

# INSOLVENTA VS. EXCELENTA

## TOP 5 GRESELI ALE FIRMELOR INSOLVENTE SI SECRETE DE SUCCES ALE COMPANIILOR CU RISC SCAZUT «EXCELLENT SME»

PUBLICATIE ECONOMICA COFACE ROMANIA

de Iancu Guda (Senior Economist)



**Excellent**  
**Small & Medium Enterprises**  
 CAMERA DE COMERT SI INDUSTRIE A MUNICIPIULUI BUCURESTI  
 in parteneriat cu Coface Romania



**P**rezentul studiu analizeaza calitatea veniturilor si randamentul investitiilor prin comparatia in oglinda a companiilor cu risc scazut si a celor care au intrat in insolventa, cu scopul de a observa practicile de afaceri care reduc sau amplifica riscul de insolventa.

Prin companiile cu risc scazut intelegem companiile mici si mijlocii incadrate de catre Coface in clasa de risc scazut, care au obtinut Certificatul Excellent SME. Incepand din anul 2013, Camera de Comert si Industrie a Municipiului Bucuresti impreuna cu Coface au demarat programul de acordare a certificatelor web „Excellent SME Romania” celor mai performante companii din segmentul IMM, obiectivele acestui program fiind: cresterea transparentei pe piata a companiilor certificate, cresterea gradului de siguranta a relatiilor comerciale si promovarea bunelor practici in afaceri. La doi ani de la momentul lansarii acestui proiect, un numar de

141 de IMM-uri au obtinut certificatul „Excellent SME”, acestea beneficiind de vizibilitate si credibilitate sporita, de promovare a imaginii companiei prin intermediul CCIB si Coface Romania, precum si de premisele de a contracta capital sau afaceri noi in conditii favorabile.

Prin companiile cu risc crescut intelegem cele 7.389 de companii care au intrat in insolventa in primele noua luni ale anului curent, dintre care 4.249 au depus declaratiile financiare inainte de momentul deschiderii procedurii de insolventa. Acest esantion este reprezentativ, deoarece procentul de acoperire numerica este de 58% in timp ce ponderea valorica este de aproape 85%.

Analiza detaliata a informatiilor financiare extinse pentru cele doua categorii de companii ne permite sa observam prin comparatie cinci elemente esentiale privind calitatea veniturilor si managementul investitiilor.

## 1 CAPITALUL DE LUCRU

Capitalul de lucru este pozitiv atunci cand valoarea tuturor activelor circulante depaseste nivelul datoriilor pe termen scurt, situatie in care lichiditatea curenta (raportul intre activele circulante si datoriile pe termen scurt) este supraunitara. Astfel, vanzarea tuturor stocurilor si incasarea tuturor creantelor, alaturi de trezoreria disponibila, ar fi suficiente pentru a acoperi nivelul datoriilor pe termen scurt. Totusi, incertitudinea vanzarii stocurilor, valoarea acestora la pret de discount, precum si neincasarea la timp a tuturor creantelor reprezinta riscuri care alimenteaza presiuni semnificative asupra lichiditatii companiilor.

In mod normal, daca toate activele circulante s-ar transforma in lichiditate (creantele s-ar incasa si stocurile s-ar vinde in termenul preconizat, fara probleme ulterioare la incasare), companiile care inregistreaza un capital de lucru pozitiv (echivalent cu o lichiditate curenta supraunitara) ar putea sa-si onoreze toate datoriile pe termen scurt la scadenta.

Exista doua probleme referitoare la acest scenariu „normal”:

(i) buna intentie a firmelor debitoare (aspect care nu este dezbatut in prezentul studiu);  
(ii) viteza de transformare a activelor circulante in lichiditate (cu alte cuvinte, viteza de transformare a productiei si vanzarilor in incasari), care poate fi mai lenta decat viteza de transformare a cheltuielilor in plati (durata medie de timp in care facturile ajung la scadenta).

O nepotrivire intre cele doua maturitati echivaleaza cu un management defectuos al fluxului de numerar, aspect observat cu precadere la firmele insolvente, din cele doua cauze mentionate anterior. Aceasta imagine este usor de observat daca legam situatia companiilor care au inregistrat un capital de lucru pozitiv (rata curenta supraunitara) cu distributia companiilor

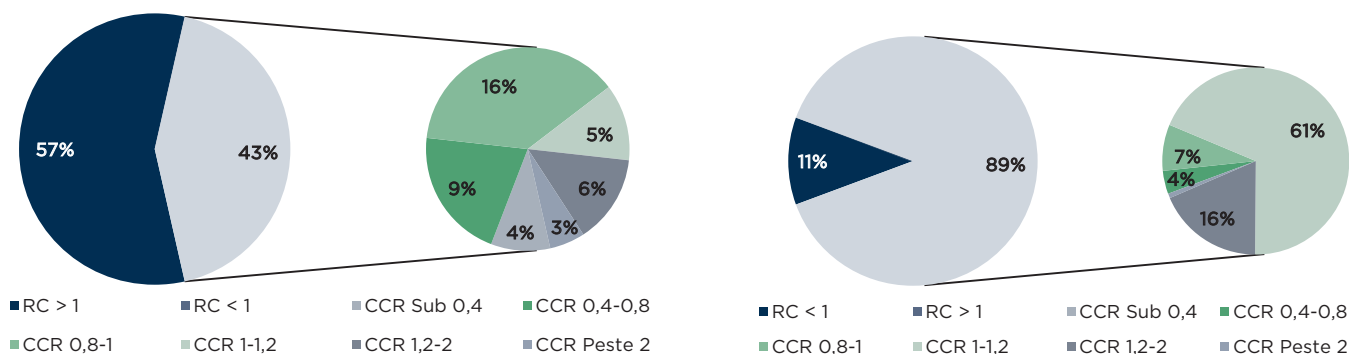
in functie de valorile indicatorului CCR, explicat pe scurt in cele ce urmeaza.

**Cash Coverage Ratio (CCR<sup>1</sup>)** =  $DCC^2 / DCE^3 = \{[CA - \Delta(\text{Creante}) + \Delta(\text{V. Avans})] / 360\} / \{(\text{Ch. Exploatare} + \text{Ch. Financiare} - \text{Amortizare}) / 360\}$ . Acest indicator exprima masura in care media veniturilor incasate zilnic acopera media cheltuielilor platibile zilnic. Astfel, indicatorul anuleaza perioada de timp in care veniturile se materializeaza in incasari si cheltuielile in plati si este o estimare a fluxului de incasari si plati. Cu cat valorile subunitare sunt mai mici, cu atat firma analizata este mai expusa riscului de presiune asupra lichiditatilor, in masura in care cheltuielile se materializeaza in plati mai rapid decat veniturile in incasari (cu alte cuvinte presiunea furnizorilor asupra companiei subiect este mai mare decat presiunea clientilor). In situatia unor valori subunitare, compania sau sectorul analizat prezinta o nevoie de finantare a capitalului de lucru in crestere.

Un procent de 43% dintre companiile care au intrat in insolventa inregistrau un capital de lucru pozitiv, dar 29% dintre acestea (aproximativ doua treimi) inregistrau o viteza de transformare a veniturilor in incasari mai lenta decat conversia cheltuielilor in plati (CCR subunitar). Creantele se colecteaza in medie la 182 de zile, in timp ce furnizorii sunt platiti la 242 de zile.

Dintre companiile care au obtinut certificatul „Excellent SME”, 89% inregistreaza un capital de lucru pozitiv (capacitate de autofinantare ridicata) si doar 10% dintre acestea inregistreaza o situatie de lichiditate modesta (restul raportand o situatie de lichiditate foarte buna). Creantele se incaseaza la 67 de zile, in timp ce furnizorii sunt platiti in medie la 85 de zile.

**Graficul 1:** Corelatia intre Rata Curenta (RC) si CCR



Sursa: MFP, Date prelucrate Coface

(1) CCR = Cash Coverage Ratio, respectiv rata de acoperire a cheltuielilor ajunse la maturitate prin venituri incasate

(2) DCC = Daily Cash Collection, respectiv estimarea mediei de incasari zilnice inregistrate in fluxul de trezorerie pe parcursul anului

(3) DCE = Daily Cash Expenditure, respectiv estimarea mediei zilnice de cheltuieli inregistrate in contul de profit si pierdere pe parcursul anului analizat

## 2

## CALITATEA VENITURILOR

Analiza acestui indicator este necesara pentru a intelege performanta companiei si sustenabilitatea acesteia. Este evident faptul ca normele de analiza financiara recomanda ca performanta companiei, asa cum este masurata prin diverse formule de profitabilitate, sa fie superioara mediei sectoriale. Totusi, in acelasi timp, cateva aspecte raman esentiale:

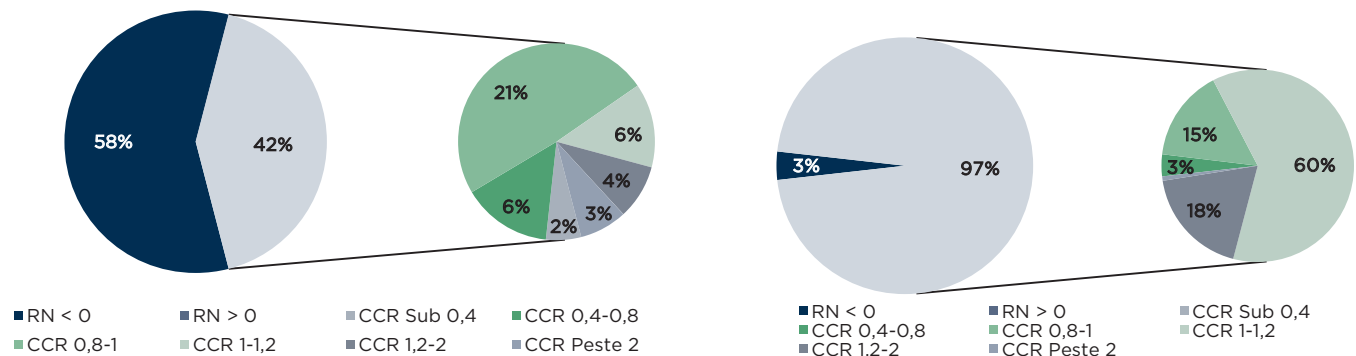
- **Calitate:** capacitatea companiei de a genera profit este importanta, dar calitatea rezultatului ramane esentiala. Rezultatul net de o calitate superioara se remarca prin doua caracteristici: persistenta (volatilitate scazuta in timp) si sustenabilitate (proportie semnificativa pentru partea de numerar);
- **Revenirea la medie:** cu cat un sector este mai profitabil, cu atat va atrage mai multe investitii si competitori noi, nivelul profiturilor revenind gradual catre media inregistrata pe termen lung. Mai mult decat atat, cu cat calitatea veniturilor si rezultatelor inregistrate la nivel sectorial este mai

slaba (profituri care nu sunt foarte persistente sau sustentabile), cu atat viteza de revenire catre media sectoriala este mai mare.

Un procent de 42% dintre insolvente au inregistrat un rezultat net pozitiv. Dintre acestea, 29% (puncte procentuale, deci peste doua treimi) au inregistrat un indicator CCR subunitar (care indica o viitoare problema cu privire la situatia de lichiditate). Acest lucru inseamna ca rezultatul contabil pozitiv (profiturile companiilor) nu s-au materializat intr-o situatie favorabila de lichiditate pentru doua treimi dintre companii, cauza principala fiind managementul precar al fluxului de numerar.

Dintre companiile care au obtinut certificatul „Excellent SME”, 97% au inregistrat un rezultat net pozitiv pe parcursul anului 2014, in timp ce peste 80% dintre acestea au inregistrat simultan o situatie de lichiditate foarte buna (CCR supraunitar, cuplat cu o acoperire a datoriilor pe termen scurt prin numerar de peste 20%).

Graficul 2: Corelatia intre Rezultatul Net (RN) si CCR



Sursa: MFP, Date prelucrate Coface

## 3

## RANDAMENTUL OPERATIONAL

Randamentul operational (venituri exploatare minus cheltuieli exploatare) reprezinta eficienta activitatii operationale a companiilor si trebuie sa acopere de cel putin cinci ori nivelul dobanzilor, pentru a putea afirma ca nivelul de povara financiara este moderat.

- Aproximativ 45% dintre companiile insolvente inregistreaza un rezultat operational pozitiv, dar nivelul absolut al acestora nu a fost suficient de mare pentru a asigura un grad confortabil de

acoperire a dobanzilor foarte mari la creditele contractate (pe fondul unei supraindatorari, gradul mediu de indatorare a ajuns in anul 2013 la aproape 127%);

- Aproximativ 97% dintre IMM-urile „Excellent SME” inregistreaza un rezultat operational pozitiv, iar acesta acopera de peste 10 ori nivelul cheltuielilor cu dobanzile.

Tabelul 1: Marginea operationala si costul dobanzilor

Rezultat exploatare	Companiile Insolvente			IMM-urile Excellent SME		
	Pondere	EBIT%	EBIT / Dobanzi	Pondere	EBIT%	EBIT / Dobanzi
Cifra afaceri (MIL RON)	2,54	2,82	2,68	2,48	2,31	2,37
Rezultat net	-7,5%	-5,2%	-7,6%	-9,7%	-10,8%	-3,9%
Grad Indatorare	144%	131%	134%	92%	81%	75%
CA / Datorii	62%	73%	71%	95%	105%	121%
Active Fixe / Active	37%	37%	46%	46%	52%	55%
DSO (colectarea creantelor)	188	162	128	132	131	92
DIH (rotatia stocurilor)	56	55	54	49	48	43

Sursa: MFP, Date prelucrate Coface

## 4

## EFICIENȚA INVESTIȚIILOR

Prin investitii ne referim la orientarea capitalurilor pentru achizitia de noi active fixe corporale (echipamente, utilaje, terenuri, constructii), iar eficienta acestora depinde de:

- Cresterea veniturilor, extinderea capacitatii de productie
- Cresterea profiturilor, prin re tehnologizarea liniilor de productie sau logistica
- Randamentul operational generat trebuie sa fie calitativ (volatilitate scazuta si regasita intr-o proportie mare in numerar) si sa acopere costul mediu ponderat al capitalului.

Atunci cand investitiile genereaza venituri si/ sau profituri in scadere, dinamica este nesustenabila, si poate explicata prin:

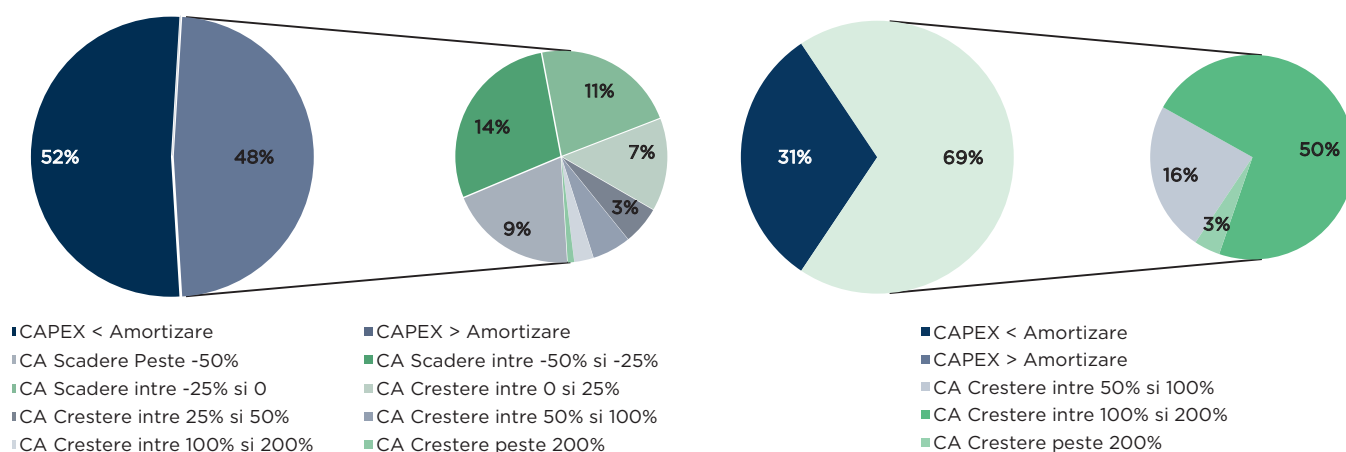
- fie managementul companiilor a estimat gresit cererea din piata si a ajuns sa investeasca in extinderi de capacitati care au rezultat intr-un potential de productie neutilizat;

- fie investitiile realizate nu au avut sinergii sau o legatura directa cu activitatea deja desfasurata, dar diversificarea nefericita a afacerilor a fost realizata pe aceeasi companie, iar rezultatul slab a avut impact si asupra activitatii de baza a companiei subiect (lipsa diversificarii portofoliului de produse/servicii prin alocarea acestora pe companii diferite).

Dintre companiile insolvente, 48% au realizat investitii nete pozitive (CAPEX > amortizare) inainte de momentul intrarii in insolventa, dar aproape doua treimi dintre acestea au raportat venituri si profituri in scadere / pierderi suplimentare.

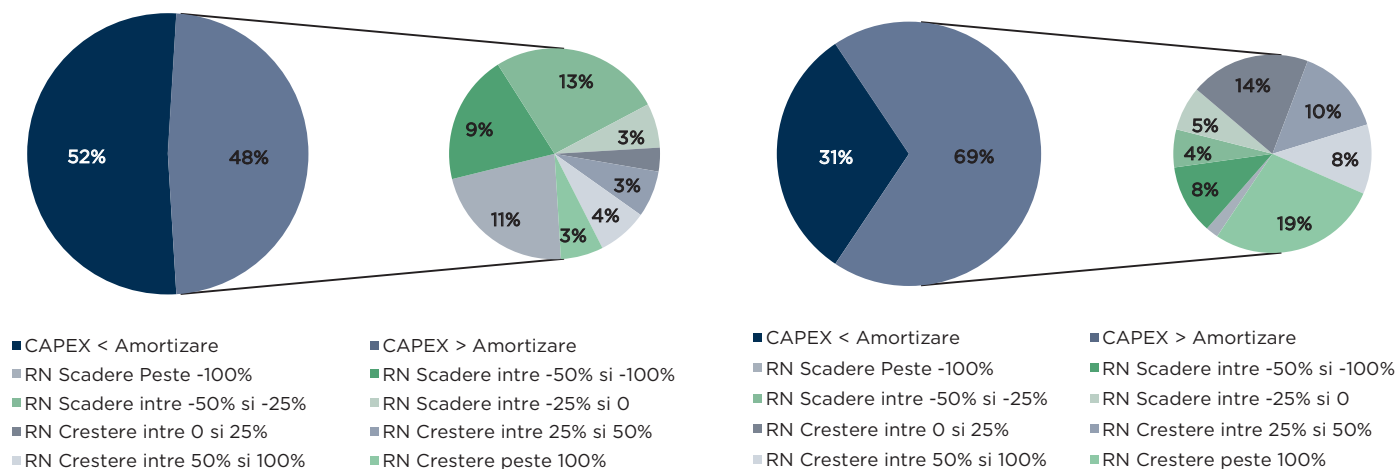
Un procent de 69% din companiile care au obtinut certificatul „Excellent SME” au realizat investitii nete pozitive (CAPEX > amortizare), si toate au raportat venituri in crestere, in timp ce peste 70% dintre acestea au raportat profituri operationale suplimentare.

Graficul 3: Corelatia vanzarilor cu CAPEX: Amortizare



Sursa: MFP, Date prelucrate Coface

Graficul 4: Corelatia rezultatului net cu CAPEX: Amortizare



Sursa: MFP, Date prelucrate Coface

## 5 RANDAMENTUL INVESTITIILOR VS. COSTUL DE FINANTARE

In mod evident, orice investitie eficienta trebuie sa genereze un randament mai mare decat costul capitalurilor (purtoare de dobanda sau costuri de oportunitate) atrase pentru a finanta aceste investitii. Mai exact, pentru a sustine perspectivele unei dezvoltari sustenabile pe termen lung, orice companie cu o situatie financiara solida trebuie sa respecte principiul inegalitatii randamentelor, respectiv **ROE > ROA > WACC > Kd > RFR > Ri**, unde:

ROE = randamentul capitalurilor

ROA = randamentul activelor

WACC = costul mediu ponderat al capitalului (egal cu media ponderata a costului dobanzilor dupa taxare si costul capitalurilor proprii)

Kd = costul dobanzilor

RFR = rata fara risc (randamentul titlurilor de stat denumit in RON pentru maturitati egale)

Ri = rata inflatiei

Indiferent de nivelul investitiilor realizate, companiile insolvente au inregistrat un randament al activelor mai mic decat costul dobanzilor aferente creditelor contractate pentru finantarea activelor respective. Astfel, randamentul activelor inregistrat a fost negativ, in conditiile in care costul dobanzilor a escaladat, pe fondul tendintei de supraindatorare a companiilor.

Companiile care au obtinut certificatul "Excellent SME" inregistraza un randament mediu al activelor, de aproximativ 11%, considerabil superior costului dobanzilor aferent capitalurilor atrase pentru a finanta aceste investitii. Mai mult, pe fondul riscului scazut, aceste companii au atras capitaluri la un cost in scadere, nivelul mediu al dobanzilor scazand aproape la jumatate in anul 2014, comparativ cu anul anterior.

Tabelul 2: Costul Creditelor si Randamentul Investitiilor

Interval Capex: Amortizare	Companiile Insolvente			IMM-urile Excellent SME		
	ROA	Cost Dobanzi 2014	Cost Dobanzi 2013	ROA	Cost Dobanzi 2014	Cost Dobanzi 2013
1. Sub -100%	-6,3%	4,8%	3,2%	12,5%	2,5%	3,2%
2. Intre -100% si -50%	-10,4%	5,4%	7,4%	8,4%	3,4%	4,1%
3. Intre -50% si 0	-9,5%	5,5%	4,7%	27,3%	4,8%	5,2%
4. Intre 0 si 50%	-4,7%	6,3%	4,9%	13,5%	5,3%	7,3%
5. Intre 50% si 100%	-7,6%	7,7%	4,5%	12,9%	6,1%	10,5%
6. Peste 100%	-4,1%	8,8%	3,7%	9,3%	7,1%	9,9%
<b>Grand Total</b>	<b>-6,30%</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>11%</b>	<b>4,9%</b>	<b>9,2%</b>

Sursa: MFP, Date prelucrate Coface

## CONCLUZII

In sumar, companiile care au obtinut certificatul "Excellent SME" confirma riscul foarte scazut prin situatia financiara solida si deciziile cu privire la strategia comerciala cuplata cu cea de management al riscului, activitatea de investitii si structura de capital oportune si eficiente, prin comparatie cu firmele care au intrat in insolventa in primele noua luni ale anului curent. Analizand declaratiile financiare ale celor doua categorii de companii, observam urmatoarele diferente majore intre acestea:

- Finantarea investitiilor:** companiile certificate "Excellent SME" au reusit sa-si finanteze investitiile pe termen lung prin resurse atrase pe termen lung, acestea din urma fiind finantate prin pastrarea profiturilor reinvestite in companie. Spre deosebire de acestea, 6 din 10 companii insolvente si-au finantat investitiile pe termen lung prin atragerea de resurse pe termen scurt, extinzand nejustificat termenul de plata al furnizorilor;
- Rezultatul investitiilor:** 7 din 10 companii certificate "Excellent SME" au realizat investitii nete pozitive (ritmul de innoire al activelor a depasit ritmul de invecinare al acestora), toate aceste companii raportand venituri in crestere si cel putin 75% dintre acestea o majorare a rezultatului net. Spre deosebire de acestea, aproape 5 din 10 companii insolvente au realizat investitii nete pozitive, dar peste doua treimi au inregistrat scaderi de venituri si profituri mai mici (sau chiar amplificarea pierderilor);
- Randamentul investitiilor:** Companiile care au obtinut certificatul "Excellent SME" inregistreaza un randament mediu al activelor de aproximativ 11%, considerabil superior costului dobanzilor aferent capitalurilor atrase pentru a finanta aceste investitii (acesta din urma fiind in scadere). Spre deosebire de acestea, companiile insolvente au raportat un randament negativ al activelor, in conditiile in care costul dobanzilor a escaladat pe fondul tendintei de supraindatorare a companiilor;
- Profitul operational:** Aproximativ 97% dintre IMM-urile "Excellent SME" inregistreaza un rezultat operational pozitiv, iar acesta acopera de peste 10 ori nivelul cheltuielilor cu dobanzile. Spre deosebire de acestea, aproximativ 45% dintre companiile insolvente inregistreaza un rezultat operational pozitiv, dar nivelul absolut al acestora nu a fost suficient de mare pentru a asigura un grad confortabil de acoperire a dobanzilor foarte mari la creditele contractate (pe fondul unei supraindatorari, gradul mediu de indatorare ajungand in anul 2013 la aproape 127%);
- Calitatea capitalului de lucru si a profiturilor:** 9 din 10 companii care au obtinut certificatul „Excellent SME” inregistreaza un capital de lucru si un rezultat net pozitiv, aproape toate raportand si o situatie de lichiditate foarte buna (CCR>1, deci o capacitate de autofinantare ridicata). Spre deosebire de acestea, doar 4 din 10 companii insolvente raportau un capital de lucru pozitiv corelat cu profituri, dar peste doua treimi dintre acestea aveau probleme de lichiditate.

**Tabelul 1:** Companii insolvente vs. Excellent SME: Comparatie indicatori financiari

Indicator	Companii Insolvente	Excellent SME
Cifra Afaceri Medie (MIL RON)	2,73	5,93
Rezultat net	-7,0%	4,4%
Grad Indatorare	127%	51%
CA / Datorii	71%	451%
Active Fixe / Active	41%	28%
DSO	182	67
DIH	56	29
Rotatia Furnizori / CA	242	85
Ciclul Operational	241	96
CCC	2	11

Sursa: MFP, Date prelucrate Coface

Aceste diferente se reflecta si in situatia generala a celor mai importanti indicatori financiari, companiile insolvente raportand pierderi, un grad de indatorare mare, o durata de colectare a creantelor si de plata a furnizorilor mult mai lenta comparativ cu nivelul

raportat de catre companiile care au primit certificatul "Excellent SME" din partea Camerei de Comert si Industrie a Municipiului Bucuresti, in baza analizei financiare realizate de catre Coface Romania.

---

Aceasta prezentare contine exclusiv proprietatea intelectuala a autorului de la data prezentului document si in conformitate cu informatiile disponibile la aceasta data. Documentul a fost elaborat din diverse surse considerate a fi serioase si de incredere. Cu toate acestea, autorul nu garanteaza in niciun fel ca informatiile continute in acest material sunt adevarate, corecte si complete. Prezentarea si analiza datelor sunt oferite cu buna credinta si doar in scop informativ. Ca o completare la acest material, alte informatii vor fi colectate in alt mod de catre cititor. Autorul nu isi asuma nicio raspundere pentru pierderile rezultate din utilizarea sau fundamentarea datelor folosite in prezentare. Cititorul nu este autorizat sa extraga sau sa reproduca acest material si analiza implicit continuta pentru uz personal si intern, decat cu conditia ca acesta sa mentioneze, in mod clar, autorul. De asemenea, pentru a face orice declaratie publica sau pentru orice alt scop comercial, este nevoie de acordul scris al autorului.

---