

Kako da analiziramo profitabilnost?

Autor: mr Draženko Lukač

Uvod

DuPont sistem analize profitabilnosti nam omogućava da pomoću finansijskih izveštaja preduzeća identifikujemo pokretače prinosa na vlasnički kapital (*Return on Equity – ROE*). Ovo se postiže razdvajanjem ROE na tri komponente: stopu neto dobitka, racio obrta ukupne imovine i stopu prinosa na ukupnu imovinu (*Return on assets – ROA*). U slučaju i da je samo jedna od ove tri komponente identifikovana kao područje slabosti menadžment mora da preduzme odgovarajuće korake u pravcu poboljšanja.

DuPont sistem ROE

Mi krećemo od ROE. Seciranjem ovog racia mi možemo dobiti više informacija nego kada ga posmatramo kao jedan odnos dve veličine iz finansijskih izveštaja. ROE računamo prema sledećoj formuli:

$$ROE = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$$

Mi možemo razdvojiti brojilac od imenioca. Jednostavna matematička operacija skraćivanje razlomaka nam dozvoljava da zamenimo znakove pitanja na oba mesta sa istim brojem.

$$ROE = \frac{\text{Neto dobitak}}{?} \times \frac{?}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$$

Mi ćemo zameniti znak pitanja sa prosečnom ukupnom imovinom. Kada to učinimo imamo dva racia. Prvi je ROA i drugi je ekviti multiplikator (stepen zaduženosti). Kada pomnožimo ROA sa ekviti multiplikatorom dobijamo originalni ROE koji smo prethodno dobili direktno. Zašto je potrebno obračunati ROE pomoću dužeg obračuna, umesto direktno? Odgovor je, zato što dobijamo više informacija ako posmatramo dve komponente ovog racia. Mi možemo onda da odredimo zbog čega ROE nije dovoljno visok, ili obrnuto zašto je visok:

$$ROE = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna ukupna imovina}} \times \frac{\text{Prosečna ukupna imovina}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$$

ROA pokazuje stopu profitabilnosti investicija u imovinu. Pretpostavimo da dva preduzeća iz iste privredne grane imaju isti novčani iznos godišnje dobiti. Mi ćemo se složiti da u tom slučaju preduzeće koje koristi manje imovine ima bolje dobitne performanse.

Drugi racio je ekviti multiplikator i on pokazuje kako upotreba duga može da podigne (lever up) ROE. Što preduzeće ima više duga veći će biti i njegov ekviti multiplikator. Ekviti multiplikator je u savršenoj korelaciji sa raciom zaduženosti, koji se meri kao odnos duga i imovine. Kada je ekviti multiplikator 1 imovina preduzeća je u celosti finansirana sopstvenim kapitalom. Kako se leveridž povećava i ekviti multiplikator se povećava. Na primer, sa raciom zaduženosti od 50% imamo ekviti multiplikator 2. Kako se dug povećava uvećava se i ekviti multiplikator što može voditi u povećanje ROE.

Ako preduzeće sa ROA od 10% poveća upotrebu duga i to prouzrokuje povećanje ekviti multiplikatora sa 2 na 3, doći će do povećanja ROE sa 20% na 30%. Moguće je i obrnuto kada preduzeće gubi novac ekviti multiplikator povlači na dole (levers down) ROE. Preduzeće da bi izbeglo da ima negativan efekat leveridža mora da ostvaruje veći prinos na imovinu od cene duga (kamate) pozajmljenog kapitala koji koristi.

Razdvajanjem ROE na dva racia mi možemo da vidimo u kojoj meri je ostvareni ROE posledica profitabilnosti imovine a u kojoj meri je rezultat upotrebe leveridža (duga).

DuPont sistem ROA

DuPont sistem nam omogućava da dalje seciramo racio brojeve. Sada startujemo sa ROA. Ovaj pokazatelj smo prethodno obračunali na sledeći način:

$$ROA = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna ukupna imovina}}$$

Kao i prethodno mi razdvajamo brojilac i imenilac:

$$ROA = \frac{\text{Neto dobitak}}{?} \times \frac{?}{\text{Prosečna ukupna imovina}}$$

Nakon toga mi menjamo znak pitanja sa prihodima od prodaje. Ova zamena rezultira sa dva nova racia: stopom neto dobitka (profit margine) i koeficijentom obrta imovine (asset turnover):

$$ROA = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna ukupna imovina}}$$

Da bi preduzeće ostvarilo profit mora da čini dve stvar. Prvo, da ostvaruje prihode prodajom svojih proizvoda i usluga. I drugo, da kontroliše svoje troškove kako bi oni bili manji od prihoda. Prethodnim razdvajanjem ROA mi možemo analizirati ova dva zahteva.

Stopa neto dobitka pokazuje koliko novčanih jedinica profita ostvaruje preduzeće na 100 novčanih jedinica prihoda. Kada su prihodi stabilni, ili se povećavaju, stopa neto dobitka je uslovljena sposobnošću preduzeća da kontroliše troškove. U tom slučaju opadanje stope neto dobitka signalizira probleme sa kontrolom troškova. Naravno da je moguće povećanje stope neto dobitka povećanjem cena, što svakako treba uzeti u obzir prilikom analize stope neto dobitka.

Koeficijent obrta imovine pokazuje efikasnost preduzeća u korišćenju imovina za generisanje prihoda. Preciznije on pokazuje koliko novčanih jedinica prihoda preduzeće ostvaruje na svaku novčanu jedinicu angažovanu za pribavljanje imovine. Niži koeficijent implicira nedovoljne prihode ili suvišak kapaciteta, dok veći koeficijent sugerise da se imovina u generisanju prihoda koristi na zadovoljavajući način. Kada je koeficijent obrta isuviše mali ili opada preduzeće treba da se fokusira na traženju rešenja za povećanjem prihoda.

Primetimo da ovaj sistem ne daje odgovore na sva pitanja oko profitabilnosti, ali identifikuje da li su problem prihodi ili rashodi, što nam omogućava da postavimo korektna pitanja.

Iz ovog razdvajanja mi možemo da vidimo da li je uzrok niskih vrednosti ROA ili ROE prouzrokovan neadekvatnom kontrolom troškova ili neadekvatnom prodajom (naravno da uzroci mogu biti na obe strane).

U observaciji prethodnih nalaza poslužićemo se sledećim primerom prikazanim u tabeli 1:

Tabela 1

	Stopa neto dobitka	Koeficijent obrta imovine	ROA
Preduzeće A	6%	2	12%
Preduzeće B	2%	6	12%
Privredna grana	4%	4	16%

Kao što se može videti iz prethodne tabele, i preduzeće A i preduzeće B su profitabilni, ali je njihova profitabilnost ispod proseka privredne grane u kojoj posluju. Za poboljšanje njihove profitabilnosti mi bi preporučili dve različite strategije. Preduzeće A ima bolju kontrolu troškova od proseka za privrednu granu tako da tu verovatno ima malo prostora za poboljšanje. Međutim, preduzeće A ima lošiji koeficijent obrta imovine od proseka za privrednu granu tako da bi trebalo da poveća svoje marketing aktivnosti kako bi povećalo prihode.

Preduzeće B takođe ima ROA ispod proseka. Njegov problem nije povezan sa prihodima jer je njegov koeficijent obrta imovine iznad proseka. Preduzeće B ima znatan prostor za poboljšanje kontrole troškova. Alternativno ako privredna grana nije isuviše konkurentna stopa neto dobitka bi se mogla povećati sa povećanjem cena.

Ukupni DuPont sistem

U nastavku je prikazan potpuni DuPont sistem. ROE je proizvod stope neto dobitka, koeficijenta obrta imovine i ekviti multiplikatora. Iz ovog vidimo da ROE zavisi od kontrole troškova, sposobnosti imovine da generiše prihode i leveridža:

$$ROE = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna ukupna imovina}} \times \frac{\text{Prosečna ukupna imovina}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$$

(kontrola troškova) **(koeficijent obrta imovine)** **(leveridž)**

Sledeća tabela rasvetljava upotrebu DuPont sistema:

Tabela 2

Preduzeće/pokazatelj	A	B	C	Privredna grana
Stopa neto dobitka	4,5%	6,0%	3,0%	5,0%
Koeficijent obrta imovine	1,8	1,5	3,0	2,0
ROA	8,0%	9,0%	9,0%	10,0%

Šta možemo reći o profitabilnosti ova tri preduzeća? Preduzeće A je ispod proseka i u kontroli troškova i po sposobnosti da generiše prihode. Jasno je da preduzeće B bolje kontroliše troškove od ostalih. Međutim, preduzeće B ima niži koeficijent obrta imovine. Njegov fokus bi trebao da bude na povećanju prihoda. Preduzeće C ima veliki obrt imovine, ali nisku stopu neto dobitka. Njegov fokus bi trebao da bude na kontroli troškova.

U nastavku ćemo analizirati ROA i ekviti multiplikator. Mi nalazimo sledeće:

Tabela 3

	A	B	C	Privredna grana
ROA	8,0%	9,0%	9,0%	10,0%
Ekviti multiplikator	4	2	1,33	2
ROE	32,0%	18,0%	12,0%	20,0%

Šta se dešava sa rangom analiziranih preduzeća prema profitabilnosti? Preduzeće A dolazi na prvo mesto zbog njegove velike upotrebe duga. Preduzeće C je veoma konzervativno po pitanju izvora finansiranja, tako da je *kažnjeno*. Koje je preduzeće najbolje? Ako koristimo perspektivu upotrebe duga ne postoji jedan odgovor – imamo trade-off između rizika i prinosa. Šta bi se desilo sa preduzećem C ako bi ono koristilo prosečan iznos duga za privrednu granu u kojoj posluje? To bi povećalo njen ROE na 18,0%.

Napomena: Ovaj tekst je pripremljen i adaptiran prema: How to analyse profitability: DuPont system, EBITDA and earnings quality, American Institute of CPAs – AICPA, i Chartered Institute of Management Accountants – CIMA.