

Financijski klub

Analiza poduzeća

**Credit analiza korporativnih obveznica
na primjeru poduzeća Michelin**

Istraživački rad

Dragan Andrašec

dragan.andrasec@gmail.com

Ključne riječi: kreditna analiza korporativnih obveznica, procjena boniteta poduzeća,
kreditni rejtinzi

Zagreb, lipanj 2011. godine

SADRŽAJ

SADRŽAJ

1. UVOD	2
2. CREDIT RATINGS	3
3. CASE STUDY NA PRIMJERU PODUZEĆA MICHELIN	5
3.1. Profil poduzeća	5
3.2. Segmenti poslovanja poduzeća	6
3.3. Prognoze tržišta 2011.-2015.	7
3.4. Modeli kreditnog rizika - Veza između financijskog i poslovnog rizika.....	8
3.5. Poslovni rizik	10
3.6. Financijska analiza.....	12
3.7. Pregled industrije – peer grupa	15
3.8. Kreditni profil poduzeća – credit opinion	16
4. ZAKLJUČAK	18
POPIS LITERATURE	19
POPIS ILUSTRACIJA.....	19
POPIS TABLICA.....	20

1. UVOD

Kreditna analiza je metoda izračuna kreditne sposobnosti nekog poslovnog subjekta ili organizacije, a koriste se pri davanju kredita, odnosno izdavanja obveznica. Kreditna analiza uključuje širok spektar tehnika financijskih analiza, koje uključuju projekcije novčanih tokova, financijske pokazatelje i različite analize trendova dugoročnog poslovanja poslovnog subjekta.

Kreditna analiza uključuje više aspekata, a to su:

- Kreditni rejtingi
- Tradicionalna kreditna analiza (financijska)
- *Credit scoring* modeli
- Modeli kreditnog rizika

Najpoznatije kuće koje analiziraju bonitete velikih kompanija i ostalih subjekata te im dodjeljuju kreditne rejtinge su: *Moody's*, *S&P*, *Fitch*, a radi specijalizacije na tom području već su razvile svoje tehnike procjena financijske i poslovne sposobnosti poduzeća i ostalih subjekata.

Tradicionalna kreditna analiza zapravo je klasična financijska analiza financijskih pokazatelja i svih relevantnih omjera, koja se temelji na financijskim izvještajima.

U *credit scoring* modele spada Altmanov Z-score model koji nam korištenjem ključnih financijskih pozicija izračunava vjerojatnost bankrota unutar nekoliko godina.

Modelima kreditnog rejtinga složene su analize financijskog i poslovnog aspekta poslovanja poduzeća koje na temelju svih ključnih pokazatelja pozicioniraju poduzeće unutar financijsko-poslovne matrice rizika.

U cijelom ovom istraživačkom radu najviše će naglaska biti stavljeno na kreditni rizik korporativnih obveznica, koje mogu imati više vrsta rizika, a najčešći su:

- *default risk* - rizik neispunjavanja obveza (bankrot)
- *downgrade risk* – rizik smanjenja kreditnog rejtinga od strane neke ovlaštene agencije
- *credit spread risk* – rizik povećanja raspona prinosa u odnosu na nerizične obveznice

2. CREDIT RATINGS

Credit ratings (hrv. kreditni rejtingi) su formalna mišljenja specijaliziranih tvrtki o bonitetu izdavatelja dužničkih vrijednosnih papira.

Proces dodjeljivanja rejtinga nekom subjektu je slijedeći:

- rejting agencija prima zahtjev od subjekta koji planira emitirati obveznice, jer je bez rejtinga otežan plasman obveznica na tržište
- zatim dolazi do procjene subjekta i dodjeljivanje rejtinga
- nakon dodjele rejtinga slijedi daljnje praćenje subjekta te izrada rejting outlooka, odnosno projekcija mogućeg *upgrade/downgrade*-a u idućih 6 mj. do 2 godine

Informacije dostupne za investitore od rejting agencija vezano za kreditni rizik su:

- *credit ratings* (hrv. kreditni rejting)
- rating watches ili credit watches
- rating outlooks

Tablica 1. Ljestvica kreditnih rejtinga triju najpoznatijih agencija

Moody's		S&P		Fitch			
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term		
Aaa		AAA		AAA		Prime	
Aa1		AA+		AA+			
Aa2		AA	A-1+	AA	F1+	High grade	
Aa3	P-1	AA-		AA-			
A1		A+		A+			
A2		A	A-1	A	F1	Upper grade	medium
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2		

Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Lower medium grade
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba 1/2/3		BB+/-	B	BB+/-	B	Non-investment grade speculative
B 1/2/3		B+/-		B+/-		Highly speculative
Caa 1 / 2 / 3	Not prime	CCC +/-				Substantial risks
Ca		CC	C	CCC	C	In default with little prospect for recovery
		C				
C		D	/	DDD / DD / D	/	In default

Jedan od glavnih problema koji brine svakog kreditora poduzeća, odnosno investitora, je rizik bankrota, koji se može sagledati sa dva aspekta:

- *Default rate* – koji predstavlja vjerojatnost bankrota poduzeća, pa je tako jednogodišnja stopa *defaulta* za BBB obveznice 1,8%
- *Default loss rate* – predstavlja veličina potencijalnog gubitka ako bi stvarno došlo do bankrota poduzeća

Tablica 2.: Vjerojatnosti bankrota „junk“ obveznica¹

Rating	Watch up	Positive	Stable	Negative	Watch down
Baa3	NA	0.20%	0.60%	1.25%	2.26%
B1	NA	0.98%	2.53%	5.07%	12.03%
Caa1	3.7%	3.82%	8.43%	14.93%	42.21%

¹ Izvor: Moody's study of one-year default rates from 1996-2003 for senior unsecured rated bonds

Interpretacija tablice vjerojatnosti bankrota je slijedeća. Na temelju istraživanja Moody's-a možemo zaključiti da obveznica sa rejtingom Caa1 te istovremeno *Watch down*-om ima vjerojatnost od 42,21% da će unutar godinu dana doći do bankrota te neće moći otplatiti svoje dugove. Ista takva obveznica Caa1 sa pozitivnim *outlook-om* ima vjerojatnost bankrota od samo 3,82%.

Downgrade/upgrade watch predstavlja potencijalno spuštanje/dizanje rejtinga za dva *notcha* (hrv. stupnja), npr. Spuštanje sa Baa1 na Baa3, dok outlook (negativan, stabilan ili pozitivan) predstavlja mogućnost skorog spuštanja/dizanja rejtinga za jedan *notch* (stupanj).

3. CASE STUDY NA PRIMJERU PODUZEĆA MICHELIN

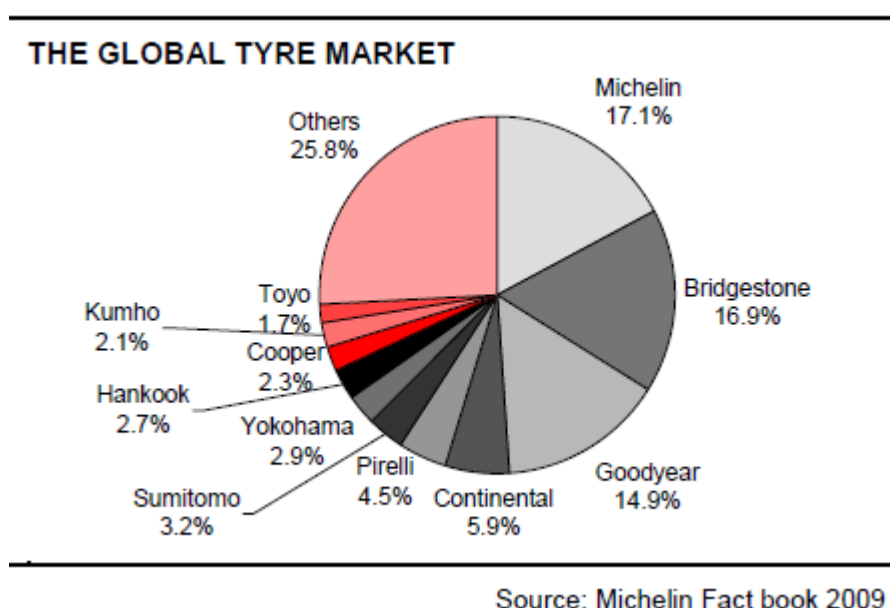
Nakon kratkog uvoda u kreditnu analizu, objašnjena je bit same analize te je ostatak istraživačkog rada temeljen na konkretnom poduzeću koje ima emitirane obveznice te već prethodno dodijeljen kreditni rejting od strane ovlaštenih agencija.

3.1. Profil poduzeća

Michelin SCA (Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA) vodeća je multinacionalna kompanija specijalizirana za proizvodnju i prodaju guma za različitu vrstu vozila koja danas posluje u preko 170 zemalja. Ima 105.100 zaposlenih, sa prodajom od 17,9 mlrd. € u 2010. Tržišna kapitalizacija kompanije je 9,5 mlrd. €.

Glavna aktivnost poduzeća je proizvodnja guma za osobna vozila, motore, kamione, poljoprivredne strojeve i avione koje se prodaju preko distribucijskih centara diljem svijeta. Isto tako Michelin SCA nudi i razne usluge vezane za putovanja, uključujući i kartografske i navigacijske sustave poznate pod brendom ViaMichelin.

Slika 1. Udio Michelin na globalnom tržištu guma²



Već duži niz godina za prvo mjesto bore se Michelin i Bridgestone, a zajedno sa Goodyear-om i Continental-om drže preko 50% globalnog tržišta guma.

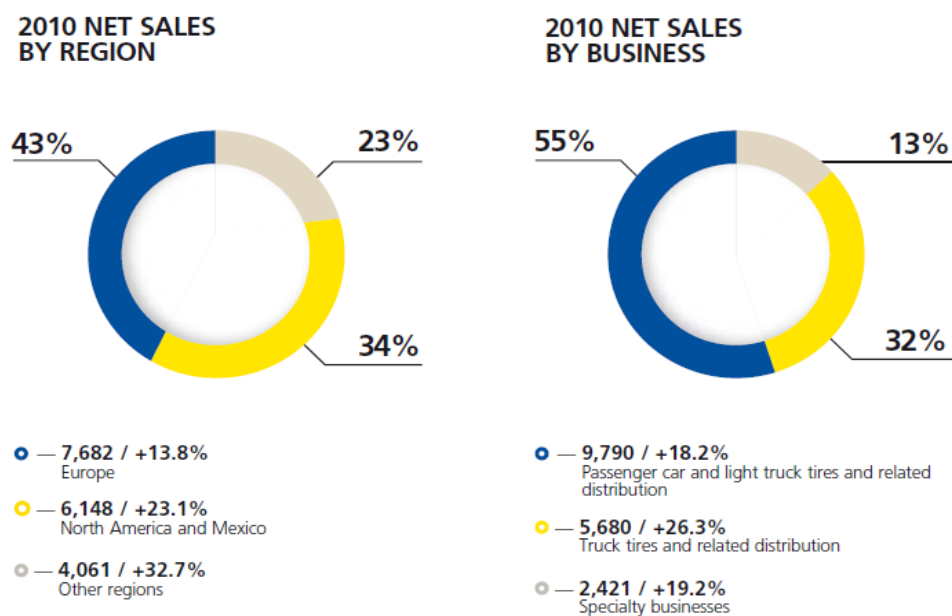
3.2. Segmenti poslovanja poduzeća

Kao i u svakoj drugoj analizi, segmenti poslovanja bitni su za dobivanje „prave slike“ o poduzeću. Poduzeće Michelin snažno je povećalo prodaje u svim regijama i u svim segmentima u 2010. godini. To je dobar pokazatelj i indikator da se poduzeće snažno oporavlja nakon globalne financijske krize koja je nažalost u 2009. lagano pogodila i ovo poduzeće. Na slici 2. s lijeve strane prodaja je podijeljena po regijama, pa tako najveći dio prodaje otpada na europsko tržište, za snažan rast prodaje ovog poduzeća najzaslužnije su zemlje u razvoju sa rastom od 23% u odnosu na prethodnu 2009. godinu. Što se tiče sektora, najraširenija je prodaja guma za osobne automobile, no najsnažniji rast zabilježen je u segmentu guma za kamione, što znači da se povećala aktivnost kamio-prijevoza, najvjerojatnije radi porasta BDP-a nakon globalne krize 2008-2009.

Upravo rast prodaje glavni je indikator pozitivnih ocjena kreditnih rejtinga, jer dugovi koji će doći na naplatu morat će se naplatiti iz budućih novčanih tokova poduzeća, koji ne bi bili pozitivni ukoliko nema konstantnog rasta poduzeća uz, naravno, racionalno upravljanje rashodima.

² Izvor: Michelin Fact book 2009., <http://www.michelin.com/>

Slika 2.: Rast i struktura prodaja u 2010. po regijama i segmentima³

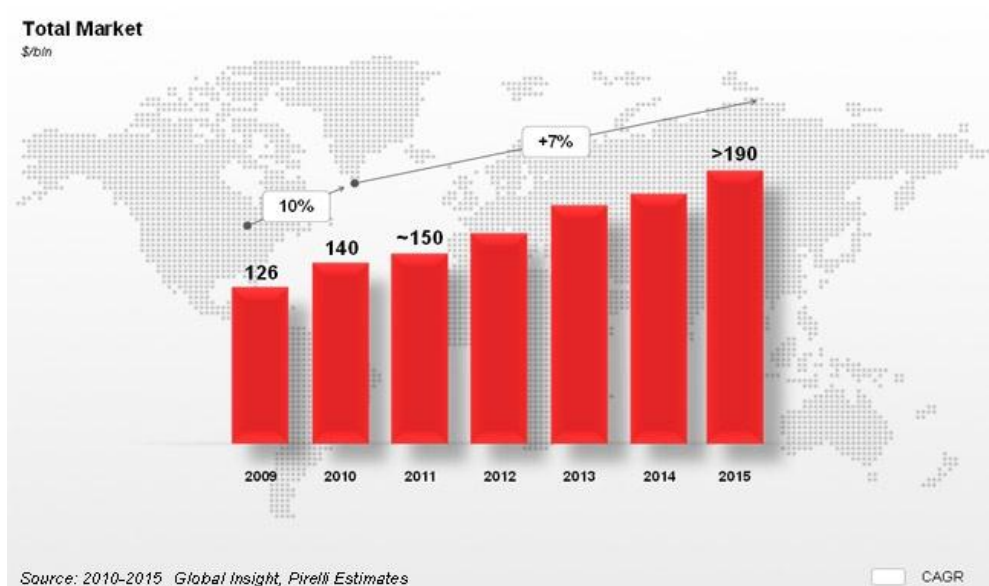


3.3. Prognoze tržišta 2011.-2015.

Potvrda za prethodni rast prodaje dolazi iz prognoza tržišta guma 2011-2015. gdje se vidi potencijal daljnjeg rasta po prosječnim stopama od 7% sve do 2015., nakon 10%-tnog rasta u 2010. To svakako diže atraktivnost cijele industrije, a isto tako i poduzeća Michelin, s obzirom da je ono tržišni lider te ukoliko uspije zadržati svoju tržišnu poziciju, najveći „kolač“ pripast će upravo Michelinu.

³ Izvor: Financijski izvještaji Michelin, <http://www.michelin.com>

Slika 3.: Prognoze industrije tržišta guma 2011.-2015⁴.

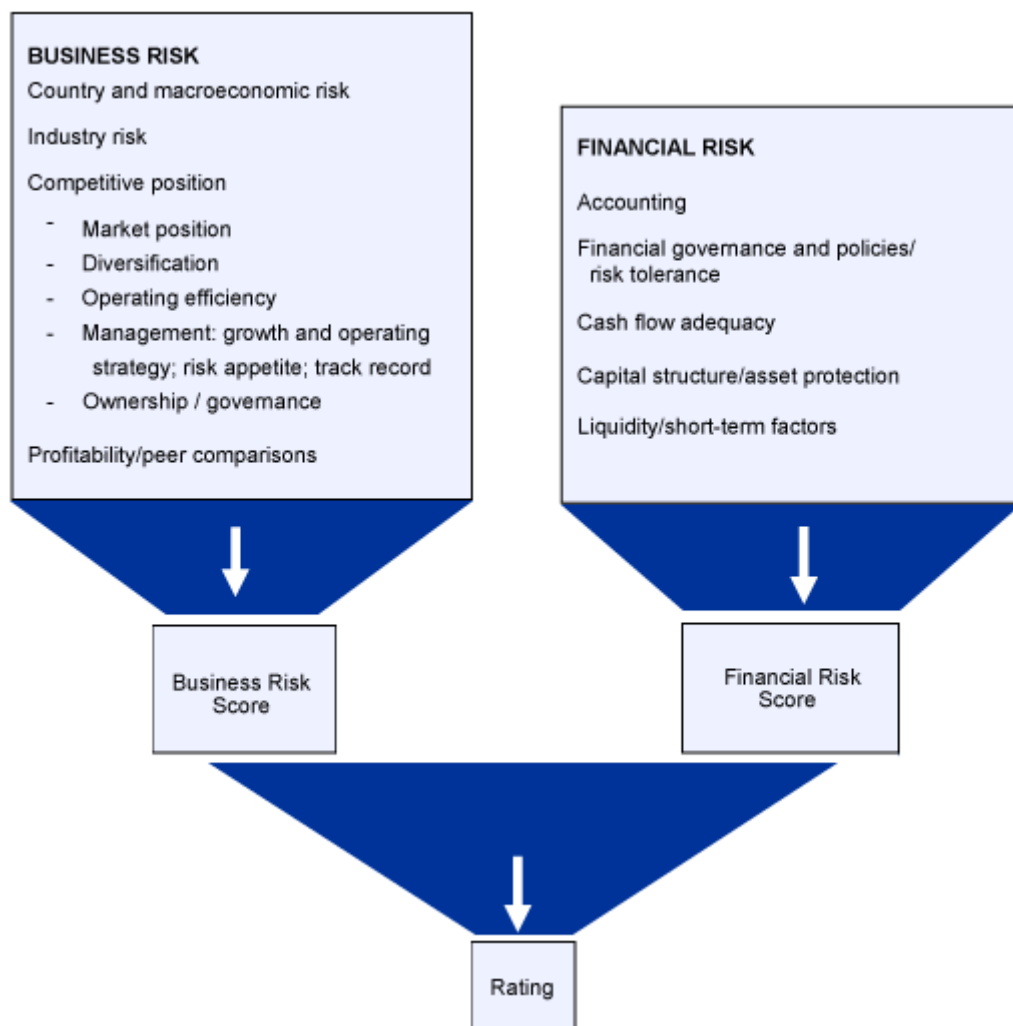


3.4. Modeli kreditnog rizika - Veza između financijskog i poslovnog rizika

Glavni dio cijele kreditne analize temelji se na modelima kreditnog rizika, koji povezuju financijske i poslovne aspekte poslovanja poduzeća. Najjednostavniji prikaz te veze vidi se na Slici 4. Takav model kreditnog rizika razvila je agencija Standard and Poor's za procjenu kreditnog boniteta poduzeća. Analiza počinje sa aspekta poslovnog rizika koji se koncentrira na vanjsko okruženje poduzeća; od makroekonomskog rizika te rizika same industrije pa sve do analize konkurencije te paralelne usporedbe sa istima. Neki od ključnih faktora poslovnog rizika su tržišna pozicija, mogućnost utjecaja na cijene, cikličnost industrije, tehnološki rizici, itd. Analiza financijskog rizika temelji se na tradicionalnoj financijskoj analizi koja obuhvaća analizu financijskih izvještaja, analizu novčanog toka, zaduženost poduzeća te likvidnost i profitabilnost.

⁴ Izvor: Prognoze industrije guma, Pirelli, <http://www.pirelli.com>

Slika 4. Scoring And Rating Determination Process⁵



⁵ Scoring And Rating Determination Process, Standard & Poor's 2008.

Nakon detaljno analiziranih poslovnih i finansijskih rizika ocjenjuje se zasebno poslovni rizik te zasebno finansijski rizik koji se zatim smještaju u poslovno-financijsku matricu rizika (Slika 5.) kako bi se dobila konačna ocjena boniteta poduzeća.

Slika 5. Poslovno-financijska matrica rizika⁶

Business And Financial Risk Profile Matrix								
Business Risk Profile		Financial Risk Profile						
		Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly leveraged		
		(AAA/AA)	(A)	(BBB)	(BB)	(B)		
		Excellent	(AAA/AA)	AAA	AA	A	BBB	BB
		Strong	(A)	AA	A	A-	BBB-	BB-
		Satisfactory	(BBB)	A	BBB+	BBB	BB+	B+
		Weak	(BB)	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnerable	(B)	BB	B+	B+	B	B-		

3.5. Poslovni rizik

Poduzeće Michelin tržišni je lider na rastućem tržištu guma te ono ima prilično visoke troškove vezane za ulaganja u nove tehnologije i ostalu dugotrajnu imovinu. Upravo ta ulaganja i drže Michelin tržišnim liderom i sve dok ulaže više od konkurencije, zadržavat će tu poziciju, što ih također dovodi do situacije da su primorani konstantno smanjivati troškove proizvodnje, kako bi bili konkurentniji od ostalih. Isto tako velik problem poduzeća Michelin je ciklična izloženost koja se odnosi na gume za nova vozila te time direktno ovisi o proizvodnji novih vozila, dok je oprema (gume) za postojeća vozila necikličnog karaktera. Pošto je cjenovna elastičnost prilično visoka, nisu „market makeri“ te zbog toga moraju strogo pratiti poteze konkurencije i prilagođavati cijene. Zbog tih faktora poduzeće Michelin spada među poduzeća visokog poslovnog rizika.

Tablica 3.: Analiza poslovnih rizika auto industrije i industrije auto-dobavljača⁷

Key Industry Characteristics And Drivers of Credit Auto Risk	Auto suppliers	Autos
Industry dynamics and competitive environment		
Industry cyclicality	H	H

⁶ Izvor: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199780161>

⁷ Izvor: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199780161>

Ease of entry	M	M/H
Level of product quality	H	H
Substitution	L/M	L/M
Competition	H	H
Business model stability	M	L/M
Demographic trends	M	H
Growth and profitability		
Growth outlook	M	M/H
Profit margin pressure/outlook	H	M/H
Earnings volatility	H	H
Operating considerations and costs		
Technological risk	M	L/M
Operating leverage	H	H
R&D costs	M	H
Raw material cost sensitivity	H	H
Labor costs	M	H
Marketing costs	L	H
Customer concentration	H	L
Supplier concentration	M	M
Capital and financing characteristics		
Capital intensity	M/H	H
Borrowing requirement	H	H
Interest rate sensitivity	M	H

Government, regulatory and legal environments		
Regulation/deregulation	M	M/H
Government microeconomics and social policies	L	H

Nakon detaljne analize poslovnih rizika te usporedbe sa povezanim industrijama donosimo konačnu ocjenu. Kao što se može vidjeti, ova ocjena ima priličnu dozu subjektivnosti, te ovisi o iskustvu analitičara, odnosno o sveobuhvatnosti i kvaliteti analize.

Poduzeće Michelin dobiva ocjenu „zadovoljavajuće“ te se taj rezultat (BBB) kasnije uvrštava u poslovno-financijsku matricu rizika. Mjere poslovnog rizika vide se iz Tablice 4.

Tablica 4. Mjere i ocjene poslovnog rizika⁸

Description	Rating equivalent
Excellent	AAA/AA
Strong	A
Satisfactory	BBB
Weak	BB
Vulnerable	B/CCC

3.6. Financijska analiza

Financijska analiza kvantitativnog je karaktera, za razliku od analize poslovnog rizika koja je više kvalitativna. Samim time mogu se preciznije odrediti neke granice ispod kojih se određeni financijski pokazatelji ne bi trebali nalaziti.

Tradicionalna kreditna analiza

Cilj tradicionalne kreditne analize je odgovoriti na pitanje hoće li će poduzeće generirati dovoljan novčani tok iz prihoda u budućnosti kako bi uspješno otplatila svoje dugove.

⁸ Izvor: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199780161>

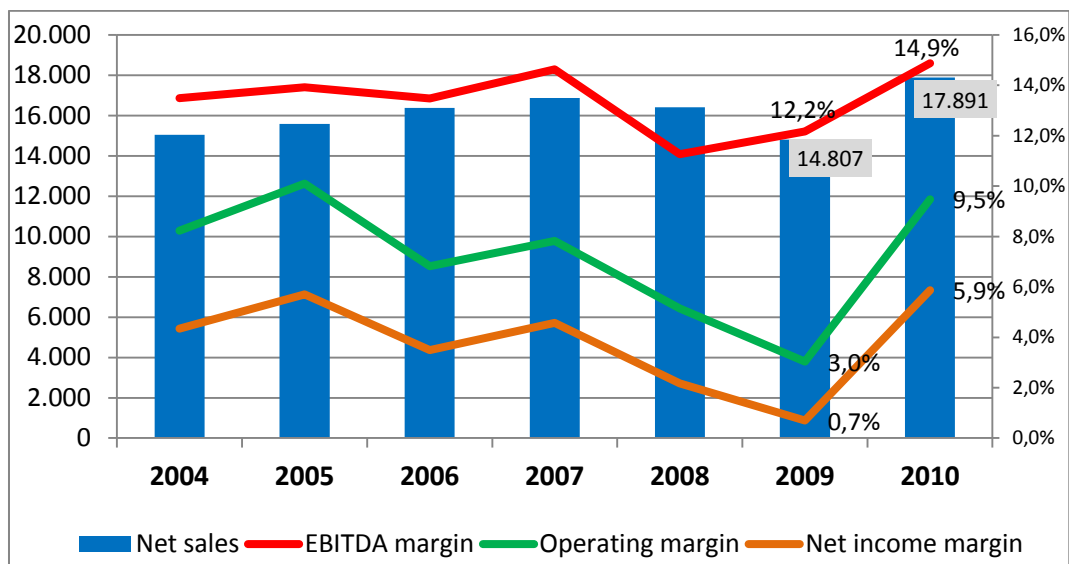
Postoje 4 točke financijske analize kreditne sposobnosti poduzeća:

- Prodaja i profitabilnost
- Neto dugovi
- Free cash flow
- Likvidnost i financijska fleksibilnost

Prodaja i profitabilnost

Prodaja je uvijek jedan od glavnih generatora financijske (ne)uspješnosti poduzeća. Ključne stavke vezane za prodaju i profitabilnost uzimaju se iz financijskih izvještaja, a to su: neto prodaja, EBITDA, EBIT, neto dobit te marže istih. Usporedba marži ključnih stavki iz izvještaja sa prosjecima industrije, odnosno direktnom usporedbom sa konkurencijom, najbolji su nam pokazatelj uspješnosti poduzeća. Iz Grafikona 1. direktno se vidi oporavak svih ključnih pozicija vezanih za prodaju i profitabilnost. Isto tako svi pokazatelji su iznad prosjeka industrije. To nam daje pozitivan signal za profitabilnost poduzeća

Slika 6.: Prikaz ključnih parametara profitabilnosti i prodaje⁹



⁹ Izrađeno na temelju financijskih izvještaja poduzeća Michelin, <http://www.michelin.com>

Emitirane obveznice

Kako grupa Michelin ima više poduzeća u većinskom vlasništvu, dvije emisije kuponskih obveznica plasirane su preko tvrtke kćeri registrirane u Luxemburgu, dok jedne kuposke te jedne konvertibilne stoje direktno na ime Michelin grupe sa sjedištem u Parizu. Najranije dospijeće je u travnju 2012. u iznosu od 500 mil. €, što ne bi trebalo predstavljati problem za poduzeće s obzirom da generira dovoljno novca.

Tablica 5: Popis kotiranih obveznica Michelin grupe i njezinih tvrtki kćeri

Izdavatelj	Vrsta obveznica	Iznos (mil. €)	Kuponska kta. stopa	Datum emisije	Dospijeće	Rating (Moody's)
Michelin Luxembourg S.C.S	Kuponske	500	6.50%	2002	Apr. 2012	n.r.
Michelin Luxembourg S.C.S	Kuponske	750	8,625%	2009	Apr. 2014	Baa2
CGEM	Kuponske	231	6,38%	2003	Dec. 2033	Baa3
CGEM	Konvertibilne	700	Zero Coupon	2007	Jan 2017	Baa2

Nakon analize osnovnih pokazatelja profitabilnosti, slijedi detaljna analiza svih financijskih pozicija tokom proteklih 7 godina.

Iz tablice 6. vidi se detaljan prikaz svih relevantnih financijskih pozicija. Na temelju zadnja tri izvedena pokazatelja određuje se financijska pozicija unutar financijskog rizika. Ta zadnja tri pokazatelja izvedena su korištenjem ostalih ključnih financijskih pozicija, kako bi se pomoću samo nekoliko ključnih brojeva pokrila cijela financijska slika poduzeća. Oni pokrivaju zaduženost, udio kapitala u pasivi, neto dug, zarade prije kamata, poreza i amortizacije te novčani tok iz poslovnih aktivnosti. Sve vrijednosti pokazatelja su na zadovoljavajućim razinama te nema rizika od nelikvidnosti ili nesolventnosti.

Tablica 6: Prikaz ključnih financijskih pokazatelja tokom proteklih godina

(In milion €)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EBITDA	2.660	1.802	1.848	2.468	2.209	2.171	2.030
Cash flows form operating activities	1.322	1.031	1.191	1.862	915	2.123	1.322
Cost of net dept	n.a.	310	315	294	330	262	236
Net interest charge average rate	n.a.	6,9%	6,3%	6,4%	6,0%	6,2%	6,3%
Income tax	331	411	369	299	163	103	449
Effective tax rate	33,6%	31,6%	39,2%	27,9%	31,3%	49,8%	30,0%
Net income	654	889	573	772	357	104	1.049
Dividends paid	133	179	193	208	230	145	147
Free cash flow	266	-124	-39	433	-359	1.507	426
Net dept	3.292	4.083	4.178	3.714	4.273	2.931	1.629
Equity	3.647	4.527	4.688	5.290	5.113	5.495	8.127
Dept / Equity	90%	90%	89%	70%	84%	53%	20%
Net dept / EBITDA (x)	1,62	1,88	1,89	1,5	2,31	1,63	0,61
CFO / Net dept	40,2%	25,3%	28,5%	50,1%	21,4%	72,4%	81,2%

3.7. Pregled industrije – peer grupa

Ključni aspekt analize usporedba je sa ključnim konkurentima unutar industrije proizvodnje guma za sva vrsta vozila. Najznačajniji konkurenti su Bridgestone, Goodyear, Continental i Pirelli koji zajedno drže većinu tržišta. Prema tablici 7. koja je iz 2009. vidi se kako su Bridgestone i Continental bili po prodaji ispred Michelin, no radi snažnog rasta u 2010. Michelin se vratio natrag na prvo mjesto. Bridgestone je po većini financijskih pokazatelja jako sličan Michelinu, dok Continental koristi iznadprosječne financijske poluge radi visokog zaduživanja i time si potpomaže kako bi držao korak sa Michelin-om i Bridgestone-om. Dakle, usporedbom sa ostalim glavnim konkurentima, Michelin ima

zaduženosti ispod prosjeka te visoke marže profita pa je time visoko profitabilan u odnosu na ostala poduzeća iz industrije.

Tablica 7: Prikaz ključnih financijskih pozicija konkurenata unutar industrije¹⁰

EUR mn/FY Dec. 09	Michelin	Bridgestone	Goodyear	Continental	Pirelli
Rating	Baa2s/BBBs/BBB-s	A3s/BBB+n/-	Ba3s/BB-n/B+s	B1s/Bs/B+p	Not rated
Sales	14,807.0	19,962.4	11,721.7	20,095.7	4,462.2
EBITDA	1,801.0	1,969.8	616.3	2,246.6	448.9
EBITDA Margin	12.2%	9.9%	5.3%	11.2%	10.1%
Net Debt	3,097.0	4,074.1	1,812.9	9,695.1	1,002.0
Total Debt (LT & ST)	4,328.0	5,891.0	3,154.0	11,592.8	1,795.1
Cash	193.0	1,188.2	1,341.2	1,712.8	632.1
Total Assets	16,518.0	21,040.3	10,055.1	23,049.2	6,727.3
Net Debt/EBITDA	1.7	2.1	3.0	4.3	2.2
Market share: Global*	17.1%	16.9%	14.9%	5.9%	4.5%
Employees	109,193	137,135	69,000	134,434	29,565
Sales Split (Regional)	Europe - 46%, Americas - 34%, Rest of World - 21%.	Europe - 14%, Americas - 43%, Asia - 24%, Rest of World - 19%.	Europe and Rest of World - 36%, Americas - 54%, Asia - 10%	Europe - 63%, Americas - 18%, Asia - 14%, Rest of World - 5%.	Europe - 48%, Americas - 38%, Rest of World - 14%.
Sales Split (Product)	Tyre Production & Sales - 86%, Auto Systems - 0%, Others - 14%.	Tyre Production & Sales - 83%, Auto Systems - 0%, Others - 17%.	Tyre Production & Sales - 100%, Auto Systems - 0%, Others - 0%.	Tyre Production & Sales - 28%, Auto Systems - 60%, Others - 12%.	Tyre Production & Sales - 89%, Auto Systems - 0%, Others - 11%.
S&P adjusted ratios					
	FY09	*FY08 Data	FY09	FY09	FY09
EBITDA	2,031	1,937	904	2,781	556
Cash and short-term investments	1,231	705	1,340	1,713	793
Debt	5,960	4,695	6,370	11,062	1,454
FFO/debt (%)	21	30	5	11	21
Debt/EBITDA (x)	2.9	na	7.1	4.0	2.5

Source: S&P, Bloomberg, Company reports, UniCredit Research

3.8. Kreditni profil poduzeća – credit opinion

Nakon što je ocijenjen i poslovni i financijski aspekt poslovanja poduzeća, rezultati analiza stavljaju se u poslovno/financijsku matricu rizika. Ocjena poslovnog rizika bila je zadovoljavajuća, a financijski rizik ocijenjen je kao umjeren. Na sjecištu se nalazi poduzeće Michelin sa kreditnim rejtingom BBB/BB+ zajedno sa Bridgestonom i još nekim proizvođačima automobila, dok je Continental završio radi nešto lošije financijske pozicije na nešto nižem rejtingu B+. detaljniji rezultati mogu se iščitati iz tablice 8.

¹⁰ Izvor podataka: Bloomberg, S&P, UniCredit Research, Erste Group Research

Tablica 8.: Poslovno/financijska matrica rizika¹¹

FFO/Dept	> 60 %	45 - 60 %	30 - 45 %	20 - 30%	12 - 20 %	< 12 %
Dept/EBITDA	< 1,5x	1,5 - 2x	2 - 3x	3 - 4x	4 - 5x	> 5x
Dept/Capital	< 25 %	25 - 35 %	35 - 45 %	45 - 50%	50 - 60 %	> 60 %

Risk	Financial					
	Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly Leveraged
Business Risk						
Excellent	AAA Toyota	AA	A	A-	BBB	-
Strong	AA Honda	A BMW, VW	A-	BBB	BB	BB-
Satisfactory	A	BBB+ MAN	BBB Michelin Bridgestone, Daimler, Nissan	BB+ Volvo, Fiat	BB-	B+ Continental
Fair	-	BBB-	BB+	BB Peugeot, Renault	BB- Goodyear	B
Weak	-	-	BB	BB-	B+ Cooper Tire, Ford Motor	B-
Vulnerable	-	-	-	B+	B	CCC+

¹¹ S&P risk matrix, <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199780161>

4. ZAKLJUČAK

Kreditna analiza nužna je za poduzeća, a i ostale poslovne subjekte koji emitiraju obveznice. Istina da se obveznice mogu emitirati i bez kreditne analize, no njihov plasman je otežan, a zahtjevan tržišni prinos do dospijanja viši, odnosno nepovoljniji.

Glavna prednost kreditne analize je svakako jednostavnost. Osnove financijske analize bez ikakvih subjektivnih prognoza ili računanja diskontnih stopa daju na objektivnosti analize, no ipak objektivnost nije vrlina poslovnog dijela analize rizika. Sve u svemu, obuhvaća samo ključne faktore poslovanja, kako interne tako i izvan poduzeća.

Glavni nedostatak je nedovoljna orijentiranost na buduće novčane tokove koji su neophodni za namirivanje dugova. Za razliku od equity analize koja prognozira novčane tokove i računa diskontne stope te na takav način projicira budućnost, kreditna analiza bazira se na sadašnjosti.

No, iako je cilj equity analize preko terminalne vrijednosti poduzeća (pod pretpostavkom da će generirati novčane tokove daleko u budućnost) izračunati vrijednost cijelog poduzeća u budućnosti, jedini cilj kreditne analize je izračunati je li poduzeće prezaduženo i hoće li moći servisirati svoje dugove koji će doći na naplatu u idućim godinama. Za izračun toga ne trebaju nam nikakve sveobuhvatne procjene vrijednosti poduzeća u dalekoj budućnosti, nego prvenstveno najjednostavnija analiza likvidnosti i solventnosti poduzeća, što nam kreditna analiza upravo i daje.

POPIS LITERATURE

Knjige:

1. Fabozzi, F.J., Anson, M.J.P., **Fixed Income Analysis** (CFA Institute Investment Series), John Wiley & Sons, Inc., 2007.
2. Robinson, T.R., Greuning, H., Henry, E., Broihahn, M.A., **International Financial Statement Analysis** (CFA Institute Investment Series), John Wiley & Sons, Inc., 2009.
3. Žager L., Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., **Analiza financijskih izvještaja**, 2. prošireno izdanje, Masmedia, 2008.

Stručni časopisi:

1. Biglaiser, G., DeRouen Jr., K., Candace C.A., **Politics, Early Warning Systems, and Credit Rating Agencies**, Foreign Policy Analysis; Jan2011, Vol. 7 Issue 1, str. 67-87.
2. Avery, R.B., Brevoort, K.P., Canner, G., **Credit Scoring and Its Effects on the Availability and Affordability of Credit**, Journal of Consumer Affairs; Fall2009, Vol. 43 Issue 3, p516-537.

Web stranice:

1. Istraživanja Erste Grupe: <https://produkte.erstegroup.com/CorporateClients/>
2. <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199780161>
3. <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245227889389>

POPIS ILUSTRACIJA

- Slika 1. Udio Michelin na globalnom tržištu guma.....6
- Slika 2.: Rast i struktura prodaja u 2010. po regijama i segmentima.....7
- Slika 3.: Prognoze industrije tržišta guma 2011.-2015..... 8
- Slika 4. Scoring And Rating Determination Process..... 9

Slika 5. Poslovno-financijska matrica rizika.....	10
Slika 6. Prikaz ključnih parametara profitabilnosti i prodaje.....	13

POPIS TABLICA

Tablica 1. Ljestvica kreditnih rejtinga triju najpoznatijih agencija.....	3
Tablica 2.: Vjerojatnosti bankrota „junk“ obveznica.....	4
Tablica 3.: Analiza poslovnih rizika auto industrije i industije auto-dobavljača.....	10
Tablica 4. Mjere i ocjene poslovnog rizika.....	12
Tablica 5: Popis kotiranih obveznica Michelin grupe i njezinih tvrtki kćeri.....	14
Tablica 6: Prikaz ključnih financijskih pokazatelja tokom proteklih godina.....	15
Tablica 7: Prikaz ključnih financijskih pozicija konkurenata unutar industrije.....	16
Tablica 8.: Poslovno/financijska matrica rizika.....	17