

CURS 3

ANALIZA SITUAȚIILOR FINANCIARE

3.1 ANALIZA SITUAȚIILOR FINANCIARE

Un obiectiv important al contabilității este comunicarea managementului firmei a informațiilor importante pentru fundamentarea deciziilor folosind diferite rapoarte sau documente de sinteză ca bilanțul contabil sau contul de rezultate. Informațiile derivate din situațiile financiare pot fi utilizate pentru a compara □ntre ele companii similare. Dar este aproape imposibil compararea situațiilor financiare prntru două companii care sunt foarte diferite ca mărime sau dacă cele două sunt localizate □n țări diferite și, ca atare, datele lor sunt denomizate □n monede diferite.

STAR SA

BILANȚ CONTABIL			CONTUL DE REZULTATE	
Decembrie 31, 2008 și 2009			2009	mii RON
<i>Elemente de calcul</i>	2008	2009	<i>Elemente de calcul</i>	SOLD
ACTIVE			VÂNZĂRI	3100
<i>Active curente:</i>			Costul bunurilor vândute	2130
• Cash	91	101	Amortizare	310
• Creanțe	138	149	EBIT	660
• Stocuri	246	287	Dobândă	120
<i>Total active curente</i>	478	537	Profit brut (EBT)	540
<i>Active fixe</i>			Impozit (i=16%)	86,4
• Imobilizări nete	1871	1921	Profit net:	453,6
TOTAL ACTIVE	2346	2458	<i>Dividende</i>	<i>313,6</i>
PASIVE			<i>Profit reținut</i>	<i>140</i>
<i>Pasive curente</i>				
• Furnizori	312	344		
• Datorii pe termen scurt	318	468		
<i>Total pasive curente</i>	638	812		
<i>Împrumuturi pe termen lung</i>	1038	958		
<i>Capital propriu</i>				
• Capital social	480	480		
• Profit reținut	120	140		
• Rezerve	30	30		
• Provizioane reglementate	40	38		
<i>Total capital proriu</i>	670	688		
TOTAL PASIVE	2346	2458		

Fig. 3.1 Bilanțul contabil și contul de rezultate ale companiei STAR SA (format normal)

Pentru a evita o astfel de problemă bilanțul contabil și contul de rezultate pot fi transformate prin exprimarea fiecărui element constitutiv ca un procent din activele totale sau ca procent din vânzările totale (în cazul contului de rezultate). Se poate constata că schimbările totale trebuie să fie zero, deoarece începutul și sfârșitul trebuie să fie 100%. În acest format, situațiile financiare sunt ușor de citit și comparat.

În figura 3.1 este prezentat în format normal bilanțul contabil și contul de profit și pierdere ale companiei STAR S.A. După efectuarea transformărilor necesare, cele două documente de sinteză contabilă sunt prezentate în figura 3.2.

STAR SA				CONTUL DE REZULTATE	
BILANȚ CONTABIL				2009	
Decembrie 31, 2008 și 2009					
<i>Elemente de calcul</i>	2008	2009	Variație	<i>Elemente de calcul</i>	SOLD
ACTIVE				VÂNZĂRI	100%
<i>Active curente:</i>				Costul bunurilor vândute	68%
• Cash	3,8%	4,1%	+0,3%	Amortizare	10%
• Creanțe	5,6%	6%	+0,46%	EBIT	21,3%
• Stocuri	10,5%	11,7%	+1,2%	Dobândă	3,4%
<i>Total active curente</i>	20,2%	21,8%	+1,6%	Profit brut (EBT)	17,4%
<i>Active fixe</i>				Impozit (i=16%)	2,3%
• Imobilizări nete	80%	78,2%	-1,8%	Profit net:	14,6%
TOTAL ACTIVE	100%	100%	0%	Dividende	10,1%
				Profit reținut	4,5%
PASIVE					
<i>Pasive curente</i>					
• Furnizori	13,3%	14%	+0,7%		
• Datorii pe termen scurt	13,6%	19%	+5,4%		
<i>Total pasive curente</i>	27,2%	33%	+5,8%		
<i>Împrumuturi pe termen lung</i>	44,3%	39%	-5,3%		
<i>Capital propriu</i>					
• Capital social	20,5%	19,5%	-1%		
• Profit reținut	5,1%	5,7%	+0,6%		
• Rezerve	1,2%	1,2%	0%		
• Provizioane reglementate	1,7%	1,5%	-0,2%		
<i>Total capital proriu</i>	28,56%	28%	-0,56%		
TOTAL PASIVE	100%	100%	0%		

Fig. 3.2 Bilanțul contabil și contul de rezultate ale companiei STAR SA (format procentual)

În formatul procentual, situațiile financiare sunt relativ ușor de citit și comparat. De exemplu, se poate observa în figura 3.2 că activele curente au crescut cu 1,6%, iar împrumuturile pe termen lung au scăzut cu 5,3%. În ceea ce privește situația veniturilor, ponderea costurilor cu bunurile vândute în total vânzări este de 68%, adică, 0,68 RON generează 1 RON vânzări. Această informație este importantă pentru a compara eficiența utilizării fondurilor de către firmele concurente. În felul acesta firma poate avea o informație cheie și utilă pentru exercitarea controlului asupra costurilor.

3.1.1 Analiza ratelor financiare

O altă modalitate prin care pot fi evitate problemele legate de compararea companiilor de mărimi diferite este calcularea și compararea **ratelor financiare**. Aceste rate permit compararea și investigarea relațiilor dintre diferite informații financiare.

În practică, există o problemă cu ratele financiare, deoarece ele pot fi definite în moduri diferite, iar aplicarea lor poate conduce la confuzii. Prin urmare, când sunt utilizate ratele ca instrumente pentru analiză trebuie realizată o bună documentare a modului în care acestea sunt definite, ce se dorește a se măsura, unitatea de măsură și cum s-ar putea îmbunătăți aceste măsurători.

Ratele financiare sunt grupate în următoarele categorii: (1) ratele de lichiditate sau solvabilitate pe termen scurt, (2) ratele de solvabilitate pe termen lung, (3) ratele de rotație sau managementul activelor, (4) ratele de profitabilitate și (5) ratele valorii de piață.

3.1.1.1 RATELE DE SOLVABILITATE PE TERMEN SCURT SAU DE LICHIDITATE

Ratele de solvabilitate pe termen scurt oferă informații despre lichiditatea firmei. Preocuparea majoră a managementului firmei constă în determinarea capacității acesteia de a se achita de obligațiile pe termen scurt care devin scadente. În consecință, aceste rate se focalizează asupra activelor și pasivelor curente.

a) **Rata de lichiditate curentă (R_{LC})** se calculează cu ajutorul formulei 3.1

$$R_{LC} = \text{Active curente} / \text{Pasive curente} \quad (3.1)$$

Pentru compania STAR SA rata de lichiditate curentă se determină folosind datele din figura 3.1 și se obține $R_{LC} = 537/812 = 0,66$ ori.

Deoarece activele și pasivele curente sunt, în principiu, convertibile în numerar în maxim 12 luni, rata curentă este o măsură a lichidității pe termen scurt. Unitatea de măsură este RON sau de câte ori activele curente sunt mai mari sau pot acoperi pasivele curente.

Pentru un creditor, în particular unul care creditează pe termen scurt, cum este un furnizor al firmei, cu cât rata curentă este mai mare cu atât este mai bine. Pentru firmă, o rată curentă mare indică lichiditate crescută, dar, în același timp, poate semnala o utilizare ineficientă a numeralului și a altor active curente. O rată de lichiditate curentă subunitară ($R_{LC} < 1$) înseamnă că activele curente minus pasivele curente sau capitalul de lucru net este negativ. Această situație pentru majoritatea afacerilor reflectă o stare financiară pe termen scurt nefavorabilă pentru firmă.

Rata curentă este afectată de diferite tipuri de tranzacții. De exemplu, să presupunem că firma obține un împrumut pe termen lung. Efectul pe termen scurt va fi o creștere a cash-ului și implicit a activelor curente. Pasivele curente nu vor fi afectate, iar rata curentă va crește.

Problemă: Să presupunem că o firmă plătește o parte din furnizorii și creditorii săi pe termen scurt. Ce se întâmplă cu rata de lichiditate curentă? Să presupunem că firma cumpără materii prime (le achită efectiv) pe care le stochează. Ce se întâmplă în acest caz cu rata curentă? Ce se întâmplă dacă firma vinde ceva din mărfurile achiziționate?

Rezolvare: (1) Să presupunem că firma are ACR (active curente) = 6 și PCR (pasive curente) = 3, adică $R_{LC} = 6/3 = 2$, dacă folosește 1 RON din ACR pentru a reduce PCR cu 1 RON

se obține $R_{LC} = 5/2 = 2,5$, adică va crește. Invers, dacă $ACR=3$ și $PCR=6$, atunci $R_{LC}=3/6=0,5$, dar dacă se folosește IRON din ACR se obține $R_{LC} = 2/5=0,4$, adică va fi mai mică. (2) Nu se întâmplă nimic, deoarece cash-ul scade și stocurile cresc, iar ACR nu se modifică. (3) Vânzarea de mărfuri generează o creștere a R_{LC} , deoarece mărfurile stocate sunt evaluate la nivelul costurilor, iar vânzarea lor va fi evaluată la o valoare mai mare (prețul > cost = Markup), datorită adaosului comercial stocurile scad (la nivelul costurilor) și creanțele (sau numerarul) cresc cu o rată mai mare deoarece încorporează pe lângă costuri și adaosul comercial (markup-ul). Adică, acestea cresc cu o valoare mai mare decât scad stocurile de mărfuri. Astfel, activele curente cresc, la fel și rata de lichiditate curentă va crește. Trebuie reținut faptul că o rată curentă (R_{LC}) redusă nu întotdeauna este un semn rău pentru o companie cu o capacitate de a se împrumuta mare.

b) Rata de lichiditate rapidă - R_{LR} (testul acid). Stocurile sunt adesea activele curente cel mai puțin lichide. În plus, valoarea contabilă a stocurilor este o măsură a valorii de piață care nu ține cont de calitatea acestora. Anumite stocuri pot ulterior să se degradeze, unele unități din stoc să fie pierdute (furate) sau distruse, relația de calcul este 3.2:

$$R_{LR} = [\text{Active curente} - \text{Stocuri}] / \text{Pasive curente} \quad (3.2)$$

Se observă că utilizarea cash-ului pentru achiziția stocurilor nu afectează rata curentă, dar poate reduce rata rapidă de lichiditate. Stocurile sunt mai puțin lichide în comparație cu numerarul. Pentru firma STAR SA se obține rezultatul următor: $R_{LR} = [537 - 287] / 812 = 0,3$ ori. Rata rapidă surprinde mai bine capacitatea de plată a firmei STAR SA decât rata curentă, deoarece stocurile reprezintă mai mult de jumătate din activele curente.

c) Rata de lichiditate imediată sau rata cash-ului - R_{Lcash} este importantă pentru a evalua capacitatea firmei de a face față obligațiilor scadente în intervale de timp foarte scurte și este definită de relația 3.3:

$$R_{Lcash} = \text{Numerar (cash)} / \text{Pasive curente} \quad (3.3)$$

Pentru firma STAR SA se obține o rată de $R_{Lcash} = 101/812 = 0,12$ ori.

3.1.1.2 Ratele de solvabilitate pe termen lung (managementul datoriei)

Măsura în care o firmă utilizează creditul pentru finanțare (levierul financiar – „financial leverage”) are implicații importante asupra performanței. Creditorii analizează valoarea capitalului propriu pentru a-și face o idee despre riscul creditării. Prin achiziționarea fondurilor pe bază de credit, proprietarii mențin controlul asupra firmei. În plus, dacă firma folosind fondurile obținute prin credite câștigă mai mult decât suma care trebuie plătită ca dobândă, aceasta va crește averea proprietarilor. De exemplu, dacă activele folosite de firmă au o rată de rentabilitate de 12%, iar datoria angajată are o rată a dobânzii de numai 9%. Atunci 3% reprezintă creșterea averii proprietarilor. În cazul în care, rata de rentabilitate a activelor scade la 6%, diferența dintre aceasta și rata dobânzii de plată trebuie acoperită din capitalul propriu. Astfel, levierul financiar are un efect favorabil în primul caz și unul nefavorabil în a doua situație. Prin urmare, ratele de structură exprimă intensitatea cu care au fost utilizate capitalurile companiei.

Firmele care au un levier financiar redus au un risc mai mic în situații de recesiune economică, dar în aceeași măsură, generează profituri mai mici în perioade de boom economic. Dimpotrivă firmele cu un levier financiar ridicat (pondere mare a creditului în pasivele totale) sunt în pericol de a suferi pierderi substanțiale, dar au, în același timp, posibilitatea de a realiza

profituri la fel de mari. Prin urmare, utilizarea levierului financiar necesită stabilirea unui echilibru între gradul de risc și profiturile așteptate de creditori. Levierul financiar se exprimă ca raport între datorii și capitaluri proprii.

Ratele de solvabilitate pe termen lung se referă la capacitatea pe termen lung a firmei de a face față obligațiilor sale. Există trei rate de solvabilitate folosite în mod obișnuit și câteva variații.

a) Rata îndatorării – R_{nd} ține cont de toate datoriile firmei, indiferent de scadența lor sau de creditorii care le-au generat. Datoria include pasivele curente și toate celelalte obligații ale firmei. Creditorii preferă rate mici ale îndatorării, deoarece în acest caz expunerea lor este redusă. Proprietarii au un comportament invers, ei preferă un levier financiar ridicat, fie pentru a finanța creșterea economică sau din dorința de a nu pierde controlul asupra companiei, dacă ar emite acțiuni noi. Media industriei este de 70%. Rata îndatorării se poate defini în mai multe moduri, dintre acestea modul cel mai ușor de cuantificat este prezentat de formula 3.4:

$$R_{\text{nd}} = [\text{Active totale} - \text{Capital propriu}] / \text{Active totale} \quad (3.4)$$

În cazul firmei STAR SA $R_{\text{nd}} = [2458 - 688] / 2458 = 0,72$ ori. Adică, firma utilizează 72% capital atras sau împrumutat. STAR SA are 0,72 RON pentru fiecare 1 RON din activul total și corespunde 0,72 RON datorii. Plecând de la aceste constatări, în practică, este util să fie utilizate două variante de calcul a ratei de îndatorare:

Rata acoperirii datoriei prin capitalul propriu (R_{DCP}) = Datotii totale / Capital propriu total

Multiplicatorul capitalului propriu (M_{CP}) = Active totale / Capital propriu total

De fapt multiplicatorul capitalului propriu este unu plus rata acoperirii datoriei prin capitalul propriu: $M_{\text{CP}} = 1 + R_{\text{DCP}}$.

Pentru firma STAR SA se obțin următoarele rezultate $R_{\text{DCP}} = 1770/688 = 2,57$ ori și $M_{\text{CP}} = 1 + 2,57 = 3,57$ ori.

b) Rata de acoperire a dobânzii - R_{DOB} se determină prin divizarea profiturilor firmei înainte de plata dobânzilor și impozitelor (EBIT) la valoarea cheltuielilor cu dobânda. Acest raport definește măsura în care veniturile pot să scadă fără ca această reducere să genereze probleme financiare pentru firmă, ca urmare a incapacității de a-și onora dobânzile anuale. Deoarece, impozitul pe venit se calculează după deducerea cheltuielilor cu dobânzile, capacitatea de a plăti dobânda nu este influențată de impozit. Media industriei este de 2,4 ori. Relația de calcul este 3.5:

$$R_{\text{DOB}} = \text{EBIT} / \text{Dobândă} \quad (3.5)$$

Firma STAR SA are o rată de acoperire a dobânzii $R_{\text{DOB}} = 660/120 = 5,5$ ori.

c) Rata de acoperire a dobânzii prin cash – R_{Dcash} . O problemă specifică ratei de acoperire a dobânzii constă în faptul că aceasta se bazează pe EBIT, care nu este o măsură corectă a cash-ului disponibil pentru plata dobânzii. Cauza este aceea că amortizarea, o cheltuială non-monetară, a fost dedusă din profitul impozabil. Deoarece plata dobânzii generează un flux monetar de ieșire din firmă (către creditori), o modalitate de definiție a ratei de acoperire prin cash a dobânzii este dată de relația 3.6:

$$R_{Dcash} = [EBIT + Amortizare] / Dobândă \quad (3.6)$$

În practică, EBIT plus amortizarea este o mărime abreviată **EBITD** (Earnings before, interest, taxes, and depreciation). Această mărime reflectă capacitatea firmei de a genera cash din exploatare și este în mod frecvent folosită ca o măsură a cash-flow-ului disponibil (CFD) pentru a face față obligațiilor financiare. Firma STAR SA are o rată de acoperire a dobânzii prin cash $R_{Dcash} = [660 + 310]/120 = 8,08$ ori.

3.1.1.3 Ratele de rotație sau managementul activelor

Ratele folosite în managementul activelor măsoară gradul de eficacitate cu care firma utilizează activele de care dispune. Toate aceste rate se bazează pe comparația între cifra de afaceri și diferite poziții ale activelor bilanțiere. Această analiză se fundamentează pe faptul că există un „echilibru” rațional între cifra de afaceri și anumite poziții bilanțiere ca stocurile, activele fixe, efectele comerciale de primit etc.

a) **Rotația stocurilor – Rstoc** poate fi calculată în felul următor (3.7):

$$Rstoc = Costul bunurilor vândute / Stocuri \quad (3.7)$$

În cazul firmei STAR SA rotația stocurilor este $Rstoc = 2130/287 = 7,42$ ori într-un an. Cu cât rotația stocului este mai rapidă cu atât compania utilizează mai eficient stocurile.

Rotația stocurilor se poate exprima și prin numărul de zile în care se realizează o rotație completă, știind că într-un an există 365 zile. Rezultatul se poate exprima prin relația următoare:

$$Rstoc\ zile = [365\ zile] / Rstoc$$

Pentru STAR SA rotația stocurilor exprimată în zile este următoarea: $Rstoc\ zile = 365/7,42 = 49$ zile. Acest rezultat înseamnă că în 49 de zile, în medie, stocul este valorificat.

În industria auto, semnificația rotației stocurilor este dată de fondurile imobilizate. De exemplu, în 2005, General Motors a înregistrat o rotație a stocurilor de 123 zile, dar rotația normală în acest sector era de 60 zile. În 2006, GM a înregistrat o rotație a stocurilor de 73 zile. Cele 13 zile în plus față de norma din industrie înseamnă o imobilizare de fonduri de 5 miliarde de dolari mai mult decât era normal.

b) **Rotația creanțelor – Rcr** indică cât de rapid o companie își vinde produsele. Ciclul economic de producție se încheie însă după încasarea facturilor. Prin urmare, este important ca firma să urmărească acest fenomen și să calculeze cu atenție *perioada medie de încasare a creanțelor* folosind relația 3.8:

$$Rcr = Vânzări / Creanțe \quad (3.8)$$

Firma STAR SA înregistrează o rotație a creanțelor $Rcr = 3100/149 = 20,8$ ori. Acest rezultat înseamnă că firma colectează creanțele sale de 12,3 ori într-un an.

Rotația creanțelor oferă informații mai importante dacă este exprimată prin numărul de zile în care creanțele sunt colectate. Relația de calcul a *perioadei medii de încasare a creanțelor* este 3.9:

$$PRcr = [365\ zile] / Rotația\ creanțelor \quad (3.9)$$

În cazul firmei STAR SA, perioada medie de încasare a creanțelor $PR_{cr} = 365/20,8 = 17,6$ zile.

Problemă: Să presupunem că toate vânzările firmei STAR SA sunt pe credit. În cât timp, în medie, firma își plătește furnizorii (debitele)? Pentru a răspunde la această întrebare trebuie calculată rata rotației debitelor furnizori folosind costul bunurilor vândute. Admitem că STAR SA face toate achizițiile de la furnizori pe credit. Costul bunurilor vândute este 2.130 mii RON și facturile furnizori de 344 mii RON. Rotația este raportul $2.130/344 = 6,2$ ori. Astfel, perioada în care firma își onorează datoriile față de furnizori săi este $365/6,2 = 59$ zile. În medie STAR SA își plătește furnizorii în 59 de zile și încasează creanțele de la clienți în 17,6 zile. În felul acesta firma înregistrează un avantaj important în utilizarea fondurilor.

b) **Rotația activelor totale** – R_{AT} se determină folosind relația 3.10:

$$R_{AT} = \text{Vânzări} / \text{Active totale} \quad (3.10)$$

În cazul firmei STAR SA rotația activelor totale este $R_{AT} = 3.100/2.458 = 1,26$ ori. Înseamnă că firma și rotește activele de 1,26 ori într-un an. Adică, fiecare RON imobilizat în active generează 0,64 RON vânzări.

3.1.1.4 Ratele de profitabilitate

Ratele prezentate în această secțiune sunt probabil cele mai cunoscute și utilizate în practică. Aceste rate caută să reflecte cât mai fidel eficiența cu care firma își utilizează activele și gestionează oportunitățile sale. Acest grup de rate se bazează pe profitul net (the bottom line) sau venitul net după plata impozitului.

a) **Rata profitului** – R_p se determină folosind formula 3.11:

$$R_p = \text{Profitul net} / \text{Vânzări} \quad (3.11)$$

Rata profitului pentru firma STAR SA este $R_p = 453,6/3.100 = 14,6\%$. Aceasta înseamnă că, în sens general, firma generează 14,6 bani profit pentru fiecare RON vânzări.

O reducere a prețului de vânzare, în principiu, va determina o creștere a volumului vânzărilor, dar va reduce marja de câștig unitar. Cu toate acestea, profitul total poate să crească sau să scadă, iar o marjă unitară de câștig nu este în mod necesar un lucru rău. Ratele profitului pot să fie diferite de la o industrie la alta. În cazul vânzărilor cu amănuntul există o rată a profitului de 4%. În schimb, rata profitului în industria farmaceutică este de 20%. De exemplu, Pfizer a înregistrat în 2007 o rată a profitului de 15,6%.

b) **Rentabilitatea activelor totale** sau **ROA** (Return on assets) este o măsură a profitului pentru fiecare RON investit în active. ROA caracterizează eficiența ansamblului de capitaluri angajate (proprie și împrumutate). Această rată se poate calcula folosind relația 3.12:

$$ROA = \text{Profit net} / \text{Active totale} \quad (3.12)$$

STAR SA are o rentabilitate a activelor totale de $ROA = 453,6/2458 = 18,5\%$.

c) **Rata rentabilității financiare – ROE** (Return on equity) este o măsură a modului în care acționarii sunt mulțumiți de investițiile făcute în firmă. ROE, în sens contabil, este o măsură de bază a performanței (the bottom line) și se determină folosind relația 3.13:

$$\text{ROE} = \text{Profit net} / \text{Capital propriu} \quad (3.13)$$

STAR SA are o rată a rentabilității financiare $\text{ROE} = 453,6/688 = 66\%$. Prin urmare, pentru fiecare RON imobilizat în capitalul propriu, firma generează 66 bani ca profit. Acest profit este corect numai din punct de vedere contabil.

Se observă că ROE depășește ROA, în cazul firmei STAR SA, aceasta înseamnă că firma utilizează pârghia financiară.

3.1.1.5 Ratele valorii de piață

Ultimul grup de măsurători se bazează, în parte, pe informațiile care nu sunt în mod necesar reflectate de situațiile financiare. De exemplu, cotația bancară a acționarilor firmei. Evident, aceste determinări se pot realiza numai pentru companiile publice care sunt cotate la bursă. Aceste rate reflectă influența coroborată a ratelor financiare de risc și de rentabilitate.

a) **Multiplicatorul capitalizării bursiere – PER** (Price earnings ratio) este raportul dintre cursul bursier al unei acțiuni și profitul net pe acțiune (EPS). EPS este expresia directă a profitabilității companiei. PER evidențiază puterea de capitalizare a investiției în achiziționarea acțiunii ca urmare a oportunităților de creștere sustenabilă (prin profitul net reinvestit). Formula de calcul este următoarea:

$$\text{PER} = \text{Cursul bursier al acțiunii} / \text{Profitul net pe acțiune}$$
$$\text{EPS} = \text{Profitul net} / \text{Număr de acțiuni}$$

În cazul firmei STAR SA să presupună că firma are 20.000 de acțiuni emise și vândute la un curs de 25 RON/acțiune la finalul anului. Cu aceste date se poate calcula profitul net pe acțiune $\text{EPS} = [453,6 \text{ mii RON}] / 20000 = 22,68 \text{ RON}$. Multiplicatorul capitalizării bursiere $\text{PER} = [25 \text{ RON/acțiune}] / [22,68 \text{ RON/acțiune}] = 1,1 \text{ ori}$. Acest rezultat înseamnă că acțiunile firmei STAR SA au fost vândute pentru 1,1 ori. Rezultatele firmei au multiplicat de 1,1 ori raportul profit/preț.

Deoarece raportul profit/preț măsoară cât de mult investitorii sunt dispuși să plătească pentru un RON câștig în mod curent, un raport mai mare înseamnă că firma are perspective semnificative de creștere în viitor.

b) **Raportul valoare de piață față de valoarea contabilă – MBR** se determină prin divizarea capitalizării bancare (număr de acțiuni x cursul bursier al zilei) la activul net contabil (activ total – datorii totale).

$$\text{MBR} = \text{Capitalizarea bursieră} / \text{Activul net contabil}$$

Dacă $\text{MBR} > 1$, înseamnă o apreciere a investiției din piața de capital față de valoarea companiei, se obține o valoare superioară față de cea înregistrată în contabilitate. Acest rezultat se bazează pe evaluarea favorabilă a companiei în piața de capital a unor elemente intangibile ca notorietate, reputație, calitatea managementului, vadul comercial etc. care nu sunt reflectate concret în contabilitate. Diferența favorabilă este numită *fond comercial favorabil* (goodwill) -

FC și se determină astfel $FC = \text{Capitalizare bursieră} - \text{Activul net contabil}$. Dacă $MBR < 1$, înseamnă că fondul comercial este nefavorabil. STAR SA are o rată $MBR = [25 \times 20.000] / [(2.458 - 1.770) \times 1.000] = 500.000 / 688.000 = 0,73$ ori. Se observă că $MBR < 1$, deci firma STAR SA are un fond comercial nefavorabil.

În final, o recapitulare a ratelor financiare cel mai des utilizate în practică se prezintă în continuare:

1. Ratele de solvabilitate pe termen scurt sau de lichiditate:
 - $Rata\ curentă = \text{Active curente} / \text{Pasive curente}$
 - $Rata\ rapidă\ (testul\ acid) = [\text{Active curente} - \text{Stocuri}] / \text{Pasive curente}$
 - $Rata\ imediată\ (cash) = \text{Cash} / \text{Pasive curente}$
2. Ratele de solvabilitate pe termen lung sau pârghia financiară:
 - $Rata\ \text{îndatorării}\ totale = [\text{Active totale} - \text{Capital propriu}] / \text{Active totale}$
 - $Rata\ acoperirii\ datoriei\ prin\ capital\ propriu = \text{Datorii totale} / \text{Capital propriu}$
 - $\text{Multiplicatorul}\ capitalului\ propriu = \text{Active totale} / \text{Capital propriu}$
 - $Rata\ de\ acoperire\ a\ dobânzii = \text{EBIT} / \text{Dobândă}$
 - $Rata\ de\ acoperire\ a\ dobânzii\ prin\ cash = [\text{EBIT} + \text{Amortizare}] / \text{Dobândă}$
3. Ratele de rotație sau utilizare a activului:
 - $Rotația\ stocurilor = \text{Costul\ bunurilor\ vândute} / \text{Stocuri}$
 - $Rotația\ stocurilor\ ca\ durată\ (zile) = [365\ zile] / Rotația\ stocurilor$
 - $Rotația\ creanțelor = \text{Vânzări} / \text{Creanțe}$
 - $Rotația\ creanțelor\ ca\ durată\ (zile) = [365\ zile] / Rotația\ creanțelor$
 - $Rotația\ activului\ total = \text{Vânzări} / \text{Active totale}$
 - $\text{Intensitatea\ utilizării}\ capitalului = \text{Active totale} / \text{Vânzări}$
4. Ratele de profitabilitate:
 - $Rata\ profitului = \text{Profit net} / \text{Vânzări}$
 - $Rata\ de\ rentabilitate\ economică\ (ROA) = \text{Profit net} / \text{Active totale}$
 - $Rata\ de\ rentabilitate\ financiară\ (ROE) = \text{Profit net} / \text{Capital propriu}$
 - $ROE = [\text{Profit net} / \text{Vânzări}] \times [\text{Vânzări} / \text{Active totale}] \times [\text{Active totale} / \text{Capital propriu}]$
5. Ratele valorii de piață:
 - $\text{Multiplicatorul}\ capitalizării\ bursiere\ (PER) = [\text{Cursul}\ bursier\ al\ acțiunii}] / [\text{Profitul net pe acțiune}]$
 - $\text{Profitul net pe acțiune}\ (EPS) = \text{Profit net} / \text{Numărul de acțiuni}$
 - $\text{Raportul}\ valoare\ de\ piață\ față\ de\ valoarea\ contabilă = \text{Capitalizarea bursieră} / \text{Activul net contabil}$

3.1.2 Factorii de creștere cantitativă și calitativă ai rentabilității companiei – Sistemul Du Pont

Diferența dintre ROE și ROA reflectă efectul pârghiei financiare asupra rentabilității companiei. În continuare se va analiza relația dintre aceste măsurători de profitabilitate prin investigarea factorilor de creștere a rentabilității companiei. Adică, descompunerea ratei de rentabilitate financiară în părțile sale componente. Se pleacă de la definiția ROE și se va exprima ca produsul dintre două rate. Adică, $ROE = \text{Profit net} / \text{capital propriu}$. Această relație

se va modifica structural prin multiplicarea cu rata „active/active” fără a schimba valoarea ratei de rentabilitate financiară și se va obține următorul rezultat:

$$ROE = \frac{\text{Profit net}}{\text{Capital propriu}} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Capitaluri proprii}} \times \frac{\text{Active totale}}{\text{Active totale}} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Active totale}} \times \frac{\text{Active totale}}{\text{Capital propriu}} = ROA \times \frac{\text{Active totale}}{\text{Capital propriu}}$$

Rata „Active totale/capital propriu” este multiplicatorul capitalului propriu (MCP) și exprimă ponderea autonomiei companiei prin capitalurile sale proprii în total capitaluri atrase (proprii și împrumutate). Aceasta este o rată de structură a capitalurilor. Ratele de structură ale capitalurilor sunt rate de risc (al îndatorării). Prin urmare, multiplicatorul capitalului propriu se poate determina astfel:

$$MCP = \frac{\text{Active totale}}{\text{capitaluri proprii}} = \frac{\text{Datorii} + \text{Capital propriu}}{\text{capital propriu}} = 1 + \frac{\text{Datorii totale}}{\text{Capital propriu}} = 1 + R_{DCP}$$

În final, se obține următoarea relație **ROE = ROA x MCP**.

Firma STAR SA are $R_{DCP} = 2,57$ ori, multiplicatorul capitalului propriu $MCP = 3,57$ ori și $ROA = 18,5\%$. Prin urmare, $ROE = ROA \times MCP = 18,5\% \times 3,57 = 66\%$. Se observă că diferența dintre ROE și ROA este substanțială.

În continuare rata de rentabilitate financiară se va descompune prin multiplicarea ROE cu raportul unitar „Vânzări/ Vânzări” și se obține:

$$ROE = \frac{\text{Vânzări}}{\text{Vânzări}} \times \frac{\text{Profit net}}{\text{Active totale}} \times \frac{\text{Active totale}}{\text{Capital propriu}} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Vânzări}} \times \frac{\text{Vânzări}}{\text{Active totale}} \times \frac{\text{Active totale}}{\text{capital propriu}} \\ = \text{Rata profitului} \times \text{Rotația activului} \times \text{Multipliatorul capitalului propriu}$$

Se observă că ROA se poate descompune în două componente: rata profitului și rotația activului. Ultima expresie a ROE este numită „sistemul Du Pont”, deoarece aceste rezultate au fost făcute publice de compania americană Du Pont Corporation.

Rezultatele se pot verifica folosind datele specifice companiei STAR SA unde rata profitului a fost 14,6%, rotația activelor totale 1,26 ori, iar multiplicatorul capitalului propriu 3,57. Folosind aceste date se poate calcula $ROE = 14,6\% \times 1,26 \times 3,57 = 66\%$. Acest rezultat coincide cu valoarea determinată direct când a fost calculată această rată.

Din cele prezentate rezultă că ROE este afectat de influența a trei factori importanți: (1) eficiența operațională măsurată prin rata profitului, (2) eficiența utilizării activelor determinată prin rotația activelor totale și (3) pârghia financiară exprimată prin multiplicatorul capitalului propriu al companiei. Deficiențe în zona operațională sau în utilizarea eficientă a activelor va diminua ROA, iar această evoluție se va traduce prin reducerea ROE.

Din analiza ROE s-ar putea trage concluzia că această rată se poate îmbunătăți prin creșterea gradului de îndatorare al companiei. Totuși, o creștere a îndatorării va determina o creștere a cheltuielilor cu dobânda și, implicit, va determina o reducere a ratei profitului care va conduce la reducerea ratei ROE. Descompunerea ROE reprezintă o abordare convenabilă de a analiza în mod sistematic a situației financiare a companiei.

În continuare analiza Du Pont a situației financiare pe care o companie o are se poate extinde prin investigarea mai în detaliu a factorilor determinanți. O posibilă extindere a analizei Du Pont este prezentată în figura 3.3. Sub forma unui graf deschis. Extinderea analizei Du Pont este aplicată companiei STASR SA prin folosirea datelor din bilanțul contabil și contul de

rezultate prezentate în figura 3.1. Avantajul acestei analize constă în examinarea simultană a mai multor rate. Se obține o imagine de ansamblu a performanțelor companiei ce permite identificarea unor probleme posibile care necesită atenție și trebuie soluționate.

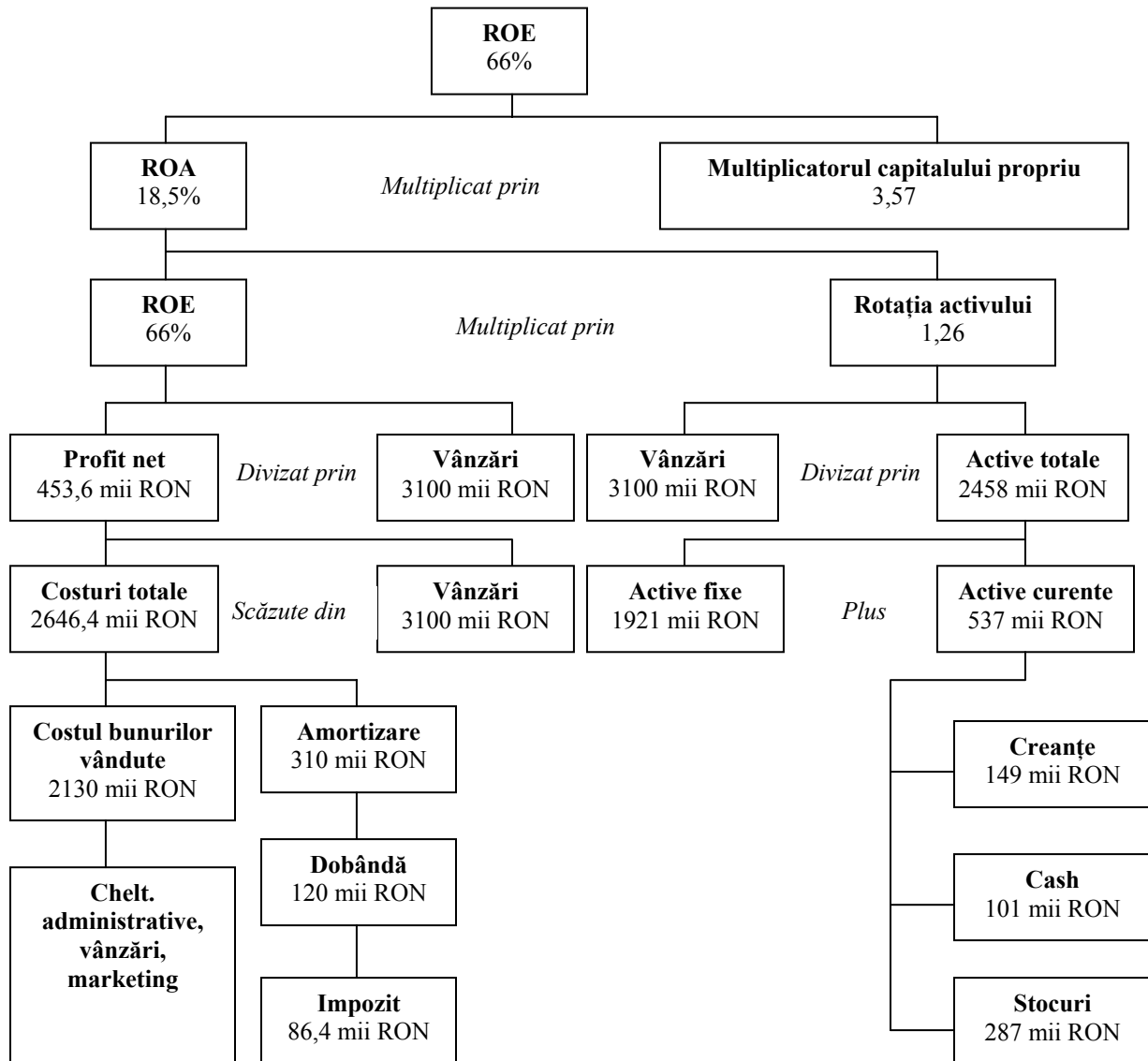


Fig. 3.3 Sistemul Du Pont aplicat pentru compania STAR SA

Partea stângă a grafului Du Pont din figura 3.3 prezintă elementele legate de profitabilitatea companiei. Rata profitului se calculează prin divizarea profitului net la vânzări. În schimb, profitul net depinde de vânzări și de o varietate de costuri. STAR SA poate crește ROE prin creșterea vânzărilor și, de asemenea, prin reducerea costurilor.

Partea dreaptă a grafului Du Pont redă o analiză a factorilor cheie ce influențează rotația activului total. Astfel, o reducere a stocurilor deținute de companie printr-un management mai eficient a activelor curente poate conduce la o îmbunătățire a rotației activului total.