procjena učinka i finansijskog položaja kompanije Butler Lumber?
- (2) Zašto ova rentabilna i napredna kompanija podiže sve više kredita?

1

- 
- (1) Kakva je vaša procjena učinka i finansijskog položaja kompanije Butler Lumber?

2

**Butler Lumber Company**  
**Analiza koeficijenta**

	1988.	1989.	1. kvartal	
			1990.	1991.
<b>Likvidnost</b>				
Koeficijent tekuće likvidnosti	1,80	1,59	1,45	1,35
Koeficijent redukovane likvidnosti	0,88	0,72	0,67	0,55
<b>Finansijski leveridž</b>				
Koeficijent duga i sredstava	0,55	0,59	0,63	0,67
Kamatna pokrivenost	3,85	3,05	2,61	2,10
Pokrivenost fiksnih rashoda	2,33	2,15	2,08	
Period izmirenja	35,41	45,98	45,76	55,30
<b>Obrt sredstava</b>				
Ukupni obrt sredstava	2,86	2,21	2,89	2,63
Broj dana obrta zaliha	5,11	4,42	4,67	3,76
Broj dana vezanosti zaliha	71,43	82,58	78,16	97,07
Period naplate	36,78	40,25	42,95	43,85
Obrt stalnih sredstava	13,47	14,38	17,16	17,73
<b>Rentabilnost</b>				
Neto marža	1,8%	1,7%	1,6%	1,2%
X Obrt	2,86	2,74	2,89	2,63
= Prinos na aktivu	5,2%	4,6%	4,7%	3,3%
X Leveridž	2,20	2,42	2,68	3,06
= Prinos od vlastitog kapitala	11,5%	11,2%	12,6%	10,1%

3

**Butler Lumber Company**  
**Procentni bilans uspjeha**

	1988.	1989.	1. kvartal	
			1990.	1991.
Neto prodaja	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Troškovi realizovanih proizvoda	72,0	71,4	72,4	72,7
Bruto dobitak	28,0%	28,6%	27,6%	27,3%
Troškovi plata zaposlenih	4,4	4,2	3,5	3,1
Ostali operativni troškovi	20,	21,4	20,9	21,3
Ukupni operativni troškovi	25,0	25,6	24,4	24,4
Operativni prihod (EBIT)	3,0%	3,0%	3,2%	2,9%
Troškovi kamata	0,8	1,0	1,2	1,4
Dobitak prije oporezivanja	2,2%	2,0%	2,0%	1,5%
Porez na prihod	0,4	0,3	0,3	0,3
Neto prihod	1.8%	1.7%	1.6%	1.2%

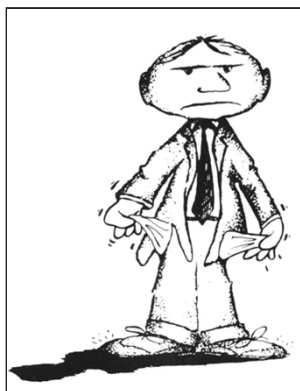
4

**Butler Lumber Company**  
**Poređenje djelatnosti**  
**(Maloprodaja - građa i drugi građevinski materijal)**

	1988.	1989.	1990.	Industrija Median
<b>Likvidnost</b>				
Koeficijent tekuće likvidnosti	1,80	1,59	1,45	2,20
Koeficijent redukovane likvidnosti	0,88	0,72	0,67	0,90
<b>Finansijski leveridž</b>				
Koeficijent duga i sredstava	0,55	0,59	0,63	0,58
Kamatna pokrivenost	3,85	3,05	2,61	2,70
<b>Obrt sredstava</b>				
Ukupni obrt sredstava	2,86	2,21	2,89	2,60
Broj dana obrta zaliha	5,11	4,42	4,67	5,00
Broj dana vezanosti zaliha	71,43	82,58	78,16	73,00
Period naplate	36,78	40,25	42,95	31,00
Obrt stalnih sredstava	13,47	14,38	17,16	19,20
<b>Rentabilnost</b>				
Bruto marža	28,0%	28,6%	27,6%	25,9%
Neto stopa marže prinosa	3,0%	3,0%	3,2%	2,3%
Marža prije oporezivanja	2,2%	2,0%	2,0%	1,9%

5

(2) Zašto ova rentabilna i napredna kompanija podiže sve više kredita?



6

**Butler Lumber Company**  
**Analiza tokova finansijskih sredstava**  
**1988-1990. (u.000 dolara)**

**Izvori**

Neto dobitak	78
Smanjenje gotovine	17
Povećanje kratkoročnih zaduženja	233
Povećanje obaveza	132
Smanjenje obračunatih, a neplaćenih troškova	15
<b>Ukupno</b>	<b>475</b>

**Korištenje**

Povećanje potraživanja	146 \$
Povećanje zaliha	179
Povećanje osnovnih sredstava	31
Smanjenje obaveza po osnovu IOP - Mr. Stark	105
Smanjenja dugoročnih zaduženja	14
<b>Ukupno</b>	<b>475</b>

7

**Butler Lumber Company**  
**Bilans tokova gotovine**  
**1988-1990. (u.000 dolara)**

**Tok gotovine iz poslovnih aktivnosti**

Neto dobitak	78 \$
Povećanje potraživanja	146 \$
Povećanje zaliha	179
Povećanje obaveza	132 \$
Smanjenje obračunatih, a neplaćenih troškova	15

Neto tok gotovine iz poslovnih aktivnosti (100)

**Tok gotovine iz dugoročnih investicija**

Povećanje osnovnih sredstava	31
------------------------------	----

**Tok gotovine iz finansiranja**

Povećanje kratkoročnih zaduženja	233
Smanjenje obaveza po osnovu IOP - Mr. Stark	105

Smanjenja dugoročnih zaduženja	14
--------------------------------	----

Neto tok gotovine iz finansiranja (114)

Neto promjena u gotovini (17)

8

## Kompanija Butler Lumber

Poslije brzog poslovnog rasta zadnjih godina, kompanija Butler Lumber je u proljeće 1991. očekivala dalji značajni porast prodaje. Uprkos značajnom profitu kompanija je iskusila manjak gotovine i bila je prinuđena da poveća pozajmicu u iznosu od 247 000 dolara od Suburban National Banke u proljeće 1991. Maksimalni kredit koji je Suburban National Banka davala bilo kojem dužniku je 250 00 dolara i Butler Lumber kompanija je uspjela da ostane u ovom okviru oslanjajući se značajno na trgovinski kredit. U dodatku Suburban je tražila od Butler Lumber kompanije da osigura kredit hipotekom. Mark Butler, vlasnik i predsjednik Butler Lumber kompanije, je drugdje tražio novu banku gdje bi mogao da isposluje veći i neosigurani kredit.

Butler je nedavno preko prijatelja upoznao George Dodga, rukovodioca u mnogo većoj Northrop National banci. Njih dvojica su preliminarno raspravljali o mogućnosti da Northrop National banka ponudi kredit Butler Lumber u maksimalnom iznosu od 465 000 dolara. Butler je smatrao da bi kredit u ovom iznosu bio više nego dovoljan za njegove potrebe u narednom periodu, ali je bio zainteresovan za fleksibilnost koju bi mu kredit u ovom iznosu pružio. Poslije ove diskusije, Dodge je zatražio od kreditnog odjela u Northrop National Banci da istraži Mark Butlera i njegovu kompaniju.

Butler Lumber kompanija je osnovana 1981. kao ortačko društvo između njega i njegovog zeta Henry Starka. 1988. god. Butler otkupio Starkov dio za 105 000 dolara. Stark je uzeo obveznicu u iznosu od 105 000 dolara, da mu se isplati 1989. god, da bi dao Butleru vremena za isplatu u spomenutom iznosu. Veliki dio sredstava potrebnih za ovu isplatu je prikupljen kreditom u iznosu od 70 000 dolara, isposlovanim krajem 1988. Ovaj kredit je osiguran hipotekom na zemljište i zgrade, uz kamatnu stopu od 11 % i otplaćivan u kvartalnim isplatama u iznosu od 7 000 dolara godišnje tokom narednih deset godina.

Sjedište kompanije je bilo u predgrađu velikog grada u pacifičkom sjeverozapadu SAD-a. Kompanija je posjedovala zemlju sa pristupom željeznici, sa dvije velike skladišne zgrade izgrađene na ovoj zemlji. Operacije kompanije su ograničene na maloprodajnu distribuciju drvnih proizvoda na lokalnom području. Tipični proizvodi su uključivali šperploču, kalupe, pokretne prozore i vrata. Klijentima su nuđeni popusti na količinu i kreditni uslovi od neto trideset dana na otvorene račune.

Tabela 1 – operativni izvještaji na kraju godina 1988-1990 i za prvi kvartal 1991 (u hiljadama dolara)

	1988	1989	1990	Prvi kvartal 1991
Neto prodaja	\$ 1,697	\$ 2,013	\$ 2,694	\$718 <sup>1</sup>
Vrijednost prodane robe				
Početna zaliha	183	239	326	418
Kupovine	<u>1,278</u>	<u>1,524</u>	<u>2,042</u>	<u>660</u>
	\$ 1,461	\$1,763	\$ 2,368	\$ 1,078
Završne zalihe	<u>239</u>	<u>326</u>	<u>418</u>	<u>556</u>
Ukupna vrijednost prodane robe	\$ 1,222	\$ 1,437	\$ 1,950	\$ 522
Bruto profit	475	576	744	196
Operativni troškovi <sup>2</sup>	425	515	658	175
Troškovi kamata	<u>13</u>	<u>20</u>	<u>33</u>	<u>10</u>
Neto prihod prije poreza	\$ 37	\$ 41	\$ 53	\$ 11
Odredbe poreza prihoda	<u>6</u>	<u>7</u>	<u>9</u>	<u>2</u>
Neto prihod	\$ 31	\$ 34	\$ 44	\$ 9

<sup>1</sup> U prvom kvartalu 1990 prodaja je bila u vrijednosti 698 000 \$, a neto prihod 7 000 \$.

<sup>1</sup> Operativni troškovi uključuju platu u gotovini za g. Butlera u iznosu od 75 000\$ u 1988., 85 000 u 1989., i 95 000 u 1990. i 22 000\$ za prvi kvartal 1991. G. Butler je takođe imao neke privilegije, koje obično imaju vlasnici privatnih kompanija.

Obim prodaje je izgrađen na osnovu uspješne konkurentnosti cijena, koja je omogućena pažljivom kontrolom operativnih troškova i količinskom kupovinom materijala po značajnom popustu. Većina kalupa, pokretnih prozora i vrata koji su sačinjavali značajan dio prodaje, su korišteni za popravke. Oko 55 % ukupne prodaje je ostvareno tokom šest mjeseci od aprila do septembra. Nije bilo zaposlenih u prodaji, narudžbe su naručivane direktno preko telefona. Godišnje prodaje od 1 697 000 dolara u 1988. god, 2 013 000 dolara u 1989. i 2 694 000 dolara u 1990. su rezultat profita poslije poreza od 31 000 dolara u 1988., 34 000 dolara u 1989. i 44 000 dolara u 1990.<sup>3</sup> Operativni izvještaji za godine od 1988-1990 i za tri mjeseca završno sa 31. martom 1991 god.. su prikazani tabelom 1.

Mark Butler je bio čovjek pun energije, star 39 godina, koji je provodio mnogo vremena na poslu. Pomagao mu je asistent, koji je po riječima istražitelja Northrop National banke, "radio i mogao je da radi skoro sve što je Butler radio u kompaniji". Ostalih zaposlenika je bilo 10 početkom 1991, 5 koji su radili u dvorištu i vozili kamione i 5 koji su pomagali u uredu i u prodaji.

Kao dio svoje standardne istrage dužnika, Northrop National banka je slala upitnike u vezi Marka Butlera na više kompanija koji su poslovali sa njim. Menadžer jednog od njegovih velikih dobavljača, Barker kompanije, je odgovorio:

<sup>3</sup> Prodaja je dostigla 728 000 dolara u 1986. god, 1 103 000 u 1987. Podaci profita za ove godine su neusporedivi sa onima u 1988 i kasnijih godina zbog promjene organizacije iz ortačkog društva u akcionarsko. Kao akcionarsko društvo, Butler je oporezivan kamatom od 15 % na prvih 50 000 dolara, 25 % na sljedećih 25 000 prihoda i 34 % na sve dodatne prihode iznad od 75 000 dolara.

Konzervativnost njegovog poslovanja nam odgovara. Nije gubio novac na disproporcionalni investicioni plan. Njegovi operativni troškovi su niski koliko mogu biti. Ima ličnu kontrolu nad svakim dijelom poslovanja i posjeduje sposobnost čvrstog odlučivanja i volju da radi više od bilo koje osobe koju poznajem. U kombinaciji sa njegovom ličnošću ovo ga čini dobrim rukovodiocem. Iz mog ličnog iskustva, znam da vodi računa o svim kreditnim obavezama.

Tabela 2 – Bilans stanja na kraju godine za 1988-1990 i prvi kvartal 1991. (u hiljadama dolara)

	1988	1989	1990	Prvi kvartal 1991
Gotovina	\$ 58	\$ 48	\$ 41	\$ 31
Neto potraživanja	171	222	317	345
Zalihe	<u>239</u>	<u>326</u>	<u>418</u>	<u>556</u>
Trenutna sredstva	\$468	\$596	\$776	\$ 932
Neti imovina	<u>126</u>	<u>140</u>	<u>157</u>	<u>162</u>
Ukupna sredstva	<b><u>\$594</u></b>	<b><u>\$736</u></b>	<b><u>\$933</u></b>	<b><u>\$1,094</u></b>
Obaveze za naplatu banke	\$ -	\$ 146	\$233	\$ 247
Obaveze za naplatu g. Starka	105	-	-	-
Obaveze za naplatu trgovanja	-	-	-	157
Obaveze	124	192	256	243
Obračunati troškovi	24	30	39	36
Trenutni iznos dugoročnog duga	<u>7</u>	<u>7</u>	<u>7</u>	<u>7</u>
Trenutne obaveze	\$260	\$ 375	\$535	\$ 690
Long-trm debt	<u>64</u>	<u>57</u>	<u>50</u>	<u>47</u>
Total I	\$324	\$432	\$585	\$737
Neto vrijednost	<u>270</u>	<u>304</u>	<u>348</u>	<u>357</u>
Ukupne obaveze i neto vrijednost	<b><u>\$ 594</u></b>	<b><u>\$ 736</u></b>	<b><u>\$ 933</u></b>	<b><u>\$1,094</u></b>

Pored toga što je posjedovao posao sa drvima, što je bio značajan dio njegovog prihoda, Butler je zajedno sa svojom suprugom imao u svom posjedu i vlasništvo nad njihovom kućom. Izgradnja kuće 1979.god. je koštala 72 000 dolara i na nju je dignuta hipoteka u iznosu od 38 000 dolara. Takođe je imao i životno osiguranje u iznosu od 70 000 dolara na ime svoje žene. Ona je posjedovala nezavisno pola kuće u vrijednosti od 55 000 dolara. Pored toga, nisu imali značajnijih ličnih investicija.

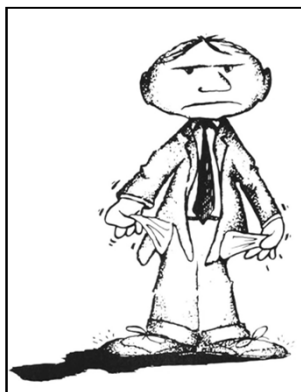
Banka je obratila posebnu pažnju na odnos duga i trenutnog poslovanja. To je ukazivalo na povoljno tržište za proizvode kompanije i pozitivne prognoze prodaje. Istražitelji banke su podnijeli izvještaj: " Očekivana prodaja iznosi 3.6 miliona dolara u 1991. god. i može da premaši ovaj iznos ako dođe da značajnog porasta cijena drvnih prerađevina u bližoj budućnosti." S druge strane, uočeno je da bi opšta ekonomska recesija mogla usporiti rast prodaje. Butler Lumberova prodaja je donekle zaštićena od oscilacija u izgradnji kuća zbog relativno visoke cijene popravki. Projekcije za dalje od 1991. god. je bilo teško napraviti, ali perspektiva je izgledala dobra za kontinuiran rast obima Butler Lumber poslovanja u doglednoj budućnosti.

Banka je takođe uočila značajno povećanje u Butler Lamber potraživanjima u bližoj prošlosti, posebno u proljeće 1991. Uobičajenim uslovima kupovine u trgovini predviđen je popust od 2% za uplate u roku od 10 dana od datuma fakture. Računi su trebali biti plaćeni u roku 30 dana po cijenama na fakturi, ali dobavljači su dozvoljavali mala zakašnjenja. U toku zadnje dvije godine, Butler je uzimao veoma

malo popusta pri kupovini zbog nestašice sredstava koje je proizašla iz otkupa Starkovog udjela u kompaniji i dodatnih ulaganja u radni kapital koji je povezan sa povećanjem obima prodaje kompanije. Trgovinski kredit je ozbiljno produžen u proljeće 1991.god. dok se Butler svim silama trudio da zadrži pozajmice u okviru 250 000 dolara što je limit nametnut od strane Suburban National Banke. Bilansi stanja u periodu od 31. decembra 1988-1990 i 31. marta 1991. god su predstavljeni u tabeli 2. Preliminarni razgovori između Georga Dodgea i Marka Butlera su bili o pokretnoj, osiguranoj 90- dnevnoj obveznici koja nije prelazila 465 000 dolara. Detalji kredita nisu razrađeni, ali Dodge je objasnio da sporazum uključuje standardne obaveze zajamčene ugovorom koje se primjenjuju za takav zajam. Naveo je kao objašnjavajuće odredbe zahtjev da budu nametnute restrikcije na dodatna posuđivanja, da neto radni kapital bude održavan na dogovorenom nivou, da dodatne investicije u osnovnim sredstvima mogu biti urađene samo sa prethodnim odobrenjem banke i da postoje ograničenja na povrat sredstva iz Butlerovog poslovanja. Kamata bi bila postavljena na bazi varijabilne stope od 2 % iznad najpovoljnije kamate ( kamate koju plaćaju klijenti sa najboljim kreditnim rejtingom). Dodge je nagovjestio da bi početna kamata za naplatu bila oko 10.5 % pod uslovima sa početka 1991. Dvojica muškaraca su se takođe dogovorila da će Butler prekinuti svoj odnos sa Suburban National Bankom ako uđe u sporazum kreditiranja sa Northrop National Bankom.



## 5. Zašto zajmoprimci imaju "dobar profit, a malo gotovine"



1

### Primjer

Godine 1991. osnovali ste novu kompaniju koja se bavi proizvodnjom i prodajom bicikala marke "Blue Ridge" i izradili ste sljedeće predviđanje marže prodaje i zarade:

	Prodaja	Stopa rasta	Profitna marža
1992.	\$ 500		5%
1993.	\$1.000	100%	5%
1994.	\$1.500	50%	6%
1995.	\$2.000	33%	6%
1996.	\$2.500	25%	7%
1997.	\$2.750	10%	8%
1998.	\$2.750	0%	8%

2

---

Zbog jednostavnosti, zanemarimo osnovna sredstva i fokusirati se samo na neto obrtni kapital.

3

## ***Pretpostavke predviđanja***

---

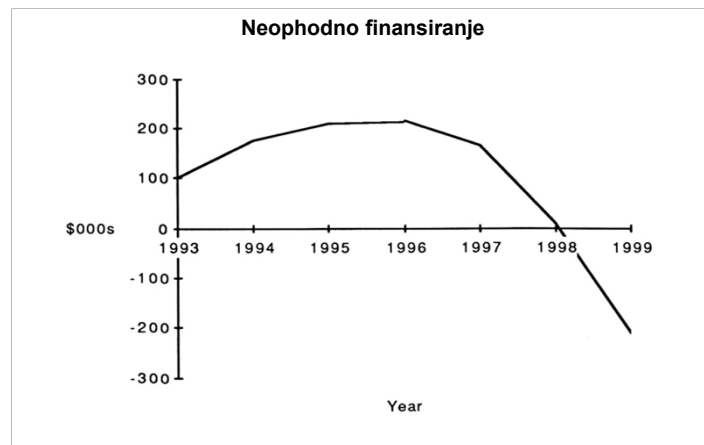
- Gotovina će biti u prosjeku na nivou od 2,8% prodaje
- Potraživanja će u prosjeku iznositi 9,7% od prodaje (prosječna naplata u periodu od 35 dana)
- Zalihe će biti u prosjeku na nivou od 16,7% prodaje (75 dana troškova realizovanih proizvoda na 80% prodaje)
- Obaveze će biti u prosjeku na nivou od 4,2% prodaje (30 dana nabavke po 50% od prodaje)

4

	<b>Procenat prodaje</b>
Gotovina	2,8%
Potraživanja	9,7%
Zalihe	<u>16,7%</u>
Tekuća sredstva	29,2%
Umanjeno za:	
Potraživanja	<u>4,2%</u>
Neto obrtni kapital	25%

5

<b>Blue Ridge Bicycles</b>							
<b>Početne pretpostavke</b>							
<b>(.000 dolara)</b>							
	<b>1992.</b>	<b>1993.</b>	<b>1994.</b>	<b>1995.</b>	<b>1996.</b>	<b>1997.</b>	<b>1998.</b>
Prodaja	\$500	\$1.000	\$1.500	\$2.000	\$2.500	\$2.750	\$2.750
Neto obrtni kapital po 25%	\$125	\$250	\$375	\$500	\$625	\$688	\$688
Profit	\$25	\$50	\$90	\$120	\$175	\$220	\$220
Promjene u neto obrtnom kapitalu	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$ 63</u>	<u>\$ 0</u>
= Neto dobitak	(\$100)	(\$75)	(\$35)	(\$5)	\$50	\$157	\$220
Kumulativni dobitak	(\$100)	(\$175)	(\$210)	(\$215)	(\$165)	(\$8)	\$212



7

Šta ako se ispostavi da je stvarni period naplate potraživanja  
60, umjesto 35 dana?

	<b>Procenat prodaje</b>
Gotovina	2,8%
Potraživanja	16,7%
Zalihe	16,7%
Tekuća sredstva	36,2%
Umanjeno za:	
Potraživanja	4,2%
<b>Neto obrtni kapital</b>	<b>32,0%</b>

8

**Blue Ridge Bicycles**  
**Period naplate = 60 dana prodaje**  
**(.000 dolara)**

	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Prodaja	\$500	\$1.000	\$1.500	\$2.000	\$2.500	\$2.750	\$2.750
Neto obrtni kapital po 32%	\$160	\$320	\$480	\$640	\$800	\$880	\$880
Profit	\$25	\$50	\$90	\$120	\$175	\$220	\$220
Promjene u neto obrtnom kapitalu	<u>\$160</u>	<u>\$160</u>	<u>\$160</u>	<u>\$160</u>	<u>\$160</u>	<u>\$ 80</u>	<u>\$ 0</u>
= neto dobitak	(\$135)	(\$110)	(\$70)	(\$40)	\$15	\$140	\$220
Kumulativni dobitak	(\$135)	(\$245)	(\$315)	(\$355)	(\$340)	(\$200)	\$ 20

Kako se može smanjiti investiranje u neto obrtni kapital?

Šta ako se zalihe smanje na troškove realizovanih proizvoda od 60 dana?

	Procenat prodaje
Gotovina	2,8%
Potraživanja	9,7%
Zalihe	13,3%
Tekuća sredstva	25,8%
Umanjeno za:	
Potraživanja	4,2%
Neto obrtni kapital	21,6%

11

Blue Ridge Bicycles  
Zalihe = 60 dana troškova realizovanih proizvoda  
(.000 dolara)

	1992.	1993.	1995.	1996.	1997.	1998.
Prodaja	\$500	\$1.000	\$1.500	\$2.000	\$2.500	\$2.750
Neto obrtni kapital na 21,6%	\$108	\$216	\$324	\$432	\$540	\$594
Profit	\$25	\$50	\$90	\$120	\$175	\$220
Promjene u neto obrtnom kapitalu	<u>\$108</u>	<u>\$108</u>	<u>\$108</u>	<u>\$108</u>	<u>\$108</u>	<u>\$ 54</u>
= neto dobitak	(\$83)	(\$58)	(\$18)	(\$12)	\$67	\$220
Kumulativni dobitak	(\$83)	(\$141)	(\$159)	(\$147)	(\$80)	\$86
						\$306

Pored smanjenja zaliha, šta ako se obaveze razvuku na 50 dana nabavke?

	<b>Procenat prodaje</b>
Gotovina	2,8%
Potraživanja	9,7%
Zalihe	13,3%
Tekuća sredstva	25,8%
Umanjeno za:	
Potraživanja	6,9%
Neto obrtni kapital	18,9%

13

**Blue Ridge Bicycles**  
**Zalihe = 60 dana troškova realizovanih proizvoda**  
**Period izmirenja = 50 dana prodaje**  
**(.000 dolara)**

	1992.	1994.	1993.	1995.	1996.	1997.	1998.
Prodaja	\$500	\$1.000	\$1.500	\$2.000	\$2.500	\$2.750	\$2.750
Neto obrtni kapital na 18.9%	\$94	\$188	\$282	\$376	\$470	\$517	\$517
Profit	\$25	\$50	\$90	\$120	\$175	\$220	\$220
Promjene u neto obrtnom kapitalu	<u>\$94</u>	<u>\$94</u>	<u>\$94</u>	<u>\$94</u>	<u>\$94</u>	<u>\$47</u>	<u>\$ 0</u>
= neto dobitak	(\$69)	(\$44)	(\$4)	\$26	\$81	\$173	\$220
Kumulativni dobitak	(\$69)	(\$113)	(\$117)	(\$91)	(\$10)	\$163	\$383

I, šta ako se prosječni period naplate potraživanja može smanjiti na 20 dana prodaje?

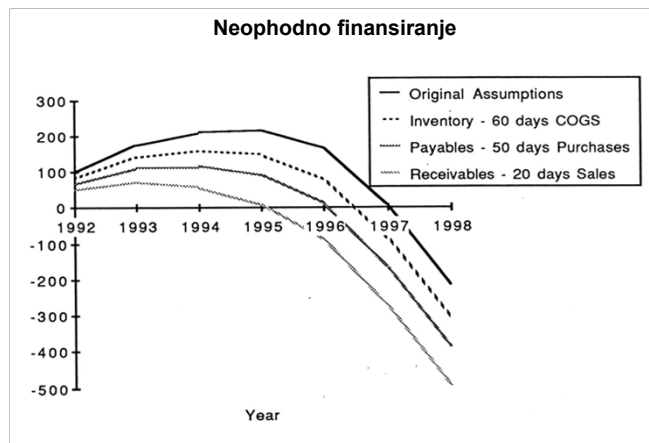
	<b>Procenat prodaje</b>
Gotovina	2,8%
Potraživanja	5,6%
Zalihe	13,3%
Tekuća sredstva	21,7%
Umanjeno za:	
Potraživanja	6,9%
Neto obrtni kapital	14,8%

15

**Blue Ridge Bicycles**  
**Zalihe = 60 dana troškova realizovanih proizvoda**  
**Period izmirenja = 50 dana prodaje**  
**Period naplate = 20 dana prodaje**  
 (.000 dolara)

	<b>1992.</b>	<b>1993.</b>	<b>1994.</b>	<b>1995.</b>	<b>1996.</b>	<b>1997.</b>	<b>1998.</b>
Prodaja	\$500	\$1.000	\$1.500	\$2.000	\$2.500	\$2.750	\$2.750
Neto obrtni kapital na							
	14,8%	\$74	\$148	\$222	\$296	\$370	\$407
Profit	\$25	\$50	\$90	\$120	\$175	\$220	\$220
Promjene u neto obrtnom kapitalu							
	<u>\$74</u>	<u>\$74</u>	<u>\$74</u>	<u>\$74</u>	<u>\$74</u>	<u>\$37</u>	<u>\$ 0</u>
= neto dobitak	(\$49)	(\$24)	\$16	\$46	\$101	\$183	\$220
kumulativni dobitak							
	(\$49)	(\$73)	(\$57)	(\$11)	\$90	\$273	\$493





17

## ***Kako izbjeći situaciju "dosta profita, malo gotovine"***

- Održavati nivo gotovinskih sredstava na što nižem mogućem nivou
- Ne prodavati na kredit
- Proizvesti (ili vršiti nabavku) isključivo prema narudžbi
- Produžiti trgovinski kredit do krajnjih granica
- Izbjegavati porast prodaje

*Da li je ovo realno?*

18

## ***Komplikacije***

---

- Amortizacija i druga negotovinska opterećenja
- Zamjena i povećanje osnovnih sredstava
- Otplata postojećeg duga
- Željene dividende (povlačenje vlasnika)

19

## ***Tok gotovine dostupan za otplatu duga***

---

Neto prihod

+Amortizacija i druga negotovinska opterećenja

-Zamjena i povećanje osnovnih sredstava

-Povećanje neto obrtnog kapitala

-Dividende (povlačenje vlasnika)

= Tok gotovine dostupan za otplatu duga

20

Kako bi se trebalo da finansira neto obrtni kapital?

21

Blue Ridge Bicycles  
**Početne pretpostavke**  
 (.000 dolara)

	1992.	1994.	1993.	1995.	1996.	1997.	1998.
Prodaja	\$500	\$1.000	\$1.500	\$2.000	\$2.500	\$2.750	\$2.750
Neto obrtni kapital po 25%	\$125	\$250	\$375	\$500	\$625	\$688	\$688
Profit	\$25	\$50	\$90	\$120	\$175	\$220	\$220
Promjene u neto obrtnom kapitalu	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$125</u>	<u>\$ 63</u>	<u>\$ 0</u>
= Neto dobitak	(\$100)	(\$75)	(\$35)	(\$5)	\$50	\$157	\$220
Kumulativni dobitak	(\$100)	(\$175)	(\$210)	(\$215)	(\$165)	(\$8)	\$212

## **Zašto dužnici postaju bogati profitom a siromašni gotovinom**

**George W. Kester**

*Dužnici često kažu, " Postigli smo rekordnu prodaju i profit ove godine, ali još uvijek ne možemo da otplatimo naše dugove. U stvari potrebno nam je dodatno finansiranje da bi podržali nastavak rasta prodaje i sljedeće godine!" Dužnik je postigao rekordan profit, ali nema gotovine. Na nesreću, ovo dvoje ide često ide ruku pod ruku. Članak Georga Kestera ilustruje kako dolazi do ove situacije. Razumjevanje zašto dužnici postaju bogati profitom, a siromašni gotovinom vodi ka prikladnije strukturisanim kreditima.*

Zašto dužnici postaju bogati po profitu, a siromašni po gotovini. Naposljetku, ne znači li povećanje prodaje više profita i više gotovine? Ne nužno. Ovo može biti tačno za uslužne djelatnosti koje funkcionišu na bazi gotovine. Međutim, za proizvodnju, maloprodaju, veleprodaju dodatni neto radni kapital potreban za podršku rasta prodaje, često prevazilazi profit. Ovo rezultira konstantnom potrebom za gotovinom dok rast prodaje ne uspori ili se ne izjednači. Uistinu, iz perspektive protoka novca, optimistična prognoza prodaje je često pesimistična prognoza novčanog toka.

Ova normalna posljedica rasta treba biti prepoznata i očekivana od strane dužnika i povjerilaca. Odjeli za komercijalne kredite ( kao i sudovi za bankrot) su prepuni slučajeva dužnika koji su potcjenili svoje finansijske zahtjeve i zapali u ozbiljne finansijske probleme.

Moj članak pokazuje zašto kompanije postaju bogatije po profitu i kako kompanija može postati manje siromašna po gotovini kroz efektivno upravljanje potraživanjima, zalihama i obavezama.

### **Primjena metodologije**

Kako kompanija može postati bogata po profitu, a siromašna po gotovini može se prikazati jednostavnim primjerom. Pretpostavimo da je nova firma, Blue Ridge kompanija bicikala (BRBC), organizovala proizvodnju i tržišnu specijalnost za fitnes bicikle za sve terene. Predviđena prodaja i profit za BRBC za period od 1993-1999 su prikazani u tabeli 1.

Kao što se vidi u tabeli 1, od profit marže kompanije se očekuje da ima korist od ekonomičnosti skale, sa porastom od 5 % iz 1993 do 8 % 1998. i 1999. god., kada se očekuje izjednačenje porasta prodaje.

Da bi se fokusirali na odnos između rasta prodaje, profita i neto radnog kapitala, najbolje je da ignorišemo deprecijaciju rashoda osnovnih sredstava. Pretpostavimo da će firma održati prosječni bilans gotovine od 2.8 % i prosječni bilans potraživanja od 35 dana prodaje (9.7 % od prodaje). Dalje pretpostavimo da će prosječni bilans zalihe kompanije biti u iznosu prodane robe tokom 75 dana (20.8 % cijene prodane robe). Pretpostavljajući da će troškovi prodane robe iznositi 80 % prodaje, zalihe će biti 16.7 % prodaje. Takođe pretpostavimo da će prosječni bilans obaveza kompanije biti u iznosu od 30 dana kupovine (8.3 % kupovine). Pretpostavljajući da će kupovina biti 50 % od prodaje, obaveze će činiti 4.2 % prodaje. Kao što je prikazano u tabeli 2, investicije u neto radnom kapitalu će biti 25 % od prodaje.

Godina	Prodaja \$	Rast prodaje %	Marža profita %	Profit \$
1993	500		5	25
1994	1,000	100	5	50
1995	1,500	50	6	90
1996	2,000	33	6	120
1997	2,500	25	7	175
1998	2,750	10	8	220
1999	2,750	0	8	220

	Procenat prodaje
Gotovina	2.8
Potraživanja	9.7
Zalihe	16.7
Trenutna sredstva	29.2
Minus obaveze	(4.2)
Neto radni kapital	25.0

Izražavanje neto radnog kapitala kao procenta prodaje obezbjeđuje dobar način procjene neto radnog kapitala potrebnog za podršku različitih nivoa prodaje. Npr., u 1993 prodaja BRBC kompanije je predviđena da bude u iznosu od 500 000 dolara. Prema tome, investicija u dolarima neto radnog kapitala će biti 125 000 dolara (500 000 dolara x 0.25). U 1994., očekuje se porast prodaje u iznosu od milion dolara. Prema tome, odgovarajuća investicija u neto radni kapital će se povećati na 250 000 dolara (1 000 000 x 0.25).

U slučaju da je profit u 1994. nedovoljan za finansiranje porasta od 125 000 u neto radnom kapitalu (i ostalih investicija povezanih sa 100 % povećanjem prodaje), kompanija mora da obezbjedi eksterno finansiranje, bilo kao dug ili kapital. Drugim riječima kompanija će postati bogata kapitalom, a siromašna gotovinom.

Zahtjevi predviđene prodaje, profita i neto radnog kapitala za sedmogodisnji period od 1993-1999 su prikazani u tabeli 3. Uključene su razlike između predviđenog profita i investicija neto radnog kapitala potrebnog za podršku rasta prodaje svake godine.

Za svaku godinu od 1993 do 1996, profit je nedovoljan za finansiranje investicija (promjena) neto radnog kapitala. Na kumulativnoj osnovi, investicije neto radnog kapitala su veće od profita do 1999., zadnje predviđene godine. Sve ostalo je konstantno, razlike prikazane u tabeli 3, kada su negativne, predstavljaju iznose potrebnog finansiranja za podršku BRBC- ovog predviđenog rasta prodaje.

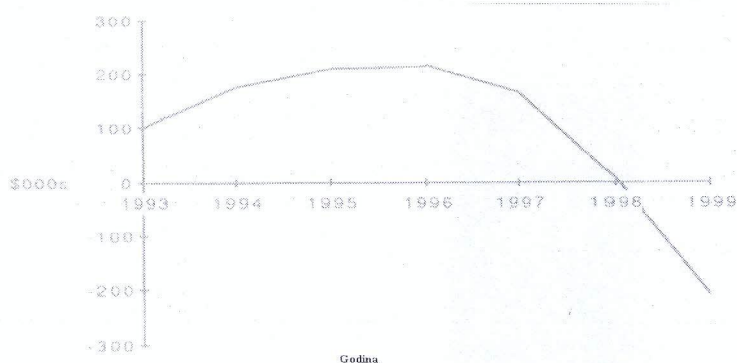
Potrebno finansiranje, prikazano u grafikonu 4, dostiže svoj vrhunac od 215 000 dolara 1996 god. Ako je ostvareno u formi kredita, otplate ne mogu započeti prije 1997, kada profit postaje veći od investicija u neto radnom kapitalu. Rast prodaje nije predviđen za 1999; prema tome nema dodatnog investiranja neto radnog kapitala.

Trebalo bi biti jasno iz podataka predstavljenih u tabeli 3 i 4 da sve dok rast prodaje i neto radnog kapitala ne uspori ili se ne izjednači, ne može se očekivati otplata kredita. Nažalost, većina povjerilaca preferira da vidi periodične uplate osnovice (uz dodatak na kamatu) na redovnoj osnovi za dugoročno finansiranje. Ovo je kontraproduktivno za cilj finansiranja radnog kapitala pošto otplata kredita iscrpljuje gotovinu dužnika u trenutku kad je on očajnički treba.

Tabela 3 – Predviđena prodaja, profit i neto radni kapital

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Prodaja	500	1,000	1,500	2,000	2,500	2,750	2,750
Neto radni kapital @ 25%	125	250	375	500	625	688	688
Profit	25	50	90	120	175	220	220
- Promjena neto vrijednosti	<u>125</u>	<u>125</u>	<u>125</u>	<u>125</u>	<u>125</u>	<u>63</u>	<u>0</u>
Razlika	-100	-75	-35	-5	50	157	220
Kumulativna razlika	-100	-175	-210	-215	-165	-8	212

Tabela 4 – Potrebna finansiranja



### Važnost efikasnog upravljanja radnim kapitalom

Ova metodologija pruža odgovarajući okvir za korištenje analiza senzitivnosti da bi se prikazala važnost efikasnog upravljanja radnim kapitalom. Šta ako se ispostavi da je prognoza menadžmenta o prosječnom periodu prikupljanja od 35 dana prodaje (9.7 % od prodaje) optimistična? Na primjer, šta ako prosječni bilans potraživanja bude u iznosu od 42 dana prodaje (17.7 % prodaje)? Kao što je prikazano u tabeli 5, neto radni kapital bi se povećao na 27 % prodaje i kao što je prikazano u tabelama 6 i 7, finansijski zahtjevi BRBC bi se povećali sa 125 000 dolara na 255 000 dolara. Kompanija bi bila bogata po profitu, a siromašna u gotovini.

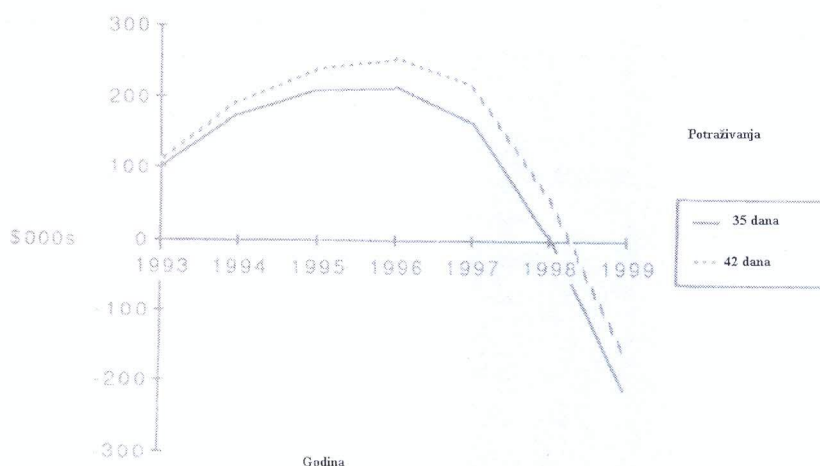
Tabela 5 – Zahtjevi neto radnog kapitala: Potraživanja = 42 dana prodaje

	Procenat prodaje
Gotovina	2.8
Potraživanja	11.7
Zalihe	16.7
Trenutna sredstva	31.2
Minus obaveze	4.2
Neto radni kapital	27.0

Tabela 6 – Predviđena prodaja, profit i neto radni kapital (u hiljadama dolara):  
Potraživanja = 42 dana prodaje

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Prodaja	500	1,000	1,500	2,000	2,500	2,750	2,750
Neto radni kapital @ 25%	135	270	405	540	675	742	742
Profit	25	50	90	120	175	220	220
- Promjena neto vrijednosti	135	135	135	135	135	67	0
Razlika	-110	-85	-45	-15	40	153	220
Kumulativna razlika	-110	-195	-240	-255	-215	-62	158

Tabela 7 – Potrebno finansiranje



## Postajanje bogatim po profitu, a manje siromašnim po gotovini

Kako kompanija može postati bogata po profitu, a manje siromašna po gotovini? Kao što je predloženo našim primjerom, kompanija može da smanji rast prodaje, poveća maržu profita ili da smanji investicije neto radnog kapitala u odnosu na prodaju. Da bi se opet fokusirali na neto radni kapital, pretpostavimo da je menadžment nevoljan da smanji rast prodaje kompanije i nije u mogućnosti da značajno poveća maržu profita. Ovo ostavlja smanjenje neto radnog kapitala kao zadnju opciju. Neto radni kapital kompanije se može smanjiti efikasnijom gotovinom, potraživanjima, upravljanjem zalihama ili kroz veće oslanjanje na trgovinski kredit. Da bi to prikazali, šta ako bi BRBC bio u stanju da smanji period prikupljanja potraživanja sa 35 dana prodaje na 25 ( sa 9.7 % prodaje na 6.9 % ). Ovo bi smanjilo neto radni kapital kompanije sa 25 % prodaje na 22.2 % i kao što je prikazano u tabeli 8, došlo bi do smanjenja finansijskih zahtjeva na 168 000 dolara. Uz smanjenje u potraživanjima, pretpostavimo da je BRBC u stanju da smanji zalihe sa 75 dana na 60 dana iznosa prodane robe ( sa 16.7 % na 13.3 % prodaje, opet pretpostavljajući da je cijena prodane robe 80 % prodaje) Ovo bi dalje smanjilo neto radni kapital kompanije na 18.8 % prodaje i kao što je prikazano u tabeli 9, maksimalni iznos potrebnog finansiranja bi bio 117 000 dolara. I naposljetku, da su obaveze produžene sa 30 na 40 dana kupovine ( od 4.2 % do 5.6 % prodaje, pretpostavljajući da kupovine čine 50 % prodaje). Ovo povećano oslanjanje na trgovinski kredit bi dalje smanjilo neto radni

kapital kompanije na 17.4 % prodaje i kao što je prikazano u tabeli 10 maksimalni zahtjevi za finansiranjem bi pali sa 117 000 dolara na 99 000 dolara.

Kumulativni efekat svake od ovih promjena BRBC- ovih zahtjeva za finansiranjem je prikazan grafikonom 11. Čak i sa ovim optimističnijim pretpostavkama u vezi potraživanja i zaliha, sa povećanim oslanjanjem na trgovinski kredit, kompanija će i dalje biti bogata profitom, a siromašna gotovinom, iako sada manje, nego po prvobitnim pretpostavkama.

Tabela 8 – Predviđena prodaja, profit i neto radni kapital (u hiljadama dolara):  
Potraživanja = 42 dana prodaje

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Prodaja	500	1,000	1,500	2,000	2,500	2,750	2,750
Neto radni kapital @ 25%	111	222	333	444	555	610	610
Profit	25	50	90	120	175	220	220
- Promjena neto vrijednosti	<u>111</u>	<u>111</u>	<u>111</u>	<u>111</u>	<u>111</u>	<u>55</u>	<u>0</u>
Razlika	-86	-61	-21	-9	64	165	220
Kumulativna razlika	-86	-142	-168	-159	-95	70	290

Tabela 9 – Predviđena prodaja, profit i neto radni kapital (u hiljadama dolara)

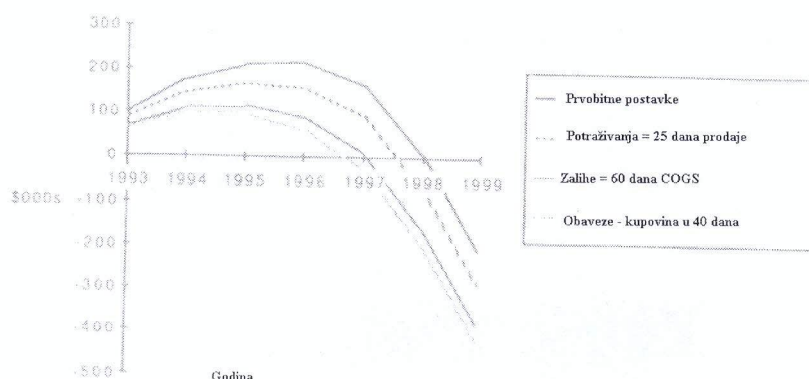
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Prodaja	500	1,000	1,500	2,000	2,500	2,750	2,750
Neto radni kapital @ 18.8%	94	188	282	376	470	517	517
Profit	25	50	90	120	175	220	220
- Promjena neto vrijednosti	<u>94</u>	<u>94</u>	<u>94</u>	<u>94</u>	<u>94</u>	<u>47</u>	<u>0</u>
Razlika	-69	-44	-4	26	81	173	220
Kumulativna razlika	-69	-113	-117	-91	-10	163	383

Tabela 10 – Predviđena prodaja, profit i neto radni kapital (u hiljadama dolara)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Prodaja	500	1,000	1,500	2,000	2,500	2,750	2,750
Neto radni kapital @ 17.4%	87	174	261	348	435	478	478
Profit	25	50	90	120	175	220	220
- Promjena neto vrijednosti	<u>87</u>	<u>87</u>	<u>87</u>	<u>87</u>	<u>87</u>	<u>43</u>	<u>0</u>
Razlika	-62	-37	3	33	88	177	220
Kumulativna razlika	-62	-99	-96	-63	25	202	422



Tabela 11 – Potrebno finansiranje



## Prošireni primjer

Dosada, naš primjer se fokusirao na odnos između rasta prodaje, profita i neto radnog kapitala. Deprecijacija i ostali negotovinski troškovi, rashodi osnovnih sredstava, otplate postojećih dugova, dividende i ostale promjene u protoku novca su bile ignorisane. Međutim, naš primjer se lako može proširiti da odražava kompletniju sliku BRBC- ovih zahtjeva za finansiranjem.

Da bi ovo ilustrovali, tabela 12 prikazuje proširenu analizu novčanog toka kompanije zasnovano na prvobitnim pretpostavkama u vezi neto radnog kapitala, zajedno sa pretpostavkama za deprecijaciju, rashode osnovnih sredstava, otplate duga i dividende. Višak novčanog toka, kada je negativan, predstavlja BRBC-ovu potrebu za eksternim finansiranjem. Zahtjev za finansiranjem dostiže vrhunac od 370 000 dolara 1996 god. Ako je ostvaren u formi kredita, otplata ne može da počne prije 1997., kada je višak novčanog toka predviđen da postane pozitivan.

Tabela 12 – Predviđena prodaja, profit i neto radni kapital

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Prodaja	500	1,000	1,500	2,000	2,500	2,750	2,750
Neto radni kapital @ 25%	125	250	375	500	625	688	688
Profit	25	50	90	120	175	220	220
+	50	50	50	75	75	75	75
- Promjena neto vrijednosti	125	125	125	125	125	63	0
-	0	0	0	500	0	0	0
-	60	60	60	60	60	60	60
-	0	0	0	0	0	0	0
Razlika	-100	-85	-45	-490	65	172	235
Gotovinski tok	-100	-195	-240	-730	-665	-493	-258

## Zaključak

Kako kompanija može da izbjegne da postane bogata profitom, a siromašna gotovinom? Iz primjera, rješenje je očigledno. Održavajte što je manje gotovine moguće, ne prodajte na kredit, proizvodite (ili kupujte) samo prema narudžbama, rastegnite gotovinski kredit do limita i svim sredstvima izbjegavajte rast prodaje.

Nažalost, ovo rješenje nije dohvatljivo ili lako za većinu kompanija. Činjenica je da su zahtjevi neto radnog kapitala većine proizvođača, maloprodaje i veleprodaje, takvi da

porast prodaje često rezultira nestašicom gotovine. Što je brži rast prodaje, veći je problem. Rezultat toga je, da su povjerioci i dužnici suočeni sa stalnih zahtjevima za dodatnim zaduživanjima, kao i obnavljanjem postojećih. Razumjevanje kako kompanija postaje bogata profitom, a siromašna gotovinom može dovesti do prikladnije strukture kreditiranja. Detaljne finansijske projekcije su potrebne za procjenu iznosa i tajminga zahtjeva za finansiranjem dužnika i odgovarajućih mogućnosti otplate. Takva analiza rapidno rastućih kompanija otkriva nemogućnost dužnika za osnovnim otplatama tokom perioda rasta i pokazuje da bi pokretni kreditni aranžmani bili odgovarajuća struktura kredita. I svakako je ovo bolje što ranije uočiti. U najmanju ruku, stalni zahtjevi za dodatnim zaduživanjima i obnovom postojećih neće biti iznenađujući.

## **6. *Finansiranje rasta prodaje***

---

1

***Privremeno nasuprot stalnog***  
**TEKUĆA SREDSTVA**

---

2

## ***Tri principa***

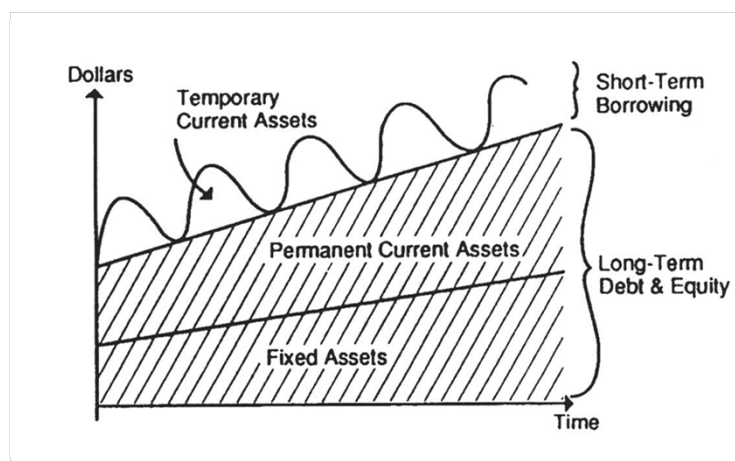
---

- Samolikvidirajući
- Agresivni
- Konzervativni

3

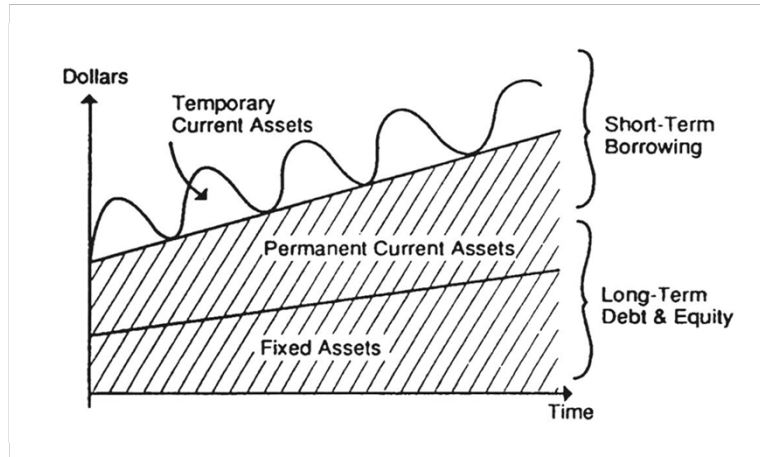
## ***Samolikvidirajući***

---



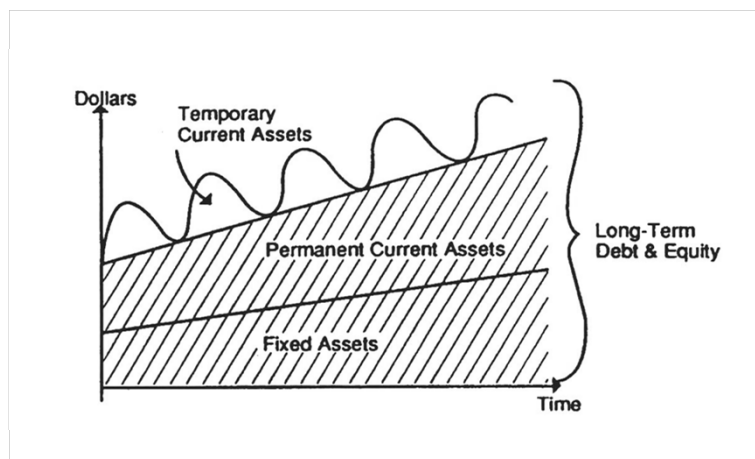
4

## ***Agresivni***



5

## ***Konzervativni***



6

## ***Kada bi se trebalo da koriste kratkoročne pozajmice?***

---

- Za finansiranje privremenih tekućih sredstava
- Za sinhronizovanje priliva i odliva gotovine

## **Zašto 90-dnevni Kratkoročni krediti nisu otplaćeni na vrijeme**

George W. Kester i Thomas W. Bixler

*Jedan od najčešćih kredita koji komercijalni dužnici uzimaju je 90-dnevni kredit za finansiranje radnog kapitala. Ipak ti krediti se često otplaćuju sa zakašnjenjem ili nikako. U ovom članku George Kester i Thomas Bixler objašnjavaju zašto dolazi do ovog i kako to izbjeći.*

Pitanje koje često postavljamo grupi povjerilaca je "Koji je najčešći tip komercijalnog kredita koji dajete?" Skoro jednoglasan odgovor je 90-dnevni kredit za finansiranje radnog kapitala. Sljedeće pitanje je kada se taj kredit otplaćuje, na što su neki dužnici odgovoraju, "nikad na vrijeme," a drugi su odgovorili "nikad." Ova situacija postavlja osnovu ovog članka, koji je dijelom posvećen, shvatanju zašto se ovo dešava i kako se može izbjeći odgovarajućim strukturisanjem kredita.

Ovaj članak će opisati ciklus radnog kapitala i odgovarajućih finansijskih potreba tipičnih dužnika. Krediti za finansiranje radnog kapitala bi trebali biti strukturisani na drugačiji način ovisno o tome da li se finansira "privremeni" ili "trajni" radni kapital.

### **Radni kapital**

Termin " radni kapital", poput mnogih termina u finansijama, je labavo definisan i neprecizno korišten. Termin se obično koristi za ukupna tekuća sredstva kompanije - gotovinu, marketibilne obveznice, potraživanja i zalihe- s tim da je termin "neto radni kapital" rezervisan da označi ukupna tekuća sredstva minus ukupne trenutne obaveze. Trenutne obaveze su one koje se trebaju isplatiti u okviru jedne godine. Obaveze prema banci, odgovornosti i ostvareni troškovi čije plaćanje još nije dospjelo.

Značajni dio kapitala mnogih kompanija je uložen u tekuća sredstva. Prema tome, sposobnost menadžmenta da efikasno upravlja relativnim nivoima gotovine, marketibilnim obveznicama, potraživanjima i zalihama direktno utiče na profitabilnost kompanije. Efikasno upravljanje radnim kapitalom znači minimiziranje uloženi dolara u tekuća sredstva po dolaru profita.

U slučaju da se tekućim sredstvima kompanije neefikasno upravlja, rezultat je nepotrebnim nivo gotovine, marketibilnih obveznica, potraživanja i zaliha i nižeg povrata investicija. Dalje, iz perspektive povjerioca, neefikasno upravljanje tekućim sredstvima smanjuje sposobnost dužnika da otplati dug i prema tome povećava izloženost povjeriocima gubicima koji proizilaze iz istrošeni ili loših potraživanja.

### **Ciklus radnog kapitala kompanije**

Važan koncept koji je povezan sa finansiranjem radnog kapitala je ciklus radnog (ili operativnog) kapitala kompanije, koji opisuje kako kompanija koristi tekuća sredstva. Obim i komponentne ciklusa radnog kapitala variraju prema tome da li je kompanija proizvođač, maloprodaja ili veleprodaja ili se bavi uslužnim djelatnostima. Tipični ciklus radnog kapitala za sva četiri tipa kompanije je prikazan na slici 1. Vremenski period potreban za kompletiranje ciklusa radnog kapitala varira od tipa kompanije kao i industrijske grane unutar svakog tipa. Na primjer, vremenski period za proizvodnju aviona ja značajno duži od onog za proizvodnju namještaja. Slično tome,

vremenski period potreban za kupovinu zaliha i prodaju zaliha je značajno kraći za prodavače pekarskih proizvoda, nego za prodavače automobila.

Što je duži ciklus radnog kapitala kompanije, veći je iznos sredstava uloženi u tekuća sredstva. Cijev se može uzeti kao analogija. Dužina cijevi je analogna broju dana prodaje u ciklusu radnog kapitala. Za proizvođača, broj dana prodaje je suma gotovine, zaliha i potraživanja izmjerena u danima prodaje.

Prečnik cijevi odgovara prosječnoj prodaji po danu. Dovoljan broj dana prodaje mora da ispuni cijev prije nego li bilo kakva gotovina izađe na drugi kraj cijevi. Što je duži ciklus i veća prosječna prodaja po danu, više gotovine je potrebno da ispuni cijev. Prema tome, kako raste prodaja ili se povećava ciklus radnog kapitala, npr kroz usporavanje u prikupljanju potraživanja ili kroz povećanje vremena proizvodnje, iznos investiranog novca u tekuća sredstva se povećava.

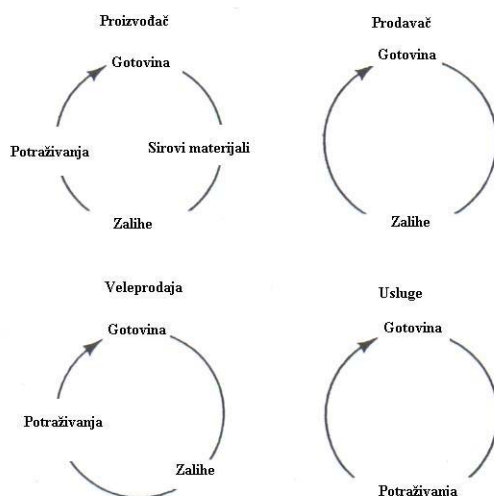
Dio ciklusa radnog kapitala se spontano finansira sa obavezama. Na primjer, proizvođač tipično kupuje sirove materijale na kredit, stvarajući obaveze i smanjujući potrebu kompanije da obezbjedi gotovinu unaprijed. Oduzimanje finansiranja obezbjeđenog (izmjenog u danima prodaje) od radnog kapitala kompanije (takođe izmjenog u danima prodaje) rezultira kompanijinom ciklusom neto radnog kapitala. Iznos sredstava uloženi u neto radni kapital se određuje množenjem broja dana prodaje u neto radnom ciklusu i kompanijinom prodajom po danu.

Da bi to prikazali, pretpostavimo da je godišnja neto prodaja kompanije 360 miliona dolara. Prosječna prodaja po danu je milion dolara (360 miliona podijeljeno sa 360 dana). Pretpostavimo da, mjereno u danima prodaje, kompanija održava prosječni bilans gotovine od deset dana i prosječni bilans potraživanja od 35 dana.

Dalje pretpostavimo da je prosječni bilans zaliha kompanije u iznosu cijene prodane robe u periodu od 75 dana. Pretpostavljajući da cijena prodane robe kompanije čini 80 % prodaje, zaliha od cijene prodane robe u 75 dana je ekvivalentna prodaji od 60 dana ( $75 \text{ dana} \times 0.80$ ). Prema tome, svaka jednodnevna promjena u periodu zadržavanja zaliha izražena kao cijena dnevne prodaje robe rezultira sa 0.8 dnevnom promjenom u zalihama izraženim kao dnevna prodaja. Takođe pretpostavimo da je prosječni bilans potraživanja kompanije u iznosu kupovine od 30 dana. Pretpostavljajući da su kupovine 50 % od prodaje, 30- dnevna kupovina je ekvivalent 15-dnevnoj prodaji ( $30 \text{ dana} \times 0.50$ ). Prema tome, svakodnevna promjena u periodu uplate izražena kao dnevna kupovina rezultira obavezama izraženim kao dnevna prodaja. Kao što je prikazano u tabeli 2, investicije kompanije u neto radnom kapitalu čine 90 dana prodaje.



Tabela 1 – Ciklus radnog kapitala kompanije



## Zajednički imenilac

Izražavanje ciklusa neto radnog kapitala u uslovima zajedničkog imenioca, dana prodaje, obezbjeđuje dobar način za prikazivanje važnosti efikasnog upravljanja radnim kapitalom. U prethodnom primjeru, investicije dolara i prema tome iznos potrebnog finansiranja za podršku neto radnog kapitala je 90 miliona dolara (milion dnevno x 90 dana prodaje).

Svako jednodnevno povećanje (opet mjereno u danima prodaje) u dužini ciklusa neto radnog kapitala ili cijevi povećava investiciju u neto radnom kapitalu za jedan milion. Shodno tome, svako jednodnevno smanjenje umanjuje potrebno finansiranje za milion dolara. Smanjenje u ciklusu neto radnog kapitala se postižu kroz efikasno upravljanje gotovinom, potraživanjima i zalihama ili povećanim oslanjanjem na trgovinski kredit.

## Predviđanje rasta prodaje

Ova metodologija je takođe korisna za predviđanje uticaja rasta prodaje (povećanje prečnika cijevi). Na primjer, ako se prosječna prodaja po danu poveća na 1.3 miliona dolara, potrebna investicija u neto radnom kapitalu se povećava na 117 miliona (1.3 miliona dolara po danu x 90 dana). Na osnovu ovog je jasnije zašto mnoge kompanije postaje bogate profitom, a siromašne gotovinom.

U ovom primjeru, 90 dana prodaje ili 25 % od svake prodaje se ulaže u neto radni kapital. Prema tome, godišnji porast prodaje sa 360 miliona na 468 miliona dolara (1.3 miliona dnevno x 360 dana) zahtjeva povećanje u neto radnom kapitalu od 27 miliona dolara (117 – 90 miliona). Povećanje u neto radnom kapitalu se takođe može izračunati tako što će se pomnožiti promjena u prodaji po danu sa brojem dana u ciklusu neto radnog kapitala (300 000 dolara po danu x 90 dana = 27 miliona dolara). U slučaju da je profit nedovoljan da interno finansira 27 miliona dolara povećanja u neto radnom kapitalu kao i druge investicije povezane sa 30 %-tnim rastom prodaje,

kompanija će morati da obezbijedi dodatno eksterno finansiranje, bilo u formi duga ili kapitala.

Slika 2 – Ulaganje u neto radni kapital	
	Dani prodaje
Gotovina	10
Potraživanja	35
Zalihe	+60
Radni kapital	105
Obaveze	-15
Neto radni kapital	90

### Privremena protiv stalnih tekućih sredstava

Kroz ostatak ovog članka, pretpostavlja se da su tekuća sredstva neto od spontanijih trenutnih odgovornosti kao što su potraživanja i narasli troškovi. Računovođe klasificiraju tekuća sredstva kao ona od kojih se očekuje da budu konvertovana u gotovinu u toku godine dana uobičajenim tokom poslovanja. Prema APB izvještaju br 4, paragraf 198, tekuća sredstva uključuju gotovinu i druga sredstva od kojih se normalno očekuje da budu realizovana u gotovini ili prodana ili utrošena tokom normalnog ciklusa poslovanja ili tokom jedne godine, koji god period je duži. Za svrhu ovog članka, pretpostavlja se da je operativni ciklus kompanije jedna godina. Da li ovo implicira da bi tekuća sredstva trebala uvijek biti finansirana obavezama sa sličnim dospeljima? Ne. Iznos tekućih sredstava koji se pojavljuje na bilansu stanja kompanije se odnosi na određena sredstva koja su postojala na datum poslovanja. Iako se očekuje da ta određena sredstva budu konvertovana u gotovinu u toku jedne godine, ne znači automatski da će gotovina koja je rezultat toga biti korištena za otplatu trenutnih obaveza bez dovođenja u pitanje opstanak kompanije. Pitanje je trebaju li tekuća sredstva odmah biti zamjenjena.

### Zamjena konvertovanih tekućih sredstava

"Trenutna tekuća sredstva" kao što su sezonske povećanja u zalihama i potraživanjima, neće biti odmah zamjenjena jednom kad se konvertuju u gotovinu. Prema tome, gotovina stvorena od konverzije ovih sredstava u gotovinu se može koristiti za otplatu tekućih obaveza, kao što su trgovinski ili kratkoročni bankarski krediti, koji se koriste za finansiranje privremenog povećanja tekućih sredstava. Takvi krediti se zovu samolikvidirajući; uglavnom se koriste za finansiranje sezonskih operacija. Ključ za sposobnost otplate takvog kratkoročnog finansiranja je u tome što tekuća sredstva neće biti odmah zamjenjena jednom kad budu konvertovana u gotovinu.

Kada se tekuća sredstva budu morala zamjeniti, kao u slučaju nesezonskih operacija, neće biti dostupne gotovine za otplatu kredita, osim u slučaju kada se profit stvara iz gotovine. Tekuća sredstva koja se odmah zamjene kada se pretvore u gotovinu su "trajna tekuća sredstva". Kao druga trajna sredstva (zemlja, zgrade, oprema) otplata kredita korištenih za finansiranje trenutnih tekućih sredstava se mora osloniti na profit umjesto na konverziju sredstava u gotovinu.

## **Rok finansiranja trajnog radnog kapitala**

Ovo drugo se jednostavno ne dešava sa trajnim tekućim sredstvima, bar ne u uobičajenom toku poslovanja dužnika. Zamisliti robnu kuću Macy da posluje bez zaliha. Zamislite American Express bez ikakvih potraživanja u svojim knjigama. Drugim riječima, cijev je uvijek puna sve dok se poslovanje normalno odvija. Za većinu kompanija, potreban je određen broj godina za stvaranje dovoljnog nivoa profita za otplatu kredita povezanih sa investicijama u trajnim sredstvima. Prema tome, odluke koje se odnose na rok finansiranja trajnog radnog kapitala trebaju biti zasnovane na profitabilnosti korištenih sredstava.

## **Finansiranje radnog kapitala u praksi**

U praksi, kompanije usvajaju jedan od nekoliko različitih pristupa finansiranja trajnih i privremenih tekućih sredstava. Ovi pristupi variraju od agresivne upotrebe kratkoročnog finansiranja do ograničene upotrebe istog, za sezonske ili druge privremene svrhe.

### **Samo-likvidirajući pristup**

Pristup koji je najpodudarniji sa ovom diskusijom trajnog finansiranja i privremenih tekućih sredstava je samo-likvidirajući pristup. U ovom pristupu oscilacije u tekućim sredstvima sa finansiraju kratkoročnim kreditima. Najčešći razlog za povećanje u privremenim tekućim sredstvima su sezonska pomjeranja u zalihama i potraživanjima kompanije.

Na primjer, proizvođač igrački uobičajeno prima narudžbe velikog dijela svoje prodaje tokom ljetnih mjeseci za isporuku u oktobru i novembru, baš na vrijeme za božićnu sezonu. Ako kompanija proizvodi većinu svoje proizvodne linije na redovnoj osnovi tokom godine, potrebno je da obezbijedi kratkoročne kredite od banke za finansiranje povećanja u zalihama dok isporuke nisu dostavljene. Dok se završeni proizvodi dostavljaju maloprodaji tokom jesenjih mjeseci, kompanija doživljava povećanje u potraživanjima. Jednom kad su potraživanja ostvarena tokom božićnog perioda, ostvarena gotovina se koristi za otplatu kredita banci, zbog toga što zalihe i potraživanja neće biti odmah zamjenjeni.

Ovo je klasičan primjer samo-likvidirajućeg kredita otplaćenog kroz konverziju sredstava u gotovinu. Do ovoga ne bi došlo sa trajnim tekućim sredstvima kompanije - zalihama i potraživanjima koji se stalno zamjenjuju. Kao što je prethodno navedeno, otplata finansiranja koje se odnosi na trajna tekuća sredstva, kao i na osnovna sredstva, može samo da rezultira iz profita koji proizilaze iz profitabilne upotrebe sredstava, koja se za većinu kompanija može desiti samo u višegodišnjem periodu.

### **Agresivan pristup**

Mnoge kompanije odstupaju od samo-likvidirajućeg pristupa i koriste kratkoročne kredite za finansiranje ne samo trenutnih oscilacija u tekućim sredstvima, već takođe u trajnim tekućim sredstvima. Jedan razlog za uzimanje takvog pristupa, posebno od strane većih korporacija koje imaju stalni pristup kratkoročnim kreditima, je taj što

kratkoročna kamatna stopa ima tendenciju (osim u rijetkim izuzecima) da bude niža od dugoročne kamatne stope. Prema tome, kratkoročno finansiranje može biti jeftinije. Druge kompanije mogu da se oslanjaju na kratkoročne kredite u očekivanju smanjenja dugoročnih rata. Kada dođe do ovog smanjenja, planiraju da refinansiraju svoje kratkoročne kredite sa prikladnijim dugoročnim izvorom finansiranja.

Još jedna prednost agresivnijeg pristupa je ta što su kratkoročni krediti generalno lakši za dobijanje i jeftiniji za održavanje. Ova prednost takođe objašnjava zašto manje kompanije često odstupaju od politike samo-likvidiranja, oslanjajući se na kratkoročno finansiranje od strane banke. Takve kompanije, za razliku od velikih korporacija, nemaju jednostavan, isplativ pristup različitim dugoročnim tržištima kapitala. Prema tome, moraju da se oslanjaju na kratkoročne bankovne pozajmice da bi ispunili svoje zahtjeve za eksternim finansiranjem. Menadžment manjih kompanija (i ponekad njihovih dužnika) bi mogao takođe imati poteškoća u razumijevanju finansiranja privremenih i trajnih tekućih sredstava.

Agresivni pristup sa sobom nosi nekoliko rizika. Kratkoročni krediti korišteni za finansiranje trajnih tekućih sredstava moraju stalno biti obnavljani pošto otplata neće uobičajeno biti rezultat konverzije sredstava u gotovinu. Za mnoge kompanije, posebno manje sa sitnim kapitalom, sposobnost da stalno obnavljaju kratkoročne kredite može biti upitna. Ova sposobnost ovisi o kompanijinom poslovanju i finansijskim uslovima, kao i o stalnim promjena kreditnih uslova.

Kada je potreba za finansiranjem od strane banke posebno velika ili u uslovima recesije, banke su sklonije diskriminaciji u odobravanju i obnavljanju kredita. Kompanije koje se oslanjaju na kratkoročne kredite za finansiranje trajnih tekućih sredstava mogu biti suočene sa potencijalno opasnom situacijom da im krediti dođu na naplatu, a da nemaju spreman izvor otplate.

Još jedan rizik oslanjanja na kratkoročne kredite je taj što su kratkoročne kamatne stope mnogo nepovoljnije od dugoročnih. Prema tome, kada su kratkoročne kamatne stope visoke, takvo finansiranje može biti veoma skupo. Samo se treba prisjetiti dvocifrenih kamatnih stopa koje su preovladavale sedamdesetih godina, da bi se bilo svjesno obrnute krive prinosa.

## **Konzervativni pristup**

Pod konzervativnim pristupom finansiranja tekućih sredstava, kompanije se veoma malo oslanjaju na kratkoročno finansiranje, čak i za privremene oscilacije u tekućim sredstvima što bi bila odgovarajuća upotreba sredstava. Rizik nesposobnosti dobijanja kratkoročnih bankovnih kredita za vrijeme "kreditne krize" ili pada u poslovanju, je umanjen ili eliminisan; kompanija je obezbjedila većinu potrebnog finansiranja kroz dugoročni dug ili kapital. Takav pristup obezbjeđuje "jastuk" kao zaštitu od neočekivanog i odvaja kompaniju od nepovoljnih kratkoročnih kamatnih stopa. Kompanije u posebno rizičnim i nepovoljnim industrijskim granama usvajaju konzervativniji pristup da bi osigurale kontinuitet isporuke sredstava za trajne i tekuće potrebe.

Nedostatak korištenja dugoročnog finansiranja čak i za privremene oscilacije u trenutnim sredstvima je taj što su kamatne stope obično više za kratkoročni nego dugoročni dug. U dodatku, višak gotovine mora biti investiran tokom off-sezone kada sredstva nisu potrebna. Takva sredstva su obično uložena u niskorizične, visokolikvidirajuće marketibilne obveznice ili potvrde o oročenju, čiji prinos je obično manji od troškova dugoročnog finansiranja. Prema tome, sredstva su uložena na gubitku.

## **Implikacije za komercijalne dužnike**

Šta su implikacije ovih analiza za komercijalne dužnike u uslovima politike kredita? Najlogičnija implikacija je ta da dužnici moraju da razgraniče privremena i trajna povećanja u tekućim sredstvima i usvoje politike zaduživanja podudarne sa samolikvidirajućim pristupom. Mjesečna prognoza gotovinskih računa i isplata (gotovinski budžet) je neophodan alat za identifikovanje privremenih protiv trajnih tekućih sredstava. Mnogi komercijalni dužnici, pokušavaju da izjednače rokove dospelja i prema tome su nevoljni da prave dugoročne kredite za finansiranje zaliha i potraživanja. Logika je da tekuća sredstva trebaju biti finansirana kratkoročnim kreditima, a osnovna sredstva dugoročnim kreditima.

Međutim, iz perspektive protoka sredstava, trajna tekuća sredstva su jednako "osnovna" kao i imovina, fabrika i oprema. Trebaju biti finansirani na sličan način, sa otplatom koja se oslanja na profit više nego na konačnu konverziju sredstava u gotovinu – bar tokom redovnog poslovanja dužnika. Samo privremena tekuća sredstva trebaju biti finansirana kratkoročnim kreditima.

## **Više od jednog opravdanja**

Ovo ne znači da su trenutne oscilacije u tekućim sredstvima jedino opravdanje za kratkoročne pozajmice, koje su glavni oslonac bankarskog kreditnog poslovanja. Rijetko su priliv i odliv novca kompanije sinhronizovani. Da bi odgovarali dnevnim transakcijama kompanije, bilansi radne gotovine moraju biti dostupni za plaćanje dobavljača, zaposlenika, poreza itd. Kada su bilansi gotovine kompanije s vremena na vrijeme nedovoljni, kratkoročni krediti moraju biti obezbjeđeni.

Glavno pitanje ovog članka je da se krediti, koji su uzeti za finansiranje investicija u trajnim tekućim sredstvima, moraju oslanjati prije na profit nego na konverziju sredstava u gotovinu za otplatu. Prema tome, ako je takvo finansiranje obezbjeđeno u formi kratkoročnih kredita, ne bi trebalo biti iznenađenje kada dužnici kontinuirano traže da njihov 90-dnevni kapital bude obnovljen.

## **Porast u prodaji i sredstvima**

Problem je složen u slučaju dužnika koji su iskusili porast u prodaji i prema tome u tekućim sredstvima godinu za godinom. Dok se dužnikova prodaja i tekuća sredstva ne smanje ili izjednače, otplata ne može biti očekivana. Nažalost, mnogi povjerioci preferiraju da vide periodične isplate kamata i osnovice na redovnoj osnovi za dugoročno finansiranje. Ovo je često kontraproduktivno za cilj finansiranja radnog kapitala pošto otplate kredita isrpavaju dužnikov radni kapital u trenutku kad mu on najviše treba.

Naše je mišljenje, uprkos pritiscima konkurentnosti i višim troškovima ishodovanja kredita, da su pokretni krediti nedovoljno korištena forma finansiranja za dužnike koji doživljavaju rast u prodaji i tekućim sredstvima. Pokretni krediti dozvoljavaju dužniku da plaća kamate samo tokom perioda ekspanzije, sa isplatom osnovnih uplata u budućnosti kada rast prodaje uspori ili se izjednači. Nepotrebno za reći, nezgodan dio strukturisanja pokretnog kredita je procjena dužine perioda rasta tokom kojeg su uplaćene samo kamatne isplate kao i dužina narednog perioda otplate osnovice. Procjena zahtjeva detaljne projekcije finansijskog izvještaja i odgovarajuće podatke

od dužnika. Naravno, povjerilac mora takođe da se slaže sa projekcijama i da ima povjerenje u sposobnost dužnika da postigne projektovane rezultate.

### **Periodična fleksibilnost i kontrola**

Često navođena prednost stalnog obnavljanja kratkoročnih kredita, nasuprot pravljenju dugoročnih kredita za finansiranje trajnih tekućih sredstava, je ta što povjerilac ima periodičnu fleksibilnost i kontrolu. Povjerilac može da izabere želi li ili ne da obnovi kratkoročnu obavezu ili kreditnu liniju. Pokretni kreditni aranžmani takođe štite povjerioca, obezbjeđujući brzu isplatu ako dođe do značajnog pogoršanja dužnikovog poslovanja i finansijskih uslova. Takođe, ako se pravilno pogodi, povjerilac će uživati veći prinos od više kamatne stope dužnika kao i obavezu naknade na neiskorišteni saldo. Spoljni ispitivači kreditnog portfolia banke će takođe biti zadovoljniji.

### **Zaključak**

Ovaj članak pruža uvid u to zašto mnogi dužnici ne otplaćuju kratkoročne kredite za finansiranje radnog kapitala, uprkos profitabilnom poslovanju. Razumijevanje dužnikovih zahtjeva za finansiranjem i sposobnosti otplate i razlikovanja trajnih i privremenih investicija u radnom kapitalu može dovesti da odgovarajuće strukture kreditiranja, podrške i cijena. U najmanju ruku može da smanji frekventnost iznenađenja kada se zatraže obnavljanja kredita.

## 7. Studija slučaja: Butler Lumber Company (B)

- (1) Ako pretpostavimo da je prodaja u 1991. iznosila 3,6 miliona dolara, koji su zahtjevi kompanije za finansiranjem?
- (2) Kao bankar, da li biste odobrili zahtjev gospodina Batlera za kreditom, a ako biste ga odobrili, kakvi bi bili struktura i uslovi kredita?
- (3) Kakve druge opcije ima g. Batler na raspolaganju u slučaju da banka odbije da odobri kredit?

1

### Butler Lumber Company Projektovani bilansi uspjeha (u .000 \$)

	1991.	
Neto prodaja	3.600 \$	
Troškovi realizovanih proizvoda	2.610	72,5% prodaje
Bruto dobit	990 \$	
Troškovi plata	88 godišnje plata 1. kvartala (4 X \$22)	
Ostali operativni troškovi	756	21% od prodaje
Ukupni troškovi poslovanja	844	
Operativni prihod	146 \$	
Kamata, dugoročno zaduženje	6 uz 11%	
Kamata,	0	Treba da se utvrdi
Dobitak prije oporezivanja	140	
Porez na prihod	36	$0,15(50 \$) + 0,25(25 \$) + 0,34(140-75\$)$
Neto dobitak	104 \$	
Dividende	0	
Promjena nove vrijednosti	104 \$	

**Butler Lumber Company**  
Projektovani bilansi stanja (u .000 dolara)

		<b>1991.</b>
Gotovina		54 \$ 1,5% prodaje
Potraživanja		424 43 dana prodaje (11,8%)
Zalihe		558 \$ 78 dana troškova realizovanih
proizvoda (21,4%)		
Tekuća sredstva		1.036 \$
Neto osnovna sredstva		177      Pretpostavljeni porast 20 \$
<b>Ukupna sredstva</b>		<b>1.213 \$</b>
Obaveze po osnovu IOP, banka		0
Obaveze, trgovinska razmjena		347 46 dana nabavke (12,6% x 2.750 \$)
Obračunati, a neplaćeni troškovi		54 \$ 1,5% prodaje
Dugoročno zaduženje, trenutna rata		7 \$ 7 \$ sa godišnjim dospjećem
Trenutne obaveze		408
Dugoročno zaduženje		43      Umanjeno za 7 \$ svake godine
Ukupne obaveze		451
Vlastiti kapital (neto vrijednost)		452      Početni bilans + promjena (348 \$+104 \$)
<b>Ukupne obaveze i kapital</b>		<b>903</b>

**Butler Lumber Company**  
Projektovani bilansi stanja (u .000 dolara)

		<b>1991.</b>
Gotovina		54 \$ 1,5% prodaje
Potraživanja		424 43 dana prodaje (11,8%)
Zalihe		558 78 dana troškova realizovanih proizvoda
(21,4%)		
Tekuća sredstva		1.036 \$
Neto osnovna sredstva		177      Pretpostavljeni porast 20 \$
<b>Ukupna sredstva</b>		<b>1.213 \$</b>
Obaveze po osnovu IOP, banka		0   Trebalo da se utvrdi
Obaveze, trgovinska razmjena		347 46 dana nabavke (12,6% x 2.750 \$)
Obračunati, a neplaćeni troškovi		54 \$ 1,5% prodaje
Dugoročno zaduženje, trenutna rata		7 7 \$ sa godišnjim dospjećem
Trenutne obaveze		408
Dugoročno zaduženje		43   Umanjeno za 7 \$ svake godine
Ukupne obaveze		451
Vlastiti kapital (neto vrijednost)		452   Početni bilans + promjena
(348 \$+104 \$)		
Ukupne obaveze i kapital		903
Finansijski zahtjev		310
→ Prilagođeno ukupno		1.213 %



**Butler Lumber Company**  
**Procijenjena nabavka u 1991.**  
**(izraženo u hiljadama dolara)**

Procijenjeno zaključno stanje zaliha (78 dana troškova realizovanih proizvoda)	558
Troškovi realizovanih proizvoda (72,5% od prodaje)	2.610
= troškovi proizvoda dostupnih za prodaju	3.168
- početne zalihe (bilans od 31.12.1990.)	418
Procijenjena nabavka u 1991.	2.750 \$

5

**Butler Lumber Company**  
**Analiza projektovanih tokova finansijskih sredstava**  
**1991. (u.000 dolara)**

**Izvori**

Neto dobitak	104 \$
Povećanje obaveza	91 \$
Smanjenje obračunatih, a neplaćenih troškova	15
Ukupno	210

**Korištenje**

Smanjenje gotovine	13 \$
Povećanje potraživanja	107 \$
Povećanje zaliha	140
Povećanje osnovnih sredstava	20
Smanjenja dugoročnih zaduženja	7
Ukupno	287
Neto tok finansijskih sredstava	(77)

Početne obaveze po osnovu IOP, banka (31.12.1991.)	233	} ←
+ dodatno zahtjevano finansiranje	77	
= Završni zahtjevi finansiranja (31.12.1991.)	310	

6

<b>Butler Lumber Company</b>	
<b>Projektovani bilans tokova gotovine</b>	
<b>1991. (u.000 dolara)</b>	
<b>Tok gotovine iz poslovnih aktivnosti</b>	
Neto dobitak	104 \$
Povećanje potraživanja	107 \$
Povećanje zaliha	140
Povećanje obaveza	91 \$
Smanjenje obračunatih, a neplaćenih troškova	15
Neto tok gotovine iz poslovnih aktivnosti	(37)
<b>Tok gotovine iz dugoročnih investicija</b>	
Povećanje osnovnih sredstava (neto)	20
<b>Tok gotovine iz finansiranja</b>	
Smanjenja dugoročnih zaduženja	7
<b>Neto promjena u gotovini (64)</b>	
+ početni bilans gotovine (bilans od 31.12.1990.)	41
= Zaključni bilans gotovine	23
+ dodatno zahtjevano finansiranje	77
= prilagođeno završno stanje gotovine	54 \$

7

---

Šta se dešava u slučaju da se kratkoročno zaduženje po kamatnoj stopi od 10,5% u potpunosti koristi da bi se zadovoljile potrebe kompanije za eksternim finansiranjem?

8

**Butler Lumber Company**  
**Projektovani bilansi uspjeha (u .000 \$)**  
**Eksterno finansiranje = 100% duga uz 10,5% kamate**

	<b>1991.</b>	
Neto prodaja	3.600 \$	
Troškovi realizovanih proizvoda	2.610	72,5% prodaje
Bruto dobit	990 \$	
Troškovi plata (4 X \$22)	88	godišnje plata 1- kvartala
Ostali operativni troškovi	756	21% od prodaje
Ukupni troškovi poslovanja	844	
Operativni prihod	146 \$	
Kamata, dugoročno zaduženje	6	uz 11%
Kamata, novo zaduženje	35	uz 10,5%
→ Dobitak prije oporezivanja	105	
Porez na prihod 0,34(105-75\$)	24	0,15(50 \$) + 0,25(25 \$) +
Neto dobitak	81 \$	
Dividende	0	
Promjena nove vrijednosti	81 \$	

9

**Butler Lumber Company**  
**Projektovani bilansi stanja (u .000 dolara)**  
**Eksterno finansiranje = 100% duga uz 10,5% kamate**

	<b>1991.</b>	
Gotovina	54 \$	1,5% prodaje
Potraživanja	424	43 dana prodaje (11,8%)
Zalihe proizvoda (21,4%)	558	78 dana troškova realizovanih
Tekuća sredstva	1.036 \$	
Neto osnovna sredstva	177	Pretpostavljeni porast 20 \$
Ukupna sredstva	1.213 \$	
Obaveze, trgovinska razmjena (12,6% x 2.750 \$)	347	46 dana nabavke
Obračunati, a neplaćeni troškovi	54 \$	1,5% prodaje
Dugoročno zaduženje, trenutna rata	7	7 \$ sa godišnjim dospjećem
Trenutne obaveze	741	
→ Novo zaduženje finansiranje uz 10,5% kamate	333	prilagođeno zahtjevano
Dugoročno zaduženje	43	Umanjeno za 7 \$ svake godine
Ukupne obaveze	784	
Vlastiti kapital (neto vrijednost) (348 \$+81 \$)	429	Početni bilans + promjena
Ukupne obaveze i kapital	1.213	

---

Koje su alternative kompanije Butler Lumber?

## **8. Koliki rast može istrpiti zajmoprimac?**

---

1

Sredstva	Obaveze
1.000 \$	500 \$
	Vlastiti kapital
	500 \$

Pretpostavimo da se iduće godine očekuje dobit od 100 \$ i da će biti isplaćene dividende u iznosu od 50 \$.

Do kojeg nivoa mogu rasti sredstva bez devijacije tekuće strukture kapitala od 50% duga i 50% vlastitog kapitala?

2

Sredstva	Obaveze
1.100 \$	550 \$
	Vlastiti kapital
	550 \$

Održiva stopa rasta iznosi 10%

3

Sredstva	Obaveze
1.000 \$	500 \$
	Vlastiti kapital
	500 \$

Pretpostavimo ponovo da se iduće godine očekuje dobit od 100 \$ i da će biti isplaćene dividende u iznosu od 50 \$.

Šta ako se očekuje porast sredstava od 30% da bi se podržao porast prodaje od 30%?

4

Sredstva	Obaveze
1.300 \$	750 \$
	Vlastiti kapital
	550 \$

Stvarna stopa rasta od 30% premašuje održivu stopu rasta od 10%.

Stoga, nešto mora da popusti. Koeficijent duga raste na 58%.

5

## ***Održiva stopa rasta***

Maksimalna stopa rasta sredstava koja se može postići s obzirom na rentabilnost privrednog subjekta, upravljanje sredstvima, finansiranje, pozajmljene izvore finansiranja (leveridž) i politiku dividendi.

6

## ***Jednostavni model***

---

$$\begin{aligned} \text{SGR} &= \frac{\text{Net Profit}}{\text{Beginning Equity}} \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio}) \\ &= \frac{\text{Net Profit}}{\text{Beginning Equity}} \times \text{Retention Ratio} \end{aligned}$$

7

## ***Prošireni model***

---

$$\text{SGR} = \left[ \left( \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}} \right) \times \left( \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \right) \times \left( \frac{\text{Assets}}{\text{Beginning Equity}} \right) \right] \times \text{Retention Ratio}$$

8



## Primjer

	Godina 1	Godina 2
Ukupna sredstva	3.000 \$	3.300 \$
Ukupne obaveze	1.000	1.100 (33%)
Vlasnički kapital	2.000	2.200 (67%)
Ukupno	3.000 \$	3.300 \$
Prodaja		4,000 \$
Neto dobitak		400 \$
Dividende		200 \$

9

	Godina 1	Godina 2
Ukupna sredstva	\$3.000	\$3.300
Ukupne obaveze	1.000	1.100
Vlasnički kapital	2.000	2.200
Ukupno	\$3.000	\$3.300
Prodaja		\$4,000
Neto dobitak		400 \$
Dividende		200 \$

$$\begin{aligned}
 \text{SGR} &= \left[ \left( \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}} \right) \times \left( \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \right) \times \left( \frac{\text{Assets}}{\text{Beginning Equity}} \right) \right] \times \text{Retention Ratio} \\
 &= \left[ \left( \frac{\$4,000}{\$3,300} \right) \times \left( \frac{\$400}{\$4,000} \right) \times \left( \frac{\$3,300}{\$2,000} \right) \right] \times \left( 1 - \frac{\$200}{\$400} \right) \\
 &= 1.21 \times 0.10 \times 1.65 \times 0.50 \\
 &= 10\%
 \end{aligned}$$

## Rezultat je stopa održivog rasta od 10%

	Godina 1	Godina 2	Godina 3
Ukupna sredstva	3.000	3.300	3.630
Ukupne obaveze	1.000	1.100	1.210 (33%)
Akcijski kapital	2.000	2.200	+ 220 = 2.420 (67%)
Ukupno	\$3.000	\$3.300	\$3.630
Prodaja		\$4.000	\$4.400
Neto dobitak		440	440
Dividende		<u>200</u>	<u>220</u>
Promjena u vlastitom kapitalu (neraspoređeni dobitak)		200	200

11

## Rezultat je stopa održivog rasta od 20%

	Godina 1	Godina 2	Godina 3
Ukupna sredstva	3.000	3.300	3.960
Ukupne obaveze	1.000	1.100	1.520 (38%)
Vlasnički kapital	2.000	2.200	+ 240 = 2.440 (62%)
Ukupno	3.000	3.300	3.960
Prodaja		\$4.000	\$4.800
Neto dobitak		480	440
Dividende		<u>200</u>	<u>240</u>
Promjena u vlastitom kapitalu (neraspoređeni dobitak)		200	240

## Rezultat je stopa održivog rasta od 5%

	Godina 1	Godina 2	Godina 3
Ukupna sredstva	3.000	3.300	3.465
Ukupne obaveze	1.000	1.100	1.055 (30%)
Vlasnički kapital	2.000	2.200	+ 210 = 2.410 (70%)
Ukupno	3.000	3.300	3.465
Prodaja		4.000	4.200
Neto dobitak		420	440
Dividende		<u>200</u>	<u>210</u>
Promjena u vlastitom kapitalu (neraspoređeni dobitak)		200	210

13

## Rezultat je stopa održivog rasta od 0%

	Godina 1	Godina 2	Godina 3
Ukupna sredstva	3.000	3.300	3.300
Ukupne obaveze	1.000	1.100	900 (27%)
Vlasnički kapital	2.000	2.200	+ 200 = 2.400 (73%)
Ukupna ukupno	3.000	3.300	3.300
Prodaja		4.000	4.000
Neto dobitak		400	440
Dividende		<u>200</u>	<u>200</u>
Promjena u vlastitom kapitalu (neraspoređeni dobitak)		200	200

## ***Butler Lumber Company***

---

$$\begin{aligned} \text{SGR} &= \left[ \left( \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}} \right) \times \left( \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \right) \times \left( \frac{\text{Assets}}{\text{Beginning Equity}} \right) \right] \times \text{Retention Ratio} \\ &= \left[ \left( \frac{\$2,694}{\$933} \right) \times \left( \frac{\$44}{\$2,694} \right) \times \left( \frac{\$933}{\$304} \right) \right] \times \left( 1 - \frac{\$0}{\$44} \right) \\ &= 2.89 \quad \times \quad 0.0163 \quad \times \quad 3.07 \quad \times \quad 1.00 \\ &= 14.46\% \end{aligned}$$

Očekuje se rast kompanije od 33,6% u 1991. godini, što je stopa skoro dvostruko viša od održive stope rasta!

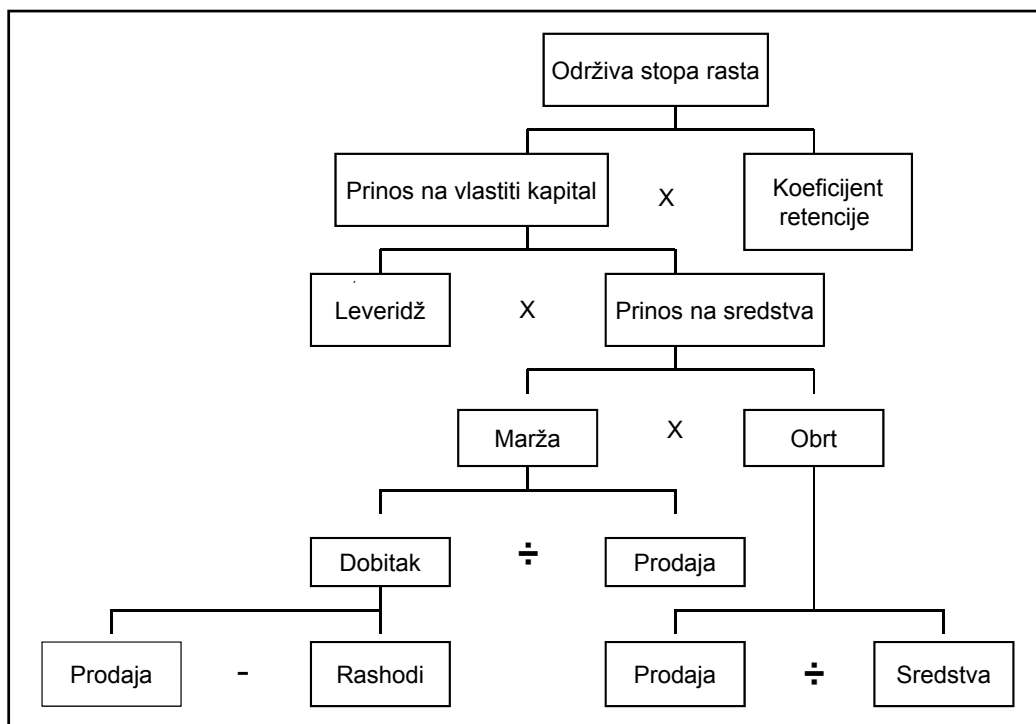
15

## ***Alternative za povišenje održive stope rasta***

---

- Povećati stopu marže prinosa
- Poboljšati upravljanje sredstvima (obrt)
- Smanjiti koeficijent plaćanja dividendi (povisiti stopu retencije)
- Povećati finansijski leveridž
- Dobiti dodatno finansiranje vlastitog kapitala
- Prihvatiti nižu stopu rasta

16



## **9. Studija slučaja: Toy World, Inc.**

---

- (1) Zašto menadžment razmatra o prelasku sa "sezonske" na "nivelisanu" proizvodnju?
- (2) Preporučujete li da kompanija pređe na nivelisanu proizvodnju?
- (3) Kao kreditor kompanije, da li biste finansijski podržali ovaj prelaz putem značajnog povećanja kreditne linije kompanije?

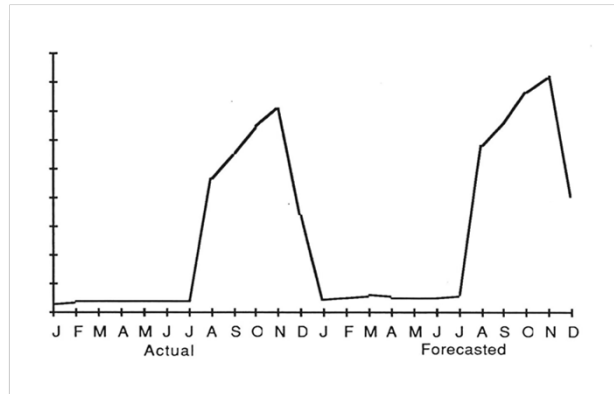
## **Pozadina kompanije**

---

- Prodajni ciklus
- Proizvodni ciklus
- Ciklus gotovine
- Konkurentsko okruženje

## ***Mjesečna neto prodaja***

---



## ***Glavno pitanje***

---

(1) Zašto uopšte razmatrati o prelasku sa "sezonske" na "nivelisanu" proizvodnju?

## ***Nivelisana proizvodnja***

---

- Povećana efikasnost
- Bolji elan zaposlenih
- Manje pripreme
- Ukinuti naknade za prekovremeni rad (225.000)
- Ostale uštede na radnoj snazi (265.000)
- Poslovanje u skoro punom kapacitetu

## ***Ali. . .***

---

- Veći troškovi skladištenja i obrade (115.000)



## ***Ali. . .***

---

- Veći troškovi skladištenja i obrade (115.000)
- Teško je predvidjeti potražnju za igračkama

## ***Ali. . .***

---

- Veći troškovi skladištenja i obrade (100.000)
- Teško je predvidjeti potražnju za igračkama
- Veći troškovi finansiranja

## ***Odluke***

---

(2) Da li biste preporučili da kompanija pređe na nivelisanu proizvodnju?

Kao kreditor kompanije, da li biste finansijski podržali ovaj prelazak?

## ***Troškovi realizovanih proizvoda***

---

### **Sezonska proizvodnja:**

70% mjesečne prodaje:

Nabavka materijala uz 30%	3.000 \$
Direktni troškovi rada i režijski troškovi uz 40%	4.000 \$
Troškovi realizovanih proizvoda (sezonski)	7.000 \$

### **Nivelisana proizvodnja:**

65,1% mjesečne prodaje

Troškovi realizovanih proizvoda (sezonski)	7.000 \$
Umanjeno za: uštedu na naknadi za prekovremeni rad	225
Umanjeno za: Ostale uštede na radnoj snazi	265
Troškovi realizovanih proizvoda (nivelisana)	6.510 \$

Troškovi realizovanih proizvoda % = (nivelisana) =  
 $6.510 \div 10.000 = 65,1\%$

## ***Troškovi proizvedenih proizvoda***

---

### **Sezonska proizvodnja:**

Isto kao troškovi real. proizvoda svaki mjesec  
(70% od prodaje)  
Stoga, promjene u zalihama (stalne 586 \$)

### **Nivelisana proizvodnja:**

542,5 \$ mjesečno:

Troškovi realizovanih proizvoda (nivelisana)  $\div 12 = 6.510 \$ \div 12$   
 $= \$542,5$

Stoga, zalihe se povećavaju u mjesecima kada  
su troškovi proizvedenih proizvoda veći od troškova  
realizovanih proizvoda, a smanjuje  
u mjesecima kada su TRP veći od TPP

## ***Nabavka materijala***

---

### **Sezonska proizvodnja:**

30% prodaje svaki mjesec; plaćanje u narednom mjesecu

### **Nivelisana proizvodnja:**

250 \$ mjesečno:

Godišnja prodaja	10.000 \$
Nabavke materijala na godišnjem nivou uz 30%	3.000 \$

$3.000 \div 12 = 250 \$$ ; plaćanje u narednom mjesecu

## ***Operativni troškovi***

---

### **Sezonska proizvodnja:**

200 \$ mjesečno:  $2.400 \div 12 = 200$  \$ mjesečno

### **Nivelisana proizvodnja:**

209.6 \$ mjesečno:

Operativni troškovi (sezonska)	2.400 \$
Dodati: skladištenje i obradu	<u>115 \$</u>
Operativni troškovi (sezonska)	2.515 \$

$2.400 \div 12 = 209,6$  \$ mjesečno

## ***Porez na prihod***

---

**Efektivna stopa poreza na prihod = 34% dobiti prije oporezivanja**

### **Plaćanje poreza na prihod:**

Iznos obaveze (poreska obaveza iz 1993.)

15. mart 88 \$

Procijenjene obaveze (poreska obaveza iz 1994.)

15. april 35 \$

15. jun 35 \$

15. septembar 35 \$

15. decembar 35 \$

Obračunati porez = početni bilans + poreski rashod - uplata

## ***Druge pretpostavke***

- Minimalni bilans gotovine = 200 \$
- Prosječni period naplate potraživanja = 60 dana
- Nabavka osnovnih sredstava = trošak amortizacije
- Dugoročno zaduženje umanjena za po 25 \$ u junu i decembru
- Vlasnički kapital =
- početni bilans + neto dobitak - dividende

**Toy World, Inc.**  
**Pro forma bilans uspjeha u uslovima nivelisane proizvodnje, 1994. (.000 \$)**

	Jan	Feb	Mar	April	May	June	July	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Total
Net Sales	120	140	160	140	140	140	160	1620	1840	2140	2285	1115	10000
C.O.G.S. @65.1%	78	91	104	91	91	91	104	1055	1198	1393	1488	726	6510
Gross profit	42	49	56	49	49	49	56	565	642	747	797	389	3490
Operating expenses	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	2515
Interest expense	7	4	4	4	4	4	3	5	12	17	17	14	95
Interest income	2	4	5	4	3	3	2	1	1	1	1	1	28
Profit before taxes	(173)	(161)	(153)	(161)	(162)	(162)	(155)	352	422	521	572	167	908
Income taxes @34%	(59)	(55)	(52)	(55)	(55)	(55)	(53)	120	143	177	194	57	309
Net profit	(114)	(106)	(101)	(106)	(107)	(107)	(102)	232	278	344	377	110	599

Beg accts receivable	2905	1060	260	300	300	280	280	300	1780	3460	3980	4425	2905
+ Net sales	120	140	160	140	140	140	160	1620	1840	2140	2285	1115	10000
- Collections	1965	940	120	140	160	140	140	140	160	1620	1840	2140	9505
Ending balance	1060	260	300	300	280	280	300	1780	3460	3980	4425	3400	3400
Beginning inventory	586	1050	1502	1940	2391	2843	3294	3733	3220	2565	1714	769	586
+ Raw materials	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	3000
+ Labor & overhead	293	293	293	293	293	293	293	293	293	293	293	293	3510
Goods produced	543	543	543	543	543	543	543	543	543	543	543	543	6510
- C.O.G.S.	78	91	104	91	91	91	104	1055	1198	1393	1488	726	6510
Ending balance	1050	1502	1940	2391	2843	3294	3733	3220	2565	1714	769	586	586
Beg accts payable	282	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	282
+ Purchases	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	3000
- Payments	282	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	3032
Ending balance	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Beg accrued taxes	88	29	(25)	(165)	(255)	(310)	(400)	(453)	(333)	(225)	(47)	147	88
+ Inc tax expense	(59)	(55)	(52)	(55)	(55)	(55)	(53)	120	143	177	194	57	309
- Tax payments	0	0	88	35	0	35	0	0	35	0	0	35	228
Ending balance	29	(25)	(165)	(255)	(310)	(400)	(453)	(333)	(225)	(47)	147	169	169
Beginning equity	3295	3181	3075	2974	2868	2761	2655	2552	2785	3063	3407	3784	3295
+ Net profit	(114)	(106)	(101)	(106)	(107)	(107)	(102)	232	278	344	377	110	599
Ending balance	3181	3075	2974	2868	2761	2655	2552	2785	3063	3407	3784	3894	3894

**Toy World, Inc.**  
**Pro forma bilans stanja u uslovima nivelisane proizvodnje, 1994. (.000 \$)**

	Jan	Feb	Mar	April	May	June	July	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec
Cash	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Accounts receivable	1060	260	300	300	280	280	300	1780	3460	3980	4425	3400
Inventory	1050	1502	1940	2391	2843	3294	3733	3220	2565	1714	769	586
Net plant & equipment	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176
<b>Total assets</b>	<b>3486</b>	<b>3138</b>	<b>3616</b>	<b>4067</b>	<b>4499</b>	<b>4950</b>	<b>5409</b>	<b>6376</b>	<b>7401</b>	<b>7070</b>	<b>6570</b>	<b>5362</b>
Accounts payable	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Accrued taxes	29	(25)	(165)	(255)	(310)	(400)	(453)	(333)	(225)	(47)	147	169
Long-term debt,current	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Long-term debt	400	400	400	400	400	375	375	375	375	375	375	350
Shareholders' equity	3181	3075	2974	2868	2761	2655	2552	2785	3063	3407	3784	3894
<b>Total</b>	<b>3910</b>	<b>3750</b>	<b>3509</b>	<b>3313</b>	<b>3151</b>	<b>2930</b>	<b>2775</b>	<b>3127</b>	<b>3513</b>	<b>4034</b>	<b>4606</b>	<b>4713</b>
Required financing	(424)	(612)	107	754	1348	2020	2634	3249	3888	3036	1964	649
<b>Adjusted total</b>	<b>3486</b>	<b>3138</b>	<b>3616</b>	<b>4067</b>	<b>4499</b>	<b>4950</b>	<b>5409</b>	<b>6376</b>	<b>7401</b>	<b>7070</b>	<b>6570</b>	<b>5362</b>

**Toy World, Inc.**  
**Pro forma bilans stanja u uslovima nivelisane proizvodnje, 1994. (.000 \$)**

	Jan	Feb	Mar	April	May	June	July	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec
Cash	624	812	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Accounts receivable	1060	260	300	300	280	280	300	1780	3460	3980	4425	3400
Inventory	1050	1502	1940	2391	2843	3294	3733	3220	2565	1714	769	586
Net plant & equipment	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176	1176
<b>Total assets</b>	<b>3910</b>	<b>3750</b>	<b>3616</b>	<b>4067</b>	<b>4499</b>	<b>4950</b>	<b>5409</b>	<b>6376</b>	<b>7401</b>	<b>7070</b>	<b>6570</b>	<b>5362</b>
Notes payable, bank	0	0	107	754	1348	2020	2634	3249	3888	3036	1964	649
Accounts payable	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Accrued taxes	29	(25)	(165)	(255)	(310)	(400)	(453)	(333)	(225)	(47)	147	169
Long-term debt, current	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Long-term debt	400	400	400	400	400	375	375	375	375	375	375	350
Shareholders' equity	3181	3075	2974	2868	2761	2655	2552	2785	3063	3407	3784	3894
<b>Total</b>	<b>3910</b>	<b>3750</b>	<b>3616</b>	<b>4067</b>	<b>4499</b>	<b>4950</b>	<b>5409</b>	<b>6376</b>	<b>7401</b>	<b>7070</b>	<b>6570</b>	<b>5362</b>

## **Gotovina**

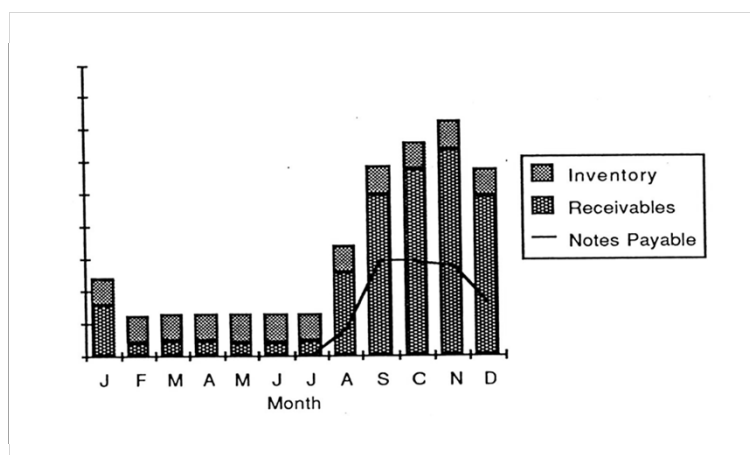
Početni bilans gotovine  
 + priliv gotovine  
 - plaćanje u gotovini  
 = Završni bilans gotovine

Potpada pod minimalni bilans gotovine u iznosu od 200 \$

**Toy World, Inc.**  
**Pro forma budžet gotovine u uslovima nivelisane proizvodnje, 1994. (.000 \$)**

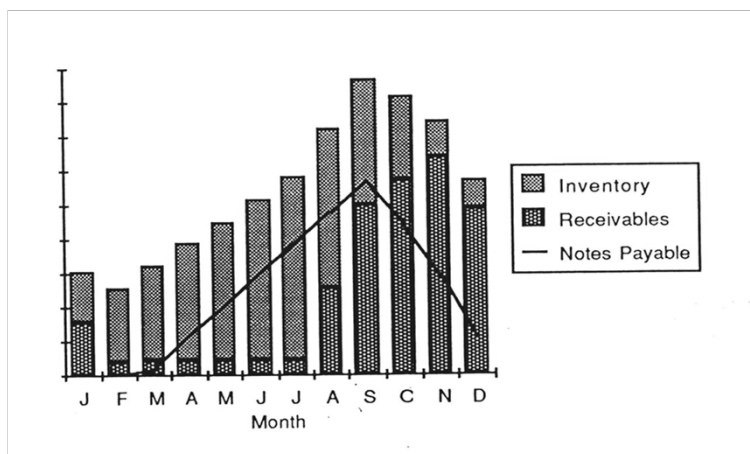
	Jan	Feb	Mar	April	May	June	July	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec
Beginning cash	200	624	812	200	200	200	200	200	200	200	200	200
+ Interest income	2	4	5	4	3	3	2	1	1	1	1	1
+ Collections	1965	940	120	140	160	140	140	140	160	1620	1840	2140
<b>Total</b>	<b>2167</b>	<b>1568</b>	<b>937</b>	<b>344</b>	<b>363</b>	<b>343</b>	<b>342</b>	<b>341</b>	<b>361</b>	<b>1821</b>	<b>2041</b>	<b>2341</b>
Payments (payables)	282	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Labor & overhead	293	293	293	293	293	293	293	293	293	293	293	293
Tax payments	0	0	88	35	0	35	0	0	35	0	0	35
Operating expenses	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210
Interest expense	7	4	4	4	4	4	3	5	12	17	17	14
LTD debt repayment	0	0	0	0	0	25	0	0	0	0	0	25
<b>Total</b>	<b>791</b>	<b>756</b>	<b>844</b>	<b>791</b>	<b>756</b>	<b>816</b>	<b>755</b>	<b>757</b>	<b>799</b>	<b>769</b>	<b>769</b>	<b>826</b>
Ending cash	1376	812	93	(447)	(393)	(473)	(413)	(416)	(438)	1052	1272	1515
Borrowing (payment)	(752)	0	107	647	593	673	613	616	638	(852)	(1072)	(1315)
Adjusted ending cash	624	812	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Cumulative Borrowing	0	0	107	754	1348	2021	2634	3250	3888	3036	1964	649

## Sezonska proizvodnja





## Nivelisana proizvodnja



## Neto ušteda iz nivelisane proizvodnje

Naknade za prekovremeni rad	225 \$
Ostale uštede na radnoj snazi	+ <u>265</u>
Uštede prije troškova držanja zaliha i finansijskih troškova	490
Dodatno skladištenje i obrada	- 115 \$
Povećani troškovi kamata*	- 98
Smanjenje prihoda od kamata**	- <u>15</u>
Neto ušteda	262 \$

\* prosječne bankovne pozajmice biće veće za 1.093 \$ u uslovima nivelisane proizvodnje ( $1.093 \times 9\% = 98$  \$)

\*\* prosječni mjesečni gotovinski bilans biće manji za 368 \$ u uslovima nivelisane proizvodnje ( $368 \times 4\% = 15$  \$)

## ***Maksimalna pogreška u predviđanju***

---

Maksimalna pogreška u predviđanju =  
= neto ušteda ÷ predviđena prodaja =  $262 \div \$10.000 \$ = 2,62\%$

***Može li menadžment predvidjeti prodaju uz barem  
97,38% tačnosti?***

## ***Toy World, Inc.***

Početak januara 1994. Džek Mekklintok, predsjednik i djelimični vlasnik kompanije Toy World Inc. razmatrao je predlog za usvajanje nivoa mjesečne proizvodnje za sljedeću godinu. U prošlosti, proizvodni plan kompanije uvijek je bio umnogome sezonski odražavajući sezonski karakter prodaje. G. Mekklintok je bio svjestan činjenice da zapaženo povećanje proizvodne efikasnosti može da bude rezultat nivelisane proizvodnje, ali nije bio siguran kakav bi mogao biti uticaj na druge faze poslovanja.

Kompanija *Toy World* je bila proizvođač plastičnih igračaka za djecu. Grupa njenih proizvoda je obuhvatala autiće, kamione, građevinarsku opremu, rakete, svemirske brodove i satelite, muzičke instrumente, životinje, robote i figure akcionih junaka. Kod većine ovih kategorija proizvoda, kompanija je proizvodila široki spektar dizajna, boja i veličina igračaka. Dolarska prodaja određenog proizvoda je ponekad varirala od 30-359 iz jedne godine u drugu.

Proizvodnja plastičnih igračaka je bila djelatnost sa izuzetno velikom konkurencijom. Ovom djelatnošću se bavio veoma veliki broj kompanija, od kojih su mnoge imale nedostatak kapitala i menadžerskog dara. Budući da potrebe za kapitalom nisu bile prevelike, a tehnologija proizvodnje je bila relativno jednostavna, konkurentskim kompanijama koje su ulazile u ovu djelatnost bilo je prilično lako da uđu u posao. Sa druge strane, konkurencija u pogledu dizajna i cijene je bila strahovita, što je za posljedicu imalo kratak životni ciklus proizvoda i relativno veliki broj propalih kompanija. Kompanije bi ponekad uspjele da steknu prednost nad konkurencijom putem dizajniranja neke nove igračke, koja je često bila samo prolazni hit. Ovakvi proizvodi su generalno diktirali visoku stopu marže sve dok konkurencija ne bi na tržište lansirala sličan proizvod. Naprimjer, uvođenje linije igračaka superheroja kompanije Toy World 1991. godine značajno je doprinijelo poslovnoj dobiti te godine. Međutim, 1992. godine, 11 konkurentskih kompanija je reklamiralo slične proizvode, a fabrička cijena ponude kompanije *Toy World* naglo je pala. Prethodnih godina, konkurentski pritisak na manje kompanije je takođe porastao usljed velikog priliva uvezenih igračaka iz zemalja sa niskom cijenom radne snage.

### **Istorija kompanije**

Toy World Inc. je 1973. osnovao Dejvid Danton nakon otpuštanja iz mornaričke službe. Prije vojne službe bio je zaposlen, kao upravnik proizvodnje u velikoj fabrici plastičnih igračaka. G. Dankin i njegov bivši pomoćnik, Džek Mekklintok, osnovali su kompaniju Toy World Inc. 1973. pomoću svoje uštedevine. Kompanija je u početku bila ortakluk, a 1974. postaje akcionarsko društvo u kome je g. Danton imao 75% udjela u osnivačkom kapitalu, a g. Mekklintok 25% udjela. Gospodin Mekklintok je vršio dužnost direktora proizvodnje, a g. Danton je kao predsjednik kompanije bio zadužen za sveukupno vođenje poslovanja. Nakon nekoliko bolesti zdravlje G. Dantona se urušilo i bio je primoran da se 1991. godine. povuče iz aktivnog učešća u poslovanju. G. Mekklintok je tada preuzeo predjedničko mjesto u kompaniji. Godine 1993, g. Mekklintok je angažovao Dena Hofmana, koji je u to vrijeme upravo diplomirao na jednom čuvenom tehničkom institutu na istoku zemlje, kao direktora proizvodnje. Gospodin Hofman je prije toga tokom ljeta radio u pogonu za proizvodnju plastike jedne velike hemijske kompanije, te je stoga posjedovao osnovno poznavanje procesa proizvodnje plastičnih proizvoda.

## Rast kompanije

Kompanija Toy World Inc. je doživjela relativno brzi rast od svog osnivanja i ostvarivala je rentabilno poslovanje sve vrijeme od 1976. godine. Prodaja je iznosila otprilike 8,8 miliona dolara 1993. godine, a oslanjajući se na tržišnu snagu novih proizvoda koji su obećavali, prodaja je bila projektovana na 10 miliona za 1994. godinu. Neto dobitak je dostigao 270.000 dolara u 1993. godini, a bio je procijenjen na 351.000 dolara u 1994. godini u uslovima sezonske proizvodnje. Tabele A i B predstavljaju najnovije finansijske izvještaje kompanije. Troškovi realizovanih proizvoda su u prosjeku iznosili 70% od prodaje u prethodnom periodu i očekivalo se da uglavnom ostanu u tom obimu 1994. godine, u uslovima sezonske proizvodnje. U skladu sa iskustvom kompanije, očekivalo se da operativni troškovi budu ravnomjerno raspoređeni tokom svakog mjeseca 1994. godine, bilo u uslovima sezonske ili nivelisane proizvodnje.

Povećanje obima proizvodnje je za posledicu imao donekle napregnut položaj obrtnog kapitala kompanije. Gotovinski bilans na kraju 1993. u iznosu od 200.000 \$ smatran je minimumom neophodnim za poslovanje kompanije. Kompanija je periodično uzimala pozajmice od svoje primarne banke, City Trust Company, po neosiguranoj kreditnoj liniji. Krajem 1993. godine, kredit od 752.000 dolara je bio neotplaćen. G. Meklintok je bio siguran da će banka biti voljna da produži kreditnu liniju od 2 miliona u 1994. godini, uz razumijevanje da će pozajmica biti u potpunosti otplaćena i neuknjižena na period od barem 30 dana u godini, kao i da će biti osigurana putem potraživanja i zalih kompanije.

### TABELA A

Sažeti bilansi uspjeha 1991-1993. (u hiljadama dolara)

---

	1991.	1992.	1993.
Neto prodaja	5.213.	6.167	7.967
Troškovi realizovanih proizvoda	3.597	4.440	5.577
Bruto dobit	1.616	1.727	2,390
Operativni troškovi	1.199	1.542	1.912
Troškovi kamata	68	75	85
Prihod od kamata.	20	15	16
Prihod prije oporezivanja	369	125	409
Federalni porez na prihod	125	43	139
Neto dobit	244	82	270

---

## TABELA B

Bilans stanja na dan 31. decembra 1993. (u hiljadama \$)

---

Gotovina.....	200 \$
Potraživanja.....	2.905
Zalihe .....	586
Tekuća sredstva.....	3.691 \$
Postrojenja i oprema, neto.....	1.176
Ukupna sredstva.....	4.876 \$
Obaveze.....	282 \$
Obaveze po osnovu IOP, banka.....	752
Obračunati porezi.....	88
Dugoročni dug, tekući obrok.....	50
Tekuća sredstva.....	1.172 \$
Dugoročni dug.....	400
Akcijski kapital.....	3.295
Ukupne obaveze i akcijski kapital.....	4.876 \$

---

Od kompanije je traženo da sačini procjenu poreskih plaćanja na dan 15. april, jun, septembar i decembar. Godine 1993. kompanija je izabrala da svoja očekivana poreska plaćanja bazira na porezu iz prethodne godine. Iznos od 88.000 \$ je dospio za naplatu 15. marta 1994.

Kamata na kreditnu liniju će biti 9%, a svi aranžmani preko 2 miliona dolara biće predmet daljih pregovora. Dugoročni kredit kompanije, koji je podignut prije godinu dana, imao je fiksnu godišnju kamatnu stopu od 9% i bio je amortizovan putem isplata u iznosu od 25.000 dolara u junu i decembru svake godine.

Prodaja u kompaniji je bila izrazito sezonskog karaktera. Preko 80% prihoda od prodaje je ostvarivano između avgusta i novembra. Tabela C prikazuje prodaju po mjesecima za 1993. godinu i projektovanu mjesečnu prodaju za 1994. Prodaja je vršena uglavnom raznim trgovinskim lancima i posrednicima u prodaji igračaka. Mada su rokovi plaćanja bili utvrđeni na 30 dana, većina klijenata je uzimala rok za plaćanje od 60 dana. Međutim, naplativost je bila odlična.

Proizvodni procesi u kompaniji nisu bili kompleksni. Prah od kojeg se oblikuju plastični proizvodi, što je bila glavna sirovina, ubrizgavao se u prese za oblikovanje i tako bi se dobijao željeni oblik. Nakon toga bi se igračke sastavljale i pakovale u kartonske kutije ili plastične kese. Obično bi se sve serije završavale isti dan, tako da skoro nije bilo posla na kraju radnog dana.

## TABELA C

Podaci o mjesečnoj prodaji (u hiljadama \$)

---

Januar.....	64	120
Februar.....	88	140
Mart.....	96	160
April.....	88	140
Maj.....	87	140
Jun.....	95	140
Jul.....	96	160
Avgust.....	1.251	1.620
Septembar.....	1.474	1.840
Oktobar.....	1.723	2.140
Novembar.....	1.965	2.285
Decembar .....	940	1.115

---

Nabavka uz rok plaćanja od 30 dana se vršila na sedmičnom nivou u količinama neophodnim za procijenjeni nivo proizvodnje u narednoj sedmici. Ukupne nabavke u 1994. godini su bile predviđene u iznosu od 31 milion dolara. Politika kompanije je bila da zatvori trgovinski kredit čim bi dospio za naplatu.

Gospodin Hofman, direktor proizvodnje, smatrao je da će kompanija biti u stanju da u idućoj godini održi nivo kapitalnih rashoda u iznosu jednakom amortizaciji, mada je bio suzdržan u vezi sa tim da će projektovani obim proizvodnje za 1994. biti blizu punog proizvodnog kapaciteta opreme kompanije.

Praksa kompanije je bila da proizvodi prema narudžbama klijenata. Ovo je značilo da je bio potreban samo jedna mali dio kapaciteta da bi se zadovoljila potražnja u prvih 7 mjeseci godine. Obično se koristilo ne više od 25-30% proizvodnog kapaciteta u toku pomenutog perioda. Prve veće porudžbine za Božić bi pristizale sredinom avgusta. Od avgusta do decembra radna snaga bi bila stavljena u puni pogon, radilo se i prekovremeno, a sva oprema je bila korišćena 16 časova dnevno. Naknade za prekovremeni rad su 1993. godine iznosile 185.000 \$. Kad god je to bilo moguće, vršene su pošiljke na dan same narudžbe. Stoga, obim proizvodnje i prodaje je svakog mjeseca bio manje-više jednak.

Kao i u proteklom periodu, za 1994. je takođe bio sačinjen pro forma (projektovani, prim. prev.) bilans stanja i prezentovan g. Mekklintoku na pregled. Ovi bilansi se nalaze u Prikazima 1 i 2.

## **Predloženi prelazak na nivelisanu proizvodnju**

Doživjevši jednu prodajnu sezonu u kompaniji, g. Hofman je bio duboko pod utiskom mnogih problema koji proizilaze iz metoda planiranja proizvodnje. Naknade za prekovremeni rad su smanjivale prihod: sezonsko povećavanje i smanjivanje radne snage za posljedicu je imalo probleme prilikom zapošljavanja novih radnika i visoke troškove obuke i kontrole kvaliteta. Mašine bi stajale cijelih sedam i po mjeseci, a nakon toga bi danonoćno bile u pogonu. Plan ubrzane proizvodnje tokom najvećeg sezonskog opterećenja za posljedicu su imale česte promjene podešavanja na mašinama. Rezultat svega ovoga je bila naizgled neizbježna konfuzija u planiranju proizvodnje. Zastoji i promjene podešavanja na mašinama su doveli do neefikasnosti prilikom sastavljanja i pakovanja jer su radnici nailazili na poteškoće sa stalnim prilagođavanjem na nove postavke operacija.

Iz ovih razloga, g. Hofman je zahtijevao od g. Mekklintoka da usvoji politiku nivelisane mjesečne proizvodnje u 1994. godini. Istakao je da su se procjene obima prodaje u prošlosti obično pokazivale pouzdanim. Uslovi prodaje nisu bili pod uticajem promjene plana prodaje. Eliminisanje naknada za prekovremeni rad će za rezultat imati značajne uštede, koje su u 1994. godini procijenjene na 225.000 dolara. Pored toga, g. Hofman je čvrsto vjerovao da će dodatne direktne uštede na radnoj snazi, u iznosu od oko 265.000 dolara, biti rezultat redovne proizvodnje. Međutim, jedan dio uštede bio bi poništen većim troškovima skladištenja i obrade, procijenjenim na 115.000 dolara na godišnjem nivou.

G. Mekklintok je špekulisao o efektu koji bi nivelisana proizvodnja mogla imati na finansijske zahtjeve kompanije u 1994. Pretpostavio je da će osim u pogledu dobiti i varijacija u količini zaliha, kao i potraživanja i obaveza, priliv i odliv finansijskih sredstava biti otprilike izbalansiran. Da bi pojednostavio ovaj problem, g. Mekklintok je odučio da pretpostavi da procenat bruto marže neće značajno varirati na mjesečnom nivou na bilo kom načinu proizvodnje. To znači da će troškovi realizovanih proizvoda iznositi 70% prodaje tokom svakog mjeseca u godini u uslovima sezonske, odnosno 65,1% svakog mjeseca u godini u uslovima nivelisane proizvodnje. Povećani troškovi skladištenja i obrade u iznosu od 115.000 dolara bili bi uključeni u operativne troškove.

## PRIKAZ 1

Projektovani bilans stanja u uslovima sezonske proizvodnje za 1994. godinu (u hiljadama dolara)

	31. dec. 1993.	Jan.	Feb.	Mart	Apr.	Maj	Jun	Jul	Avg.	Sept.	Okt.	Nov.	Dec.
Gotovina <sup>1</sup>	200	878	1.526	1.253	1.054	696	527	200	200	200	200	200	200
Potraživanja <sup>2</sup>	2.905	1.060	260	300	300	280	280	300	1.780	3.460	3.980	4.425	3.400
Zalihe <sup>3</sup>	586	586	586	586	586	586	586	586	586	586	586	586	586
Tekuća sredstva	3.691	2.524	2.372	2.139	1.940	1.781	1.562	1.413	2.566	4.246	4.766	5.211	4.186
Neto postrojenja i oprema <sup>4</sup>	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	
Ukupna sredstva	4.876	3.700	3.548	3.315	3.116	2.957	2.738	2.589	3.742	5.422	5.942	6.387	5.362
Obaveze <sup>5</sup>	282	36	42	48	42	42	42	48	486	552	642	686	334
Obaveze po osnovu IOP, banka	752	0	0	0	0	0	0	0	433	1.741	1.745	1.667	942
Obračunati porezi <sup>6</sup>	88	31	(23)	(162)	(251)	(305)	(394)	(448)	(352)	(271)	(126)	33	40
Dugoročni kredit, tekuća rata	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	
Tekuće obaveze	1.172	117	69	(64)	(159)	(213)	(302)	(350)	617	2.072	2.311	2.446	1.366
Dugoročni kredit <sup>7</sup>	400	400	400	400	400	400	375	375	375	375	375	375	350
Akcijski kapital	3.295	3.183	3.079	2.979	2.875	2.770	2.665	2.564	2.750	2.975	3.256	3.566	3.646
Ukupne obaveze i kapital	4.0876	3.700	3.548	3.315	3.116	2.957	2.738	2.589	3.742	5.422	5.942	6.387	5.362

<sup>1</sup> Pretpostavljeno održavanje minimalnog bilansa od 200.000 \$; obuhvata višak gotovine u mjesecima kad kompanija nema zaduženja.

<sup>2</sup> Pretpostavljeni period naplate od 60 dana.

<sup>3</sup> Pretpostavljene održavane zalihe na dan 31. Decembra 1993. godine, nivo za cijelu 1994.

<sup>4</sup> Pretpostavljena nabavka opreme koja je jednaka troškovima amortizacije.

<sup>5</sup> Pretpostavljeni ekvivalent 30% tekuće mjesečne prodaje koji se odnosi na nabavke materijala u iznosu od 3.000.000 \$ nasuprot prodaji u iznosu od 10 miliona. Ovo predstavlja 30-dnevni rok za plaćanje. Budući da su zalihe nivelisane, nabavka će biti u skladu sa sezonskom proizvodnjom i prodajom.

<sup>6</sup> Porez na prihod iz 1993. je dospio za plaćanje dana 15. marta 1994. Na dan 15. aprila, 15. juna, 15. septembra i 15. decembra 1994. dopijeva plaćanje u visini od 25% od procijenjenih poreskih obaveza za 1994. Procjenjujući poreske obaveze za 1994, kompanija ima opciju da iskoristi poreske obaveze iz prethodne godine (139.000 \$) u svrhu procjene i prilagodavanja poreskih uplata u 1995. S druge strane, kompanija može da izvrši direktnu procjenu svojih poreskih obaveza za 1994. U kompaniji Toy World su planirali da u svrhu procjene koriste poreske obaveze iz prethodne godine i izvrše uplatu u iznosu od 35.000 \$ u aprilu, junu, septembru i decembru.

<sup>7</sup> Rata od 25.000 \$ u junu i decembru.



## PRIKAZ 2

Projektovani bilans uspjeha u uslovima sezonske proizvodnje za 1994. (u hiljadama dolara)

---

	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Maj	Jun	Jul	Avg.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Ukupno
Neto prodaja	120	140	160	140	140	140	160	1.620	1.840	2.140	2.285	1.115	10.000
Troškovi ostvarenih proizvoda <sup>1</sup>	<u>84</u>	<u>98</u>	<u>112</u>	<u>98</u>	<u>98</u>	<u>98</u>	<u>112</u>	<u>1.134</u>	<u>1.288</u>	<u>1.498</u>	<u>1.600</u>	<u>780</u>	<u>7.000</u>
Bruto dobitak	36	42	48	42	42	42	48	486	552	642	685	335	3.000
Operativni troškovi <sup>2</sup>	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	2.400
Troškovi kamata	7	4	4	4	4	4	3	5	12	17	17	14	95
Prihod od kamata <sup>3</sup>	<u>2</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>4</u>	<u>3</u>	<u>3</u>	<u>2</u>	<u>1</u>	<u>1</u>	<u>1</u>	<u>1</u>	<u>1</u>	<u>28</u>
Dobitak (gubitak) prije oporezivanja	(169)	(158)	(151)	(158)	(159)	(159)	(153)	282	341	426	469	122	533
Porez na prihod <sup>4</sup>	<u>(57)</u>	<u>(54)</u>	<u>(51)</u>	<u>(54)</u>	<u>(54)</u>	<u>(54)</u>	<u>(52)</u>	<u>96</u>	<u>116</u>	<u>145</u>	<u>159</u>	<u>42</u>	<u>182</u>
Neto dobitak	(112)	(104)	(100)	(104)	(105)	(105)	(101)	186	225	281	310	80	351

---

<sup>1</sup> Pretpostavljeni troškovi realizovanih proizvoda jednaki 70% prodaje.

<sup>2</sup> Pretpostavlja se da će biti isti za svaki mjesec u godini.

<sup>3</sup> Kompanija je očekivala da ostvari prosječnu godišnju stopu povrata od 4% u mjesečnim bilansima gotovine.

<sup>4</sup> Negativne brojke predstavljaju poreske olakšice iz gubitaka poslovanja i umanjene obračunate poreze prikazane u bilansu stanja. Federalna poreska stopa na svu svu dobit iznosila je 34%.

## **10. Koliki dug može podnijeti zajmoprimac?**

---

1

### ***Ciljevi***

---

Ilustracije radi . . .

- uslovljenost rizika i prinosa kod duga nasuprot vlastitom kapitalu
- okvir "toka gotovine" radi procjene finansijskih alternativa
- efekti leveridža na prinos po akciji i tok gotovine
- značaj analize osjetljivosti prilikom suočavanja sa nesigurnošću
- kako procijeniti kapacitet zaduživanja bez uzimanja u obzir koeficijenta duga kompanije ili dostupne uslove obezbjeđenja kapitala (kolateral)

2

**Primjer:**  
**Shenandoah Company, Inc.**

---

- Uspješno proizvodno preduzeće osnovano kao akcionarsko društvo sa malim brojem akcionara 1985. godine
- Iskoristilo je prihod od početne javne ponude običnih akcija 1998. godine za finansiranje modernizacije pogona
- U prethodnih pet godina, postignut je prosječni rast prodaje od 8,1% godišnje; stopa marže prinosa društva je porasla sa 2,4% na 3,5%.
- Trenutno posluje sa gotovo punim kapacitetom

3

**Postoji potreba za planiranjem i analizom. . .**

---

From: Robert Howard <rhoward@shenandoah.com>  
To: Susan Gillman <sgillman@shenandoah.com>  
Date: January 15, 2004  
Subject: 2004. Program proširenja pogona

---

Molimo vas da procijenite naše alternative finansiranja predstojećeg proširenja pogona u vrijednosti od 10 miliona dolara.

U svjetlu nedavnog razočaravajućeg tržišnog učinka naših običnih akcija, čini se da je Upravni odbor voljan da ponovo razmotri našu politiku izbjegavanja dugoročnog zaduživanja.

Hvala.

4

## ***Proširenje pogona***

---

- Treba da se završi tokom 2004. uz ukupne troškove od 10 miliona dolara.
- Iskoristiće se zemljište u blizini postojećeg postrojenja kompanije.
- Usljed povećane proizvodne efikasnosti, očekuju se da različiti troškovi padnu sa 65% na 60% prodaje.

5

## ***Izgledi prodaje***

---

- Očekuje se prodaja u vrijednosti od 110 miliona dolara tokom 2004.
- Očekuje se rast prodaje od 12% u 2005. godini, 10% u 2006, 8% u 2007 i od 6% svake naredne godine.

6

## ***Finansijska struktura***

---

- Dugoročna kapitalizacija se u potpunosti sastoji od akcijske glavnice.
- Kompanija je u prošlosti izbjegavala korišćenje dugoročnog zaduženja.
- Jedan milion običnih akcija u opticaju; akcijama se rijetko trguje direktno.

7

---

From: Susan Gillman <sgillman@shenandoah.com>  
To: Robert Howard <rhoward@shenandoah.com>  
Date: January 18, 2004  
Subject: 2004. Program proširenja pogona

---

Preporučujem da u početku razmotrimo finansiranje proširenja pogona ili putem običnih akcija ili kredita. Zadovoljan sam činjenicom da je Upravni odbor voljan da razmotri našu politiku izbjegavanja dugoročnog zaduženja.

Od naše banke smo obaviješteni da možemo dobiti kredit na 5 godina po kamatnoj stopi od 8%.

Iz razgovora sa investicionim bankarima saznajemo da bi 500.000 običnih akcija moglo biti emitovano po neto cijeni (nakon odbijanja troškova emitovanja) od oko 20,00 dolara.

Pozdrav.

8

## ***Alternative finansiranja***

---

- Kredit
  - Kamatna stopa: 8%
  - Vrijeme otplate: 5 godina
  - Otplata glavnice: 2 miliona dolara godišnje
- Obične akcije
  - Broj novih akcija: 500.000
  - Neto prinos: 20,00 \$ po akciji

9

---

From: Robert Howard <rhoward@shenandoah.com>  
To: Susan Gillman <sgillman@shenandoah.com>  
Date: January 19, 2004  
Subject: Alternative finansiranja

---

Mislim da bi trebalo da ozbiljno razmotrimo alternativu kreditu.

Molim vas da u vašu analizu uključite poređenje prinosa po akciji za dva druga rješenja finansiranja. Smatram da bi korištenje zaduženja za posljedicu imalo značajno veći prinos po akciji nego u slučaju emisije akcija.

Hvala.

10

## ***Pretpostavke projekcije (2005-2009.)***

Rast prodaje	12% u 2005. godini, 10% u 2006, 8% u 2007 i od 6% svake naredne godine.
Razni troškovi	60% prodaje
Ostali operativni troškovi	41 milion u 2005; porast od 2,5 miliona svake godine, stoga:
Trošak amortizacije	1,5 milion godišnje; porast od 50.000 svake sljedeće godine (uključen u ostale operativne troškove)
Neto obrtni kapital	18% prodaje
Dodatna osnovna sredstva	750.000 godišnje
Otplata prethodnog duga	0 \$
Dividende	0,50 \$ po akciji u 2005; porast od 0,05 \$ po akciji svake sljedeće godine

11

## ***Prinos po akciji: Obične akcije***

### **Shenandoah Company, Inc. Prinos po akciji: Obične akcije (u .000 \$)**

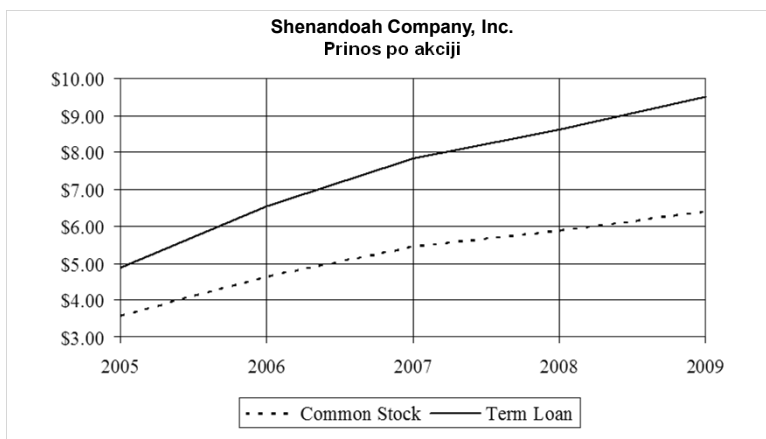
	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>
Prodaja	123.200	135.520	146.362	155.143	164.452
Različiti operativni troškovi uz 60%	73.920	81.312	87.817	93.086	98.671
Ostali operativni troškovi	<u>41.000</u>	<u>43.500</u>	<u>46.000</u>	<u>48.500</u>	<u>51.000</u>
Prihod prije oporezivanja i porezi	8.280	10.708	12.545	13.557	14.781
Troškovi kamata	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
Prihod prije oporezivanja	8.280	10.708	12.545	13.557	14.781
Porez na prihod uz 35%	2.898	3.748	4.391	4.745	5.173
Neto dobitak	5.382	6.690	8.154	8.812	9.608
Broj novih akcija:					
Trenutno u opticaju	1000	1000	1000	1000	1000
Nove akcije	500	500	500	500	500
Ukupno akcija u opticaju	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Prinos po akciji	\$3,59	\$4,64	\$5,44	\$5,87	\$6,40

## Prinos po akciji: Kredit

### Shenandoah Company, Inc. Prinos po akciji: Kredit (.000 \$)

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.
Prodaja	123.200	135.520	146.362	155.143	164.452
Različiti operativni troškovi uz 60%	73.920	81.312	87.817	93.086	98.671
Ostali operativni troškovi	41.000	43.500	46.000	48.500	51.000
Prihod prije oporezivanja i porezi	8.280	10.708	12.545	13.557	14.781
Troškovi kamata	800	640	480	320	160
Prihod prije oporezivanja	7.480	10.068	12.065	13.237	14.621
Porez na prihod uz 35%	2.618	3.524	4.223	4.663	5.117
Neto dobitak	4.862	6.544	7.842	8.604	9.504
Broj novih akcija:					
Trenutno u opticaju	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Nove akcije	0	0	0	0	0
Ukupno akcija u opticaju	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Prinos po akciji	\$4.86	\$6.54	\$7.84	\$8.60	\$9.50

## Prinos po akciji: Obične akcije nasuprot kredita



14



## ***Rizik?***

Međutim, šta je sa rizikom uzimanja kredita?

15

## ***Analiza rizika kredita***

	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>
Prodaja	123.200	135.520	146.362	155.143	164.452
Različiti operativni troškovi uz 60%	73.920	81.312	87.817	93.086	98.671
Ostali operativni troškovi	41.000	43.500	46.000	48.500	51.000
Prihod prije oporezivanja i porezi	8.280	10.708	12.545	13.557	14.781
Troškovi kamata	800	640	480	320	160
Prihod prije oporezivanja	7.480	10.068	12.065	13.237	14.621
Porez na prihod uz 35%	2618	3524	4223	4663	5117
Neto dobitak	4.862	6.544	7.842	8.604	9.504
Plus: Troškovi amortizacije	1500	1550	1600	1650	1700
Umanjeno za: Dodatke neto obrtnom kapitalu	2376	2218	1951	1581	1676
Umanjeno za: Dodatke neto osnovnim sredstvima	750	750	750	750	750
Umanjeno za: Otplate prethodnog duga	0	0	0	0	0
Umanjeno za: Dividende	<u>700</u>	<u>750</u>	<u>800</u>	<u>850</u>	<u>900</u>
Tokovi gotovine dostupni za otpatu duga	2536	4376	5941	7073	7878
Umanjeno za: Otplatu glavnice (novi dug)	2000	2000	2000	2000	2000
Slobodni tokovi gotovine	536	2376	3941	5.073	5.878

---

From: Robert Howard <rhoward@shenandoah.com>  
To: Susan Gillman <sgillman@shenandoah.com>  
Date: January 25, 2004  
Subject: Analiza finansijskih alternativa

---

Pregledao sam vašu analizu. Veći prinos po akciji koji proizilazi iz korišćenja kredita djeluje dosta privlačno. Pored toga, čini se da ne bismo imali većih problema sa otplatom kamata i glavnice.

Međutim, ekonomski izgledi su, najblaže rečeno, nesigurni.

Želio bih vidjeti jedan više pesimistički scenario sa 10% nižim nivoom prodaje.

Hvala.

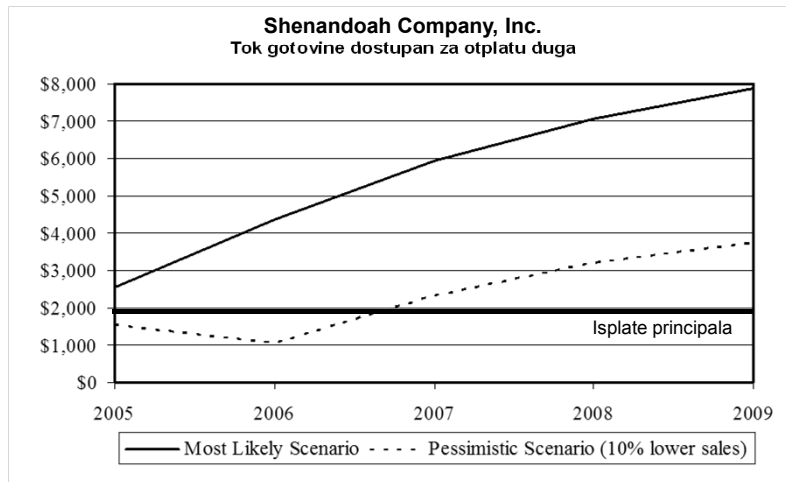
17

## ***Analiza rizika kredita Pesimistički scenario***

	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>
Prodaja	110.880	121.968	131.725	139.629	148.007
Različiti operativni troškovi uz 60%	66.528	73.181	79.035	83.777	88.804
Ostali operativni troškovi	<u>41.000</u>	<u>43.500</u>	<u>46.000</u>	<u>48.500</u>	<u>51.000</u>
Prihod prije oporezivanja i porezi	3.352	5.287	6.690	7.352	8.203
Troškovi kamata	800	640	480	320	160
Prihod prije oporezivanja	2.552	4.647	6.210	7.032	8.043
Porez na prihod uz 35%	893	1627	2174	2461	2815
Neto dobitak	1.659	3.020	4.036	4.571	5.228
Plus: Troškovi amortizacije	1500	1550	1600	1650	1700
Umanjeno za: Dodatke neto obrtnom kapitalu	158	1996	1756	1423	1508
Umanjeno za: Dodatke neto osnovnim sredstvima	750	750	750	750	750
Umanjeno za: Otplate prethodnog duga	0	0	0	0	0
Umanjeno za: Dividende	<u>700</u>	<u>750</u>	<u>800</u>	<u>850</u>	<u>900</u>
Tokovi gotovine dostupni za otpatu duga	1551	1074	2330	3198	3770
Umanjeno za: Otplatu glavnice (novi dug)	2000	2000	2000	2000	2000
Slobodni tokovi gotovine	451	924	330	1.198	1.770

18

## Tok gotovine dostupan za otplatu duga



---

From: Robert Howard <rhoward@shenandoah.com>  
To: Susan Gillman <sgillman@shenandoah.com>  
Date: January 26, 2004  
Subject: Pesimistički scenario

---

Hvala vam na razradi analize rizika kredita zasnovanoj na nepovoljnijim izgledima prodaje.

Efekat samo 10% razlike u prodaji je zapanjujući!

Hvala.

## Leveridž

	Mogući 2005.	nepovoljni 2005.	
<b>Razlika procenata</b>			
Prodaja	23.200	110.880	(10,0%)
Različiti operativni troškovi uz 60%	73.920	66.528	
Ostali operativni troškovi	41.000	41.000	0,0%
Prihod prije oporezivanja i porezi	8.280	3.352	(59,5%)
Troškovi kamata	800	800	0,0%
Dobitak prije oporezivanja	7.480	2.552	65,9%
Porez na prihod uz 35%	2618	893	(65,9%)
Neto dobitak	1.659	1.659	(65,9%)
Plus: Troškovi amortizacije	1500	1500	0,0%
Umanjeno za: Dodatke neto obrtnom kapitalu	2376	158	(93,4%)
Umanjeno za: Dodatke neto osnovnim sredstvima	750	0,0%	0,0%
Umanjeno za: Otplate prethodnog duga	0	0	0,0%
Umanjeno za: Dividende	<u>700</u>	<u>700</u>	<u>0,0%</u>
Tokovi gotovine dostupni za otplatu duga	2.536	1.551	(38,8%)

---

From: Robert Howard <rhoward@shenandoah.com>  
To: Susan Gillman <sgillman@shenandoah.com>  
Date: January 26, 2004  
Subject: Smanjenja rashoda

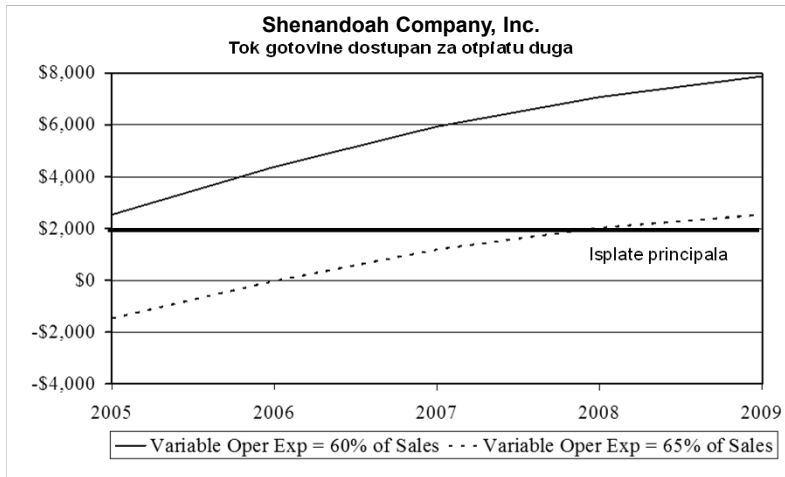
---

Još me jedna stvar brine prije nego što prezentujemo našu analizu i preporuke Upravnom odboru.

Šta ako program proširenja pogona za rezultat ne bude imao očekivano smanjenje različitih troškova sa 65% na 60% prodaje?

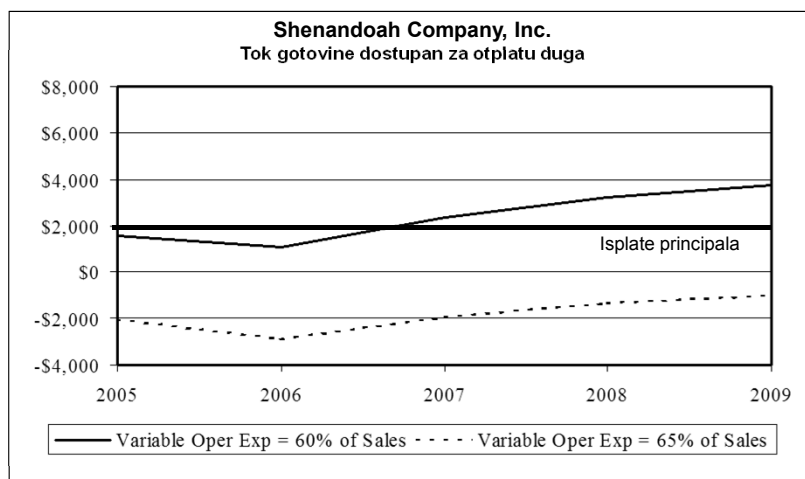
Hvala.

## Analiza osjetljivosti Najvjerovatniji scenario prodaje



23

## Analiza osjetljivosti Pesimistički scenario



24

## ***Ostale nedoumice***

---

- Da li je razumno pretpostaviti da će neto obrtni kapital iznositi 18% od prodaje čak i tokom recesije?
- Šta ako dođe do značajnog povišenja kamatnih stopa?
- Da li će troškovi osnovnih sredstava u iznosu od 750.000 \$ godišnje biti dovoljni za podmirenje potreba kompanije?
- Koliko su sigurne procjene ostalih operativnih troškova?
- Itd. itd. itd.

25

## ***Odluka***

---

Koliki dug može podnijeti Shenandoah Company?

Zavisi.

26

## ***Odluka***

---

Zavisi od . . .

- toga da li kompanija može ostvariti predviđenu prodaju: malo je prostora za pogrešku
- toga do kojeg je nivoa ostvarena očekivana proizvodna efikasnost
- stavova menadžmenta kompanije prema riziku, vlasnicima i kreditorima

27

## ***Koeficijent duga?***

---

Koeficijent duga kompanije Shenandoah Company i drugih kompanija iste proizvodne djelatnosti nije pominjan.

Dvije kompanije iz iste djelatnosti mogu imati identičan koeficijent duga, ali značajno manji generisani tok gotovine i sposobnost otplate kredita.

28

## ***Uslovi obezbjeđenja kapitala?***

---

Nije bilo pomena o raspoloživom pokriću ove kompanije.

Pokriće treba uzeti u obzir kao sekundarni, a ne primarni izvor otplate duga.

29

## ***I na kraju . . .***

---

30



***Na kraju . . .***

---

***Hvala!***

31

## Koliko dugoročno zaduženje može podnijeti zajmoprimac?

George W. Kester, Scott A. Hoover i Kipling M. Pirkle

---

Od svih karakteristika dugoročnog zaduživanja (kapacitet, uslovi, uslovi obezbijedenja plaćanja i karakter zaduženja), ovaj članak se fokusira na *kapacitet* tj. sposobnost zajmoprimca da otplati kredit. Autori ovog članka predstavljaju jedan analitički okvir zasnovan na tokovima gotovine koji služi za procjenu alternativa finansiranja i visine zaduženja koju zajmoprimac može da podnese. Nakon toga autori razmatraju efekte operativnog i finansijskog leveridža na prihode kompanije, njene tokove gotovine i sposobnost izmirenja obaveza, kao i na značaj analize osjetljivosti prilikom suočavanja sa rizikom.

Postoje dva glavna razloga zbog kojih bi kompanija uzimala finansijsku pozajmicu: 1) interni i eksterni izvori finansiranja su presušili; i 2) kompanija želi finansijsku polugu (leveridž) – efekat uvećavanja povrata za vlasnike kompanije mjereno prinosom po akciji i prinosom na vlastiti kapital. Bez obzira na to, postavlja se pitanje koliko kreditno zaduženje može podnijeti zajmoprimac? Odgovor je – zavisi.

Kapacitet zaduživanja ne treba utvrđivati isključivo putem industrijskih prosjeka ili raspoloživim pokrjećem. Kreditni kapacitet na kraju kraja zavisi od sposobnosti zajmoprimca da kredit otplati, što, opet, zavisi od njegove sposobnosti da pokrije otplatu kamata i glavnice iz tokova gotovine.

### **Metodologija: primjer**

Metodologija za procjenjivanje kreditnog kapaciteta neke kompanije može se ilustrovati putem relativno jednostavnog primjera. Pretpostavimo da je kompanija pod nazivom *Shenandoah Company Inc.* (u daljem tekstu SCI) prilično uspješno proizvodno preduzeće. Tokom prethodnih pet godina njena prodaja je rasla po godišnjoj složenoj stopi rasta od 8,1%, a njena neto stopa marže prinosa je sa 2,4% porasla na 3,5%. Rezultat ovog uspjeha je činjenica da kompanija trenutno posluje u skoro punom kapacitetu. Na nedavno održanom sastanku Upravni odbor kompanije je odobrio program proširenja glavnog pogona.

Ovaj program proširenja pogona, koji treba da se realizuje tokom 2004. godine, za rezultat će imati ukupne finansijske potrebe u visini od 10 miliona dolara do kraja tekuće godine. Kada se novo postrojenje pusti u pogon, kompanija očekuje pad različitih operativnih troškova sa 65% na 60% od prodaje, zahvaljujući povećanoj proizvodnoj efikasnosti – prevashodno putem smanjenja u izdacima po jedinici radne snage. Ostali operativni troškovi kompanije, koji obuhvataju osnovne operativne troškove koji ne variraju direktno u odnosu na prodaju, procijenjeni su na ukupni iznos od 41 miliona dolara u 2005, uz povećanje od 2,5 miliona u svakoj narednoj godini.

Kompanijom SCI se od samog njenog osnivanja upravljalo na konzervativan način. Mada kompanija povremeno koristi kreditnu liniju za finansiranje sezonskih varijacija u potraživanjima i zalihama, Upravni odbor kompanije je u prošlosti izbjegavao uzimanje dugoročnih kredita. Međutim, u svjetlu nedavnog razočaravajućeg položaja akcija kompanije, Upravni odbor razmatra uzimanje kredita na pet godina u svrhu proširenja pogona. Kredit će biti po kamatnoj stopi od 8% i godišnjom otplatom glavnice u visini od 2 miliona dolara. Zarad jednostavnosti, pretpostavimo da je kamatna stopa fiksna, budući da bi stvarna, promjenljiva kamatna stopa unijela dodatni element nesigurnosti.

Kao što je to prikazano na slici 1, prodaja u 2004. godini je predviđena u visini od 110 miliona. Kada se program proširenja okonča 2004. godine, menadžment očekuje porast prodaje od 12% u 2005, 10% u 2006, 8% u 2007 i 6% svake naredne godine. Očekuje se da stopa poreza na prihod bude 35%, a da neto obrtni kapital u prosjeku iznosi 18% od prodaje. Pored 10 miliona dolara potrebnih za program proširenja pogona u 2004, kompanija očekuje da troši 750.000 dolara godišnje u periodu od 2005-2009. godine na zamjenu i modernizaciju osnovnih sredstava. Trošak amortizacije, koji je obuhvaćen ostalim operativnim troškovima, procijenjen je na 1,5 miliona dolara u 2005, uz povećanje od 50.000 dolara u svakoj narednoj godini. Na kraju, kompanija očekuje da isplati 750.000 dolara u redovnim akcijama u 2005, uz povećanje od 50.000 dolara u svakoj nastupajućoj godini.

### **Analiza toka gotovine**

Kreditni kapacitet zajmoprimca i njegova sposobnost otplate duga zavise od tokova gotovine *kako u dobrim tako i u lošim vremenima*. Nesposobnost da se otplati kredit može da dovede do stečaja i likvidacije kompanije. Što su tokovi gotovine kompanije varljiviji i nesigurniji, postoji veća nesigurnost u pogledu njene sposobnosti da ispuni obaveze otplate kamate i glavnice, a samim tim kompanija može da podnese sve manje zaduženja.

Kredit koji smo uzeli za naš primjer ima kamatnu stopu od 8% i zahtijeva godišnju otplatu glavnice u visini od 2 miliona dolara. Kao što je to slučaj i sa ostalim zajmoprimcima, finansijski izvor izmirenja obaveza kompanije SCI nije njen dobitak nego ostatak gotovine nakon zadovoljavanja potreba ulaganja u sredstva kompanije – uključujući neto obrtni kapital i osnovna sredstva potrebna za podršku rasta prodaje – kao i *dividende*. Sposobnost izmirenja

finansijskih obaveza iz ovih tokova gotovine kako u dobrim tako i u lošim vremenima čini odrednicu kreditnog kapaciteta.

Veliki broj rentabilnih kompanije ne generiše pozitivne tokove gotovine. Ovo posebno vrijedi za kompanije koje rapidno rastu. Kod ovih kompanija, dodatni neto obrtni kapital i druga sredstva neophodna da se podrži prodaja često premašuju dobit, što za posljedicu ima sve veću potrebu za gotovinom dok istovremeno rast prodaje stagnira ili ostaje na istom nivou.

Slika 1	
Pretpostavke predviđanja za 2005-2009.	
Rast prodaje .....	Porast od 12% u 2005, 10% u 2006, 8% u 2007 i 6 % svake nastupajuće godine
Različiti operativni troškovi .....	60% od prodaje
Ostali operativni troškovi .....	41 mil. u 2005;povećanje od 2,5 mil. svake nastupajuće godine
Stopa poreza na prihod .....	35%
Troškovi amortizacije .....	1,5 mil. u 2005; otada povećanje od 50.000 \$ svake nastupajuće godine (uključeni u ostale operativne troškove)
Neto obrtni kapital .....	18% od prodaje
Dodatni troškovi osnovnih sredstava	750.000 godišnje
Prethodno planirana otplata duga ....	0 \$
Dividende .....	700.000 \$ u 2005; otada povećanje od 50.000 \$ svake nastupajuće godine

Slika 2 prikazuje analizu tokova gotovine kompanije. Nakon vraćanja amortizacije (negotovinskog rashoda) u neto dobitak i odbijanja dodataka neto obrtnom kapitalu i osnovnim sredstvima, izmirenja prethodnog zaduženja (koje u ovom slučaju ne postoji) i dividendi, kompanija će imati dovoljno velike tokove gotovine (koji su označeni kao „tokovi gotovine raspoloživi za otplatu duga“) da pokrije godišnju otplatu glavnice u visini od 2 miliona. Kamata je već odbijena od EBIT-a (slika 2). Na kumulativnoj osnovi, tokovi gotovine raspoloživi za otplatu duga u toku projektovanog petogodišnjeg perioda ukupno iznose 27,8 miliona, što znatno prevazilazi 10 miliona zaduženja. „Slobodni gotovinski tokovi“ kompanije preostali nakon odbijanja 2 miliona doalra godišnje otplate glavnice u svakoj godini su pozitivni, bilježeći porast sa 536.000 \$ u 2005. na 5.878.000 \$ u 2009.

Stoga, ako kompanija postigne rezultat zasnovan na pretpostavkama „najvjerovatnije stope prodaje“, onda ne bi trebalo biti problema sa otplatom glavnice i kamata prema uslovima kredita. Međutim, primarni *rizik* koji prati zaduživanje se odnosi na sposobnost zajmoprimca da obezbijedi otplatu kamata i glavnice u *lošim poslovnim periodima*. Na primjer, šta ako prodaja

bude ispod očekivane usljed ekonomskog opadanja, promjenâ u konkurentskom okruženju kompanije, ili drugih nepovoljnih okolnosti?

<b>Slika 2</b>					
<b>Analiza rizika</b>					
Tokovi gotovine raspoloživi za servisiranje duga					
Najvjerojatniji scenario prodaje (u hiljadama dolara)					
	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>
Prodaja	123.000	135.520	146.362	155.143	164.452
Promjenljivi operativni troškovi	73.920	81.312	87.817	93.086	98.671
Ostali operativni troškovi	<u>41.000</u>	<u>43.500</u>	<u>46.000</u>	<u>48.500</u>	<u>51.000</u>
EBIT	8.280	10.708	12.545	13.557	14.781
Troškovi kamata	<u>800</u>	<u>640</u>	<u>480</u>	<u>320</u>	<u>160</u>
Dobitak prije oporezivanja	7.480	10.068	12.065	13.237	14.621
Porez na prihod (35%)	<u>2.618</u>	<u>3.524</u>	<u>4.223</u>	<u>4.663</u>	<u>5.117</u>
Neto dobitak	4.862	6.554	7.842	8.604	9.503
Dodano: troškovi amortizacije*	1.500	1.550	1.600	4.650	1.700
Odbijeno: dodaci na neto obrtni kapital**	2.376	2.218	1.951	1.581	1.676
Odbijeno: dodaci na osnovna sredstva	750	750	750	750	750
Odbijeno: prethodno planirana otplata duga	0	0	0	0	0
Odbijeno: dividende	<u>700</u>	<u>750</u>	<u>800</u>	<u>850</u>	<u>900</u>
Tok gotovine raspoloživ za otplatu duga	2.536	4.337	5.941	7.074	7.878
Odbijeno: otplata glavnice (novi dug)	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>
Slobodni tokovi gotovine	536	2.377	3.941	5.074	5.878
* Uključeni u ostale operativne troškove					
** 18% promjena prodaje (prodaja u 2004. = 110 miliona \$)					

Slika 3 prikazuje analizu tokova gotovine kompanije uz pretpostavku da je prodaja svake godine za 10% niža od očekivane. Smanjenje predviđene prodaje drastično smanjuje predviđeni EBIT i neto dobitak kompanije. Relativno malo smanjenje predviđene prodaje za rezultat ima mnogo veće smanjenje procenta EBIT-a i neto dobitka. Godine 2005, EBIT je bio za 65,9% niži jer su ostali operativni troškovi i troškovi kamata bili predviđeni kao dolarski iznosi i na njih nije uticalo smanjenje predviđene prodaje od 10%. Mada je predviđeno da dolarski iznosi ostalih operativnih troškova rastu za 2,5 miliona dolara svake godine (svi troškovi variraju na duži rok, ako ni zbog čega drugog, onda zbog inflacije), oni ne variraju direktno u skladu sa prodajom i stoga na njih ne utiče smanjenje predviđene prodaje.

Pomenuta promjena stope prodaje za rezultat ima istu promjenu stope EBIT-a i neto dobitka jedino ako svi rashodi direktno variraju u skladu sa prodajom, što je u stvarnosti rijetko. Mnogi

rashodi su fiksni, barem na kraći rok. Što je veći dio fiksnih rashoda kompanije, veći je i efekat njihovog uvećavanja. Ako sve ostalo ostane nepromijenjeno, kompanije sa cikličnom prodajom i velikim fiksnim rashodima, poput visoko automatizovanih proizvođača dugotrajnih proizvoda, za čije poslovanje su potrebna velika ulaganja, mogu da prođu sa manjim kreditnim zaduženjem.

### Operativni i finansijski leveridž

Primjer kompanije SCI ilustruje dva tipa tj. dvije faze leveridža (poluge): operativni leveridž i finansijski leveridž. Operativni leveridž (prva faza) je efekat uvećanja promjene procenta EBIT-a usljed fiksnih operativnih troškova. U 2005. godini promjena procenta od 59,5% je skoro šest puta veća od promjene procenta prodaje. Finansijski leveridž (druga faza), koji počinje onda kada operativni leveridž prestane rasti, čini efekat uvećanja promjene procenta EBIT-a na promjenu procenta neto dobiti (kao i prinosa po akciji) zahvaljujući fiksnim finansijskim troškovima (kamata) koji su rezultat finansiranja iz duga. Godine 2005. promjena procenta neto dobiti od 65,9% je bila 1,1 puta veća od promjene procenta EBIT-a.

Slika 3

<b>Analiza rizika</b>					
Tokovi gotovine raspoloživi za servisiranje duga					
Pesimistički scenario prodaje (u hiljadama dolara)					
	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>
Prodaja	110.880	121.968	131.725	139.629	148.007
Promjenljivi operativni troškovi	66.528	73.181	79.035	83.777	88.804
Ostali operativni troškovi	<u>41.000</u>	<u>43.500</u>	<u>46.000</u>	<u>48.500</u>	<u>51.000</u>
EBIT	3.352	5.287	6.690	7.352	8.203
Troškovi kamata	<u>800</u>	<u>640</u>	<u>480</u>	<u>320</u>	<u>160</u>
Dobitak prije oporezivanja	2.552	4.647	6.210	7.032	8.043
Porez na prihod (35%)	<u>893</u>	<u>1.627</u>	<u>2.174</u>	<u>2.461</u>	<u>2.815</u>
Neto dobitak	1.659	3.021	4.037	4.571	5.228
Dodano: troškovi amortizacije*	1.500	1.550	1.600	1.650	1.700
Odbijeno: dodaci na neto obrtni kapital**	158	1.996	1.756	1.423	1.508
Odbijeno: dodaci na osnovna sredstva	750	750	750	750	750
Odbijeno: prethodno planirana otplata duga	0	0	0	0	0
Odbijeno: dividende	<u>700</u>	<u>750</u>	<u>800</u>	<u>850</u>	<u>900</u>
Tok gotovine raspoloživ za otplatu duga	1.550	1.075	2.330	3.198	3.770
Odbijeno: otplata glavnice (novi dug)	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>
Slobodni tokovi gotovine	-450	-925	330	1.198	1.770

\* Uključeni u ostale operativne troškove  
 \*\* 18% promjena prodaje (prodaja u 2004. = 110 miliona \$)

Mada su dodavanja na neto obrtni kapital manja pri nižim nivoima prodaje (posebno u 2005, kada je bilo predviđeno povećanje prodaje i neto obrtnog kapitala od samo 880.000 odnosno 158.000 \$), drastična smanjenja predviđenog EBIT-a i neto dobiti za rezultat su imala značajna smanjenja tokova gotovine raspoloživih za otplatu duga kompanije. Kako se to vidi na slici 3, raspoloživi tokovi gotovine za otplatu duga iznose 1,55 miliona i 1,075 miliona u 2005. odnosno 2006, što je značajno ispod neophodne godišnjeg iznosa otplate u visini od 2 miliona. Kumulativno gledano, raspoloživi tokovi gotovine za otplatu duga u toku petogodišnjeg projektovanog perioda ukupno iznose 1.923.000 miliona više od kredita od 10 miliona. Mada bi kompanija bila u stanju da izmiri obaveze otplate glavnice i kamata tokom ovog petogodišnjeg perioda, ostaje malo mogućnosti za izmirenje pomenutih obaveza u slučaju slabije prodaje ili drugih nepoželjnih promjena i, kao što je to ranije rečeno, kompanija će imati poteškoća da izmiri obaveze otplate glavnice iz tokova gotovine tokom 2005. i 2006. Ako dođe do značajne promjene koja će dovesti do 10% manje prodaje od predviđene, onda bi se ponovo morali razmotriti plan i rok izmirenja obaveza.

### **Ostale neizvjesnosti**

Nivo prodaje je samo jedna od neizvjesnosti sa kojima se kompanija SCI suočava. Na primjer, koliko su sigurna predviđanja promjenljivih operativnih troškova? Predviđanja kompanije SCI se baziraju na tome da se očekuje pad promjenljivih operativnih troškova sa 65% na 60% prodaje. Šta ako se ne postigne očekivano poboljšanje proizvodne efikasnosti? Da li je to očekivanje zasnovano na preciznim procjenama ili je samo puka želja?

Čak iako kompanija SCI postigne najvjerovatnije predviđanje prodaje, njen raspoloživi tok gotovine za otplatu duga neće biti dovoljan da bi se pokrile godišnje otplate glavnice od 2 miliona u 2005, 2006. i 2007. godini ako ostanu na nivou od 65% prodaje. Štaviše, raspoloživi tok gotovine za otplatu duga u 2005. i 2006. godini će biti negativan.

Ako prodaja bude 10% ispod očekivane (pesimistički scenario prodaje), a promjenljivi operativni troškovi ostanu na nivou od 65% prodaje, raspoloživi tok gotovine za otplatu duga biće negativan u svih pet godina projektovanog perioda.

Ovaj primjer ističe potrebu vršenja analize osjetljivosti početnih pretpostavki prilikom procjene kreditnog kapaciteta zajmoprimca i sposobnosti otplate duga. Često i male promjene u početnim pretpostavkama drastično utiču na rezultat, kao što je to u slučaju predviđene prodaje i promjenljivih operativnih troškova kompanije SCI.

Postoje i druge neizvjesnosti koje bi trebalo ispitati. Da li je razumno pretpostaviti da će neto obrtni kapital iznositi 18% prodaje – čak i u periodu recesije? Proizvođači često završe sa viškom zaliha i sporijom naplatom potraživanja u periodu recesije.

Druga neizvjesnost se tiče kamatne stope kreditnog zaduženja. Kao pretpostavku smo uzeli fiksnu stopu od 8%, ali bi u stvarnosti kamatna stopa često bila promjenljiva. Čak i ako

kompanija ostvari većinu pretpostavki svoje prognoze, značajnije povećanje kamatne stope moglo bi nepovoljno uticati na njenu sposobnost izmirenja finansijskih obaveza.

Ostale neizvjesnosti uključuju iznos ostalih operativnih troškova, dodatke na osnovna sredstva i moguće čak i stopu poreza na prihod kompanije u nastupajućim godinama. Sve pomenute neizvjesnosti treba pomno ispitati da bi se pravilno procijenio rizik sa kojim se suočavaju kompanija SCI i njen povjerilac.

Zahvaljujući kompjuterskim programima za tabelarne proračune (engl. *spreadsheet*, poput MS Excela, prim. prev.), analiza scenarija („šta-ako“ analiza) lako se može izvršiti.

U primjeru kompanije SCI, proračunali smo raspoloživi tok gotovine za otplatu duga nakon odbijanja dividendi. Mada menadžment kompanije može biti čvrsto uvjeren da dividende treba posmatrati kao fiksne obaveze prilikom procjene raspoloživog toka gotovine kapaciteta izmirenja obaveza, dividende na obične kao i na preferencijalne akcije su u stvarnosti diskrecionog karaktera. Nemogućnost isplate dividendi ne dovodi do stečaja i likvidacije. Stoga, povjerioci kompanije SCI mogu izvršiti procjenu njenih raspoloživih tokova gotovine za otplatu duga na način različit od onoga na koji tu procjenu vrši menadžment kompanije.

## **Odluka**

Pa koliko onda kreditno zaduženje može da priušti kompanija SCI? Zavisi. To svakako zavisi od toga da li će kompanija uspjeti da ostvari predviđenu prodaju. Malo je prostora za pogrešku. Uzevši u obzir operativni leveridž kompanije, čak iako prodaja bude samo 10% niža od predviđene, kompanija će imati poteškoća sa izmirenjem svojih finansijskih obaveza u 2005. i 2006. godini. Kolika je vjerovatnoća da će prodaja biti skoro 10% niža od predviđene? Kao što je to ranije pomenuto, ako postoji velika šansa da se to dogodi, onda se u skladu sa tim moraju razmotriti promjene roka i visine rata izmirenja obaveza.

Kreditni kapacitet kompanije SCI takođe zavisi od stepena do kojeg je ostvarena očekivana proizvodna efikasnost. Ako postoji velika šansa da promjenljivi operativni troškovi neće pasti na 60% prodaje, onda vlasnički kapital ili kombinacija dugoročnog zaduženja i vlasničkog kapitala mogu predstavljati bolju alternativu za finansiranje, posebno u slučaju da prodaja takođe bude ispod predviđene. Finansiranje iz vlastitog kapitala takođe može predstavljati bolju opciju u situacijama u kojima bi menadžment želio da očuva neiskorišćeni kapacitet zaduživanja, tako da se brzo može doći do finansijskih sredstava kojima bi se finansirale nepredviđene potrebe i poslovne prilike. Naravno, dodatni eksterni kapital nije održiva finansijska alternativa za mnoga mala i srednja preduzeća. U takvim slučajevima, odluke da se posegne za kreditnim zaduženjem mogu, najblaže rečeno, predstavljati izazov.



Na kraju, iznos kredita kojeg kompanija SCI može da podnese zavisi od stavova koji prema riziku imaju vlasnici, povjerioci i menadžment, kompanije. Jedan određeni nivo rizika po prirodi postoji i kod komercijalnih kredita. Međutim, ono što je za jednog zajmoprimca prihvatljiv stepen rizika može biti neprihvatljivo za drugog. Neki zajmoprimci znaju biti prilično konzervativni u svom nastojanju da minimiziraju korišćenje kreditnog zaduženja. Drugi, opet, mogu biti izuzetno agresivni po pitanju upotrebe ove vrste finansiranja. S druge strane, ono što je za jednog povjerioca prihvatljiv stepen rizika može biti neprihvatljivo za drugog. Neki povjerioci su oprezniji od drugih. U nekim drugim situacijama, ono što je za jednog zajmoprimca prihvatljiv stepen rizika može biti neprihvatljivo za njegovog povjerioca.

Ovde nije bilo riječi o koeficijentu dugoročnih obaveza i vlastitog kapitala<sup>1</sup> kompanije SCI i drugih kompanija iste proizvodne djelatnosti. Ovaj koeficijent treba uzeti u obzir sa oprezom; dvije kompanije iz iste industrijske grane mogu imati identičan koeficijent dugoročnih obaveza i vlastitog kapitala, ali značajno različite tokove gotovine i sposobnost izmirenja obaveza usljed razlika u stopi rasta, strukture rashoda, rentabilnosti i obrta sredstava.

## **Zaključak**

Odgovarajuća procjena kapaciteta zaduživanja i izmirenja obaveza zajmoprimca zahtijeva predviđanje prihoda i tokova gotovine kompanije kako u povoljnim tako i u nepovoljnim periodima poslovanja. Metodologija opisana i ilustrovana ovim člankom pruža okvir za procjenu ovakvih predviđanja i rizika koji prati dugoročno zaduživanje. Razumijevanje različitih izvora rizika može voditi ka ispravnijem stukturisanju, finansiranju i određivanju visine dugoročnog zaduženja.

---

<sup>1</sup> engl. debt-to-equity ratio