

panorama

coface

ANALIZA SECTORULUI DE TRANSPORTURI RUTIERE DE MARFURI - 2014



CUPRINS

- / 02 Situatia financiara a companiilor din sector
- / 14 Modelul Altman Z-Score
- / 16 Companiile din sector sub lupa Coface

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.

1. SITUATIA FINANCIARA A COMPANIILOR DIN SECTOR

1.1 Sumar privind indicatorii financiari

Analiza realizata de Coface Romania a vizat companiile cu domeniul principal de activitate 4941 (Transporturi rutiere de marfuri).

Pe baza acestei grupari a rezultat un univers total de 26.406 de firme care au depus declaratiile financiare privind activitatea desfasurata pe parcursul anului 2012. Conform situatiilor financiare publicate de Ministerul Finantelor, aceste firme au generat o cifra de afaceri totala de 24 MLD RON si un numar de 130.233 de locuri de munca, detinand astfel o pondere de 3,5% din efectivul de salariati inregistrat la nivelul intregii economii.

Analizand distributia acestor companii in functie de cifra de afaceri, constatam ca:

- Aproximativ 25% dintre companiile care au depus declaratiile pentru anul 2012 nu au desfasurat in realitate nicio activitate;
- Jumatate dintre companiile active inregistreaza o cifra de afaceri mai mica de 100 K EUR/ an (2012), dar ponderea valorica in total cifra de afaceri a acestui segment este de doar 8%;
- Doar 904 companii din acest sector inregistreaza o cifra de afaceri anuala mai mare de 1 MEUR, reprezentand 3% din totalul firmelor active, dar generand aproximativ 63% dintre veniturile inregistrate la nivelul intregului sector.

 Tabelul 1. Distributia firmelor din sector in functie de cifra de afaceri

Categorie CA (EUR)	Numar companii	Numar %	Total cifra de afaceri (EUR)	CA %	Medie CA (EUR)
0. Fara activitate	6.351	24%	-	0%	-
1. 0 ~ 100K EUR	13.634	52%	429.428.120	8%	31.497
2. 100K ~ 500K EUR	4.652	18%	1.015.568.633	18%	218.308
3. 500K ~ 1000K EUR	865	3%	612.945.166	11%	708.607
4. 1M ~ 5M EUR	765	3%	1.566.295.224	28%	2.047.445
5. 5M ~ 10M EUR	84	0%	577.733.441	10%	6.877.779
6. 10M ~ 50M EUR	50	0%	965.701.834	18%	19.314.037
7. 50M ~ 100M EUR	4	0%	227.392.450	4%	56.848.113
PESTE 100M EUR	1	0%	118.244.956	2%	118.244.956
Total	26.406	100%	5.513.309.823	100%	208.790

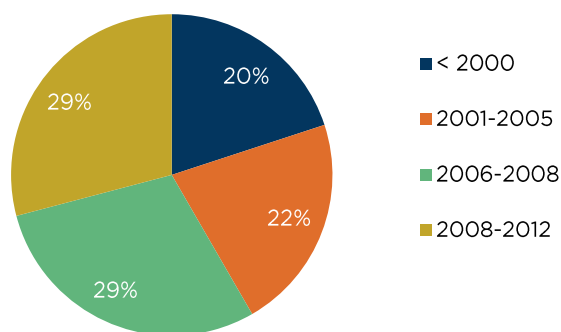
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Sectorul transporturilor rutiere de marfuri este unul destul de matur, aproximativ jumatate dintre companiile active fiind infiintate inainte de anul 2005. Aceste companii joaca cel mai important rol economic si social in cadrul sectorului.

Astfel, aceste firme:

- Genereaza aproximativ 63% din cifra de afaceri inregistrata la nivelul intregului sector;
- 67% din valoarea totala a activelor si datoriilor.

 Graficul 1. Distributia numerica a firmelor active in functie de anul infiintarii



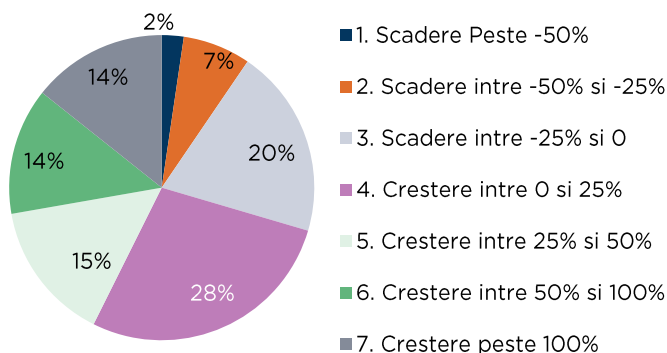
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Analizand structura contului de profit si pierdere pentru companiile din cadrul sectorului, precum si impactul acestuia asupra soldurilor inregistrate in bilanturile consolidate, constatam urmatoarele:

- Anul 2012 a fost unul favorabil din punctul de vedere al evolutiei comerciale, doar 3 din 10 companii din totalul companiilor active inregistrand o contractie a cifrei de afaceri. Restul companiilor au inregistrat venituri in crestere, iar 43% dintre acestea au avut cresteri de peste 25% a cifrei de afaceri. Distributia firmelor in functie de nivelul de crestere a cifrei de afaceri este detaliat in Graficul 2;
- In ciuda acestui fapt, rezultatul net a evoluat mult mai slab, atat din perspectiva valorilor absolute, cat si a dinamicii acestuia. Astfel, dupa cum se poate observa si in Graficul 3 care ilustreaza distributia numerica a companiilor active in functie de rezultatul net raportat la cifra de afaceri, jumatate dintre companii au inregistrat o pierdere neta la sfarsitul anului 2012. Pentru jumatate dintre acestea, pierderea a fost mai mare de 20%. In contrapartida, doar 7% dintre companiile active au inregistrat in aceeasi perioada analizata profituri mai mari de 20%. Avand in vedere ca rezultatul net inregistrat la nivelul intregului sector este de -1%, deducem ca pierderile mari sunt inregistrate cu preponderenta de firmele cu o dimensiune sub medie, in timp ce firmele de dimensiune mare inregistreaza o margine neta procentuala mai mica, dar superioara in valori absolute;
- Pe langa analiza randamentului final inregistrat pe parcursul anului 2012, este important sa analizam si dinamica performantei companiilor din cadrul sectorului. Astfel, Graficul 4 surprinde distributia numerica a companiilor din perspectiva evolutiei rezultatului net in perioada 2011 - 2012, ilustrand daca performanta companiilor s-a imbunatatit/ inrautatit in perioada analizata. Desi 7 din 10 companii au inregistrat o crestere a cifrei de afaceri in perioada 2011 - 2012, 50% dintre acestea au fost marcate de o scadere a rezultatului net. Mai mult decat atat, 2 din 10 companii inregistrau profit in anul 2011 dar au trecut pe pierdere in anul 2012.

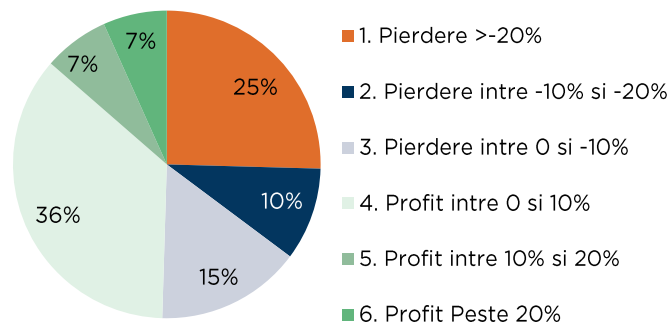
Cifrele ilustrate in Graficele 5, 6 si 7, care surprind distributia rezultatului operational, precum si cea a randamentului activelor si al capitalurilor proprii confirma concluziile anterioare.

Graficul 2. Distributia Indicelui Cifra de Afaceri 2012/ 2011



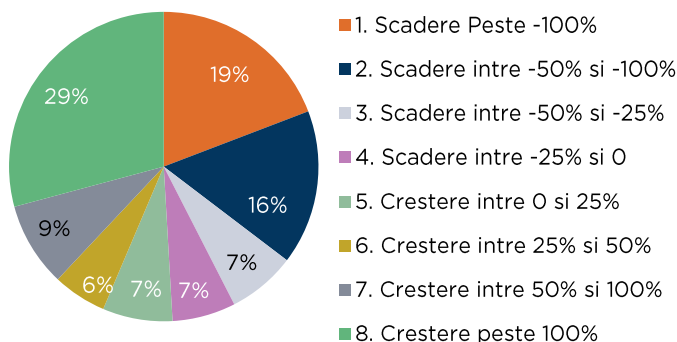
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 3. Distributie Sector Rezultat Net %



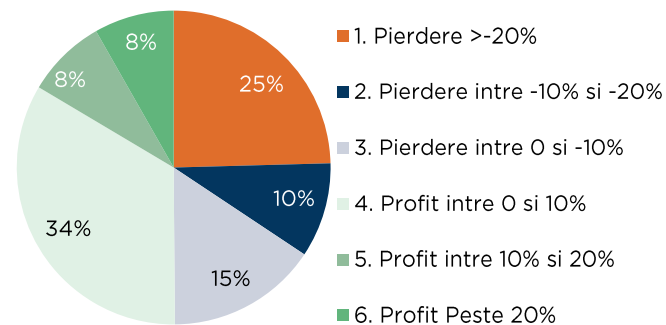
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 4. Distributia Indicelui Rezultat Net 2012/ 2011



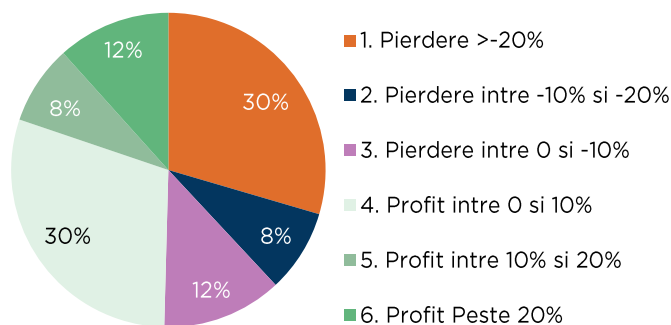
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 5. Distributie Sector EBIT %



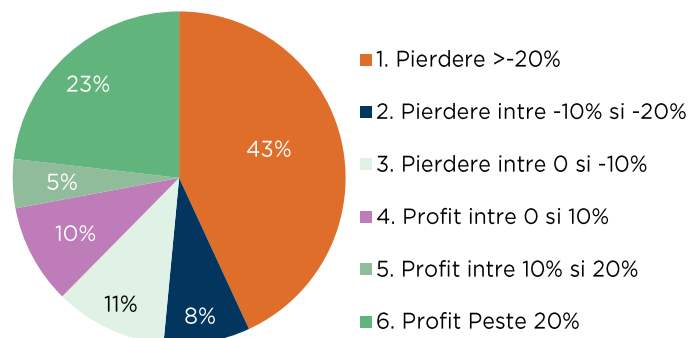
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 6. Distributie ROA



Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 7. Distributie ROE



Sursa: MF, Date prelucrate Coface

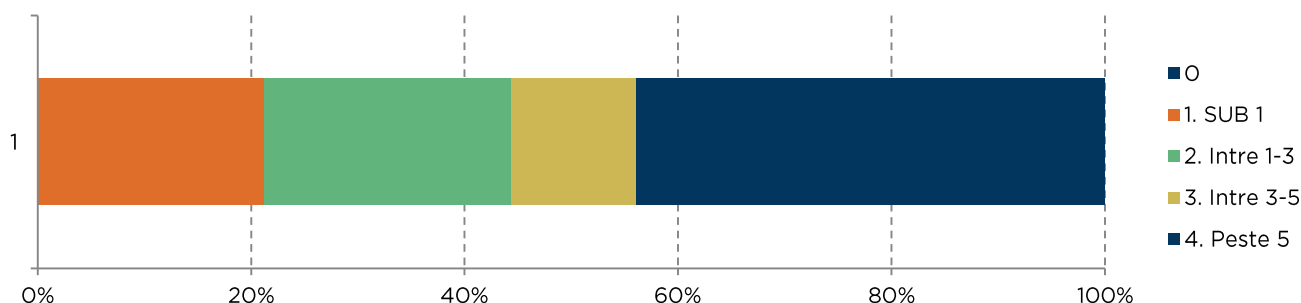
Diferenta semnificativa dintre evolutia pozitiva a cifrei de afaceri si dinamica negativa a rezultatului net indica o incarcare top-down a contului de profit si pierdere, cu o serie de cheltuieli operationale si financiare in crestere. Astfel, dupa cum vom observa mai tarziu, ponderea cheltuielilor cu amortizarea si a celor financiare au crescut comparativ cu cifra de afaceri. Pentru a cuantifica mai exact impactul acestora, normele de analiza financiara recomanda doua praguri intermediare:

- Nivelul Levierului Operational (sau DOL = Degree of Operating Leverage) = $\Delta\%EBIT / \Delta\%CA$: care indica elasticitatea rezultatului de exploatare la modificarea cu 1 punct procentual al cifrei de afaceri;
- Nivelul Levierului Financiar (sau DFL = Degree of Finance Leverage) = $\Delta\%Rezultat\ Net / \Delta\%EBIT$: care indica elasticitatea rezultatului net la modificarea cu 1 punct procentual al rezultatului de exploatare.

Cele doua leviere cumulate genereaza NLT (Nivelul Levierului Total sau DTL = Degree of Total Leverage), care indica elasticitatea rezultatului net la modificarea cu 1 punct procentual a cifrei de afaceri. Un levier cu valori mari¹ este specific companiilor cu o incarcare foarte mare a cheltuielilor operationale sau financiare, care au marje de profit foarte mici, sau chiar inregistreaza pierderi. Astfel, sectoarele care inregistreaza o pondere in crestere a companiilor cu un nivel mare al levierului total, sunt predispuse catre un mediu concurential marcat de o agresivitate crescuta, in conditiile in care companiile vor incerca sa-si protejeze cota de piata pentru acoperirea cheltuielilor mari de exploatare sau financiare.

In conditiile in care, cifra de afaceri consolidata la nivel sectorial a crescut cu aproximativ 14%, iar pierderea consolidata a crescut de la -12 MRON la -179 MRON, nivelul levierului total este de -92, ceea ce indica o deteriorare masiva a performantei sectorului analizat. Rezultatele consolidate sunt confirmate si prin analiza distributiei tuturor companiilor din sectorul analizat in functie de nivelul levierului total. Astfel, 44% dintre companiile active inregistreaza un levier total peste 5, ceea ce releva ca sectorul transporturilor rutiere de marfuri este marcat de un nivel de agresivitate al concurentei peste medie.

 **Graficul 8. Distributie - Gradul de Levier Total [$\Delta\%RN / (\Delta\%CA - \text{valori absolute (in modul)})$]**



Sursa: MF, Date prelucrate Coface

¹ Prin valori mari ale NLT, normele de analiza financiara considera orice valoare in modul > 5

Utilizand indicele Herfindahl-Hirschman² pentru a aprecia nivelul de concentrare, observam ca sectorul transporturilor rutiere de marfuri este marcat de un nivel foarte scazut de concentrare, indicatorul HHI pentru fiecare dintre ultimii cinci ani fiind in jurul valorii de 20. Acest lucru este confirmat si de ponderea relativ scazuta a cotei de piata cumulate detinute de cei mai importanti 10 jucatori, respectiv 10%³.

Astfel, sectorul transporturilor rutiere de marfuri surprinde principalele caracteristici ale unei concurente monopolistice, marcate de:

- Un numar mare de firme oarecum independente, fiecare in parte cu o capacitate redusa de influenta sau control al pietei;
- Un numar mare de cumparatori;
- Bariere reduse pentru comercianti privind intrarea sau iesirea din piata;
- Bariere reduse pentru cumparatori, care pot gasi servicii substitut relativ usor.

In acest context concurential foarte agresiv, in care multe companii sunt marcate de un levier ridicat, este foarte important sa analizam structura bilantului si modul cum firmele din sectorul analizat isi finanteaza investitiile pe termen lung, sau nevoia de fond de rulment pe termen scurt. Aceasta analiza comporta un rol cu atat mai important cu cat levierul poate amplifica rezultatele pozitive atunci cand piata creste in conditii profitabile, dar, in aceeasi masura, poate amplifica si pierderile intr-o piata in scadere.

Din perspectiva atragerii de resurse de finantare si alocarii de resurse pentru investitii pe termen lung:

- Pe parcursul anului 2012, companiile din sectorul analizat au alocat investitii semnificative pentru extinderea activelor fixe. Astfel, eliminand impactul vanzarii de active corporale sau ajustari pentru depreciere, ponderea CAPEX⁴ in total active a fost de 30% pentru anul 2012, in conditiile in care 2 din 10 companii si-au dublat valoarea activelor. Avand in vedere ritmul amortizarii anuale inregistrat pe parcursul anului 2012, de 23%, exista prerogativele extinderii bazei activelor fixe si orizontului de investitii pe termen lung. Astfel, ponderea activelor imobilizate corporale in total active a urcat in anul 2012 la 46%, comparativ cu nivelul inregistrat in anul anterior, respectiv 40%;
- Firmele din sectorul transporturilor rutiere de marfuri au fost marcate de un fond de rulment usor negativ in anul 2012, in conditiile in care resursele atrase pe termen lung⁵ nu au fost suficiente pentru acoperirea investitiilor pe termen lung (active fixe corporale). Acest lucru se datoreaza in special unui grad de capitalizare insuficient pentru investitiile asumate, astfel ca ponderea capitalurilor proprii in total capitaluri permanente a fost de doar 25%, iar gradul de capitalizare mediu al companiilor din sectorul analizat a fost de 9%.

² $HHI = \sum_{k=1}^n (MS_k * 100)^2$; unde MS_k reprezinta cota de piata detinuta de firma k

Indicele HHI trebuie interpretat astfel:

- Valori mai mici de 1.000 indica o piata cu un nivel de concentrare scazut
- Valori intre 1.000 - 1.800 indica o piata cu un nivel de concentrare moderat
- Valori mai mari de 1.800 indica o piata cu un nivel de concentrare foarte ridicat

³ Sectoarele cu un grad crescut de concentrare inregistrand o pondere a cotei de piata cumulate a primilor 10 jucatori de peste 50%

⁴ CAPEX = Capital Expenditure = investitiile in activele fixe = Δ Active Fixe Corporale + Amortizare

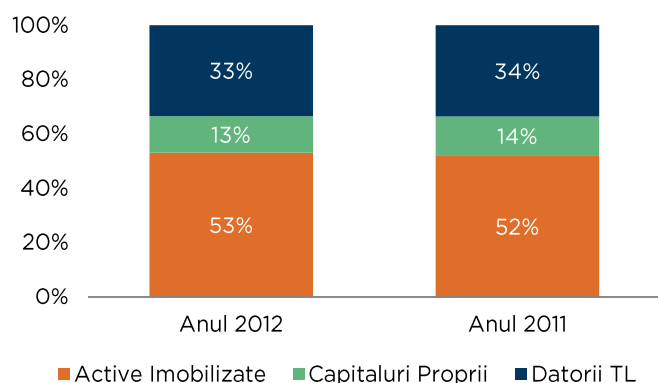
⁵ Capitaluri permanente = Datorii pe termen lung + Capitaluri proprii

- Datele ilustrate in Graficul 10 confirma ponderea numerica foarte ridicata a companiilor supraindatorate. Mai exact, 5 din 10 companii prezinta un grad de capitalizare negativ (echivalent cu o indatorare mai mare decat 100%), acestea fiind cu preponderenta firmele de dimensiune mica sau sub medie.

Mai mult decat atat, resursele de finantare sunt orientate cu preponderenta pe termen scurt, in conditiile in care 54% dintre companii au 100% datorii orientate pe termen scurt, iar pentru 17% acestea reprezinta mai mult decat jumatate din totalul pasivelor.

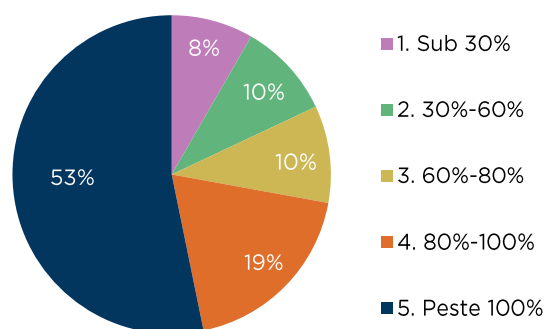
In aceste conditii, companiile au inregistrat o extindere a termenelor medii de plata, pe fondul deteriorarii capitalului de lucru si al trecerii ciclului de conversie al banilor pe valori negative.

Graficul 9. Structura Fond Rulment Medie Sector



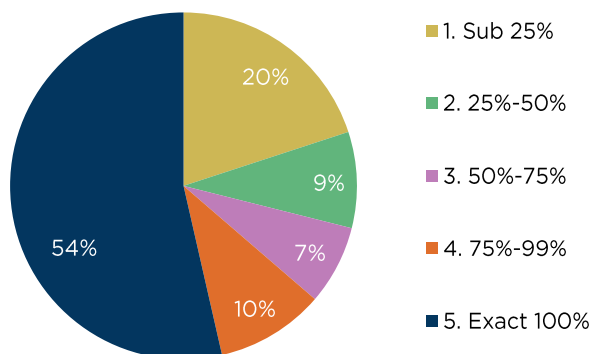
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 10. Distributie Grad Indatorare



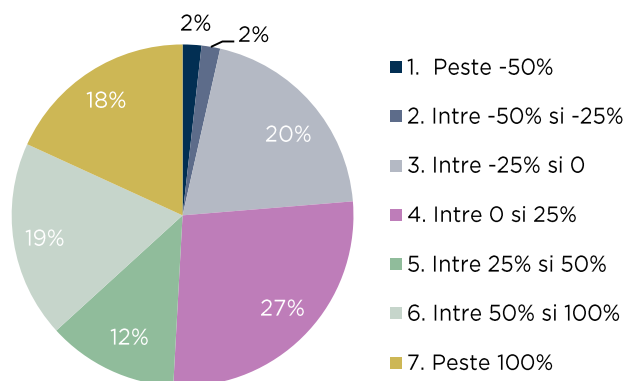
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 11. Distributie DTS: Total Datorii



Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 12. Distributie Capex: Active Imob

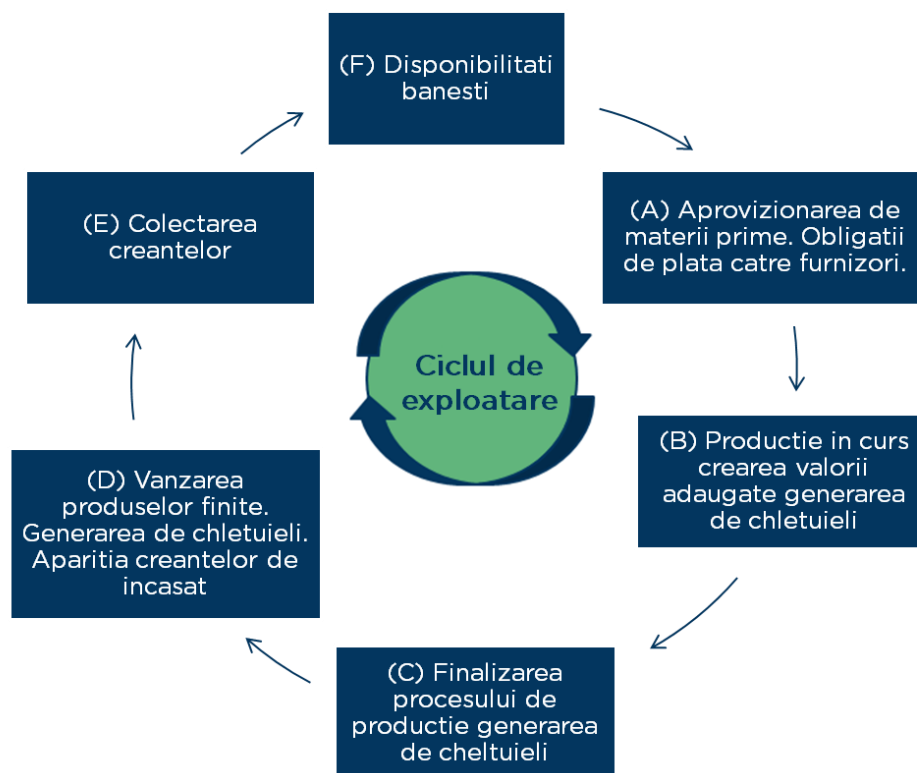


Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Companiile care activeaza in domeniul transporturilor rutiere de marfuri sunt caracterizate de o finantare agresiva a ciclului operational, prin datorii orientate cu precadere pe termen scurt, un grad redus de capitalizare si un rezultat net foarte slab, in comparatie cu cifra de afaceri si dinamica acesteia. De aceea, finantarea ciclului operational, precum si a vitezei de conversie a banilor este foarte importanta pentru aprecierea echilibrului financiar pe termen scurt.

De ce este important sa intelegem ciclul operational?

- Pentru a intelege procesul prin care afacerea consuma si genereaza cash la nivel operational;
- Pentru a aprecia necesarul de finantat al afacerii si pentru a evalua daca finantarea este potrivita afacerii respective;
- Pentru a aprecia necesarul de investitii in afacerea respectiva si pentru a evalua daca decizia de investitie este adecvata afacerii respective.



Motivul pentru a intreprinde o afacere, este acela de a genera mai mult cash la sfarsitul ciclului operational decat a fost la inceputul lui prin valoarea adaugata, producand un produs care are cerere pe piata. Totusi, daca pretul materiilor prime, costurile de fabricatie si pretul produselor finite se schimba, acest ciclu poate sa genereze pierderi. De asemenea, daca o societate nu isi administreaza corect fazele ciclului operational, aprovizionand materii prime pentru o perioada prea lunga de timp, acordand credit-furnizor pentru un interval prea lung si platindu-si furnizorii prea repede, poate genera pierderi (cash-flow operational negativ). O alta situatie in care poate aparea cash-flow negativ este aceea in care firma creste foarte repede si imobilizeaza sume importante in stocuri si ii cresc datoriile pentru a realiza comenzi mari. Din contra, in cazul societatilor in declin sau in recesiune, aparent se poate inregistra cash-flow pozitiv ca urmare a vanzarii stocurilor existente si a faptului ca nu se mai aprovizioneaza cu altele noi.

Matematic, durata ciclului de exploatare este data de formula: $CCC = DIH + DSO - DPO$, unde:

CCC= ciclul de conversie al banilor

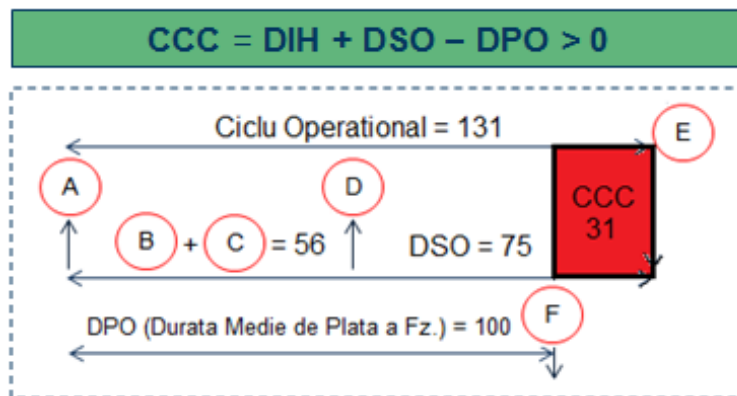
DIH = durata medie de blocare a stocurilor

DSO = durata medie de colectare a creantelor

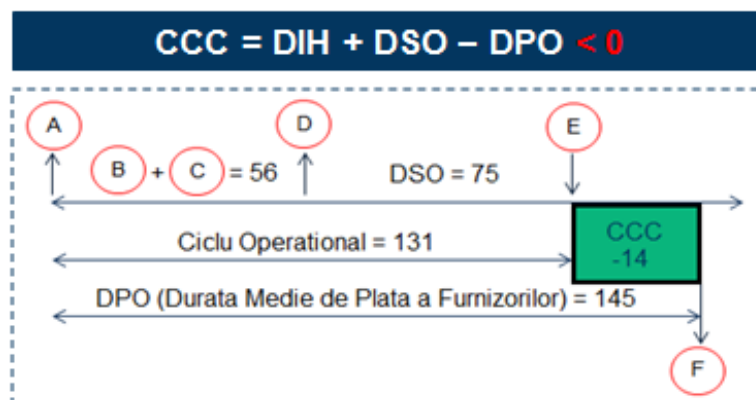
DPO = durata medie de plata a datoriilor exigibile (pe termen scurt)

În practică, în funcție de valorile fiecărei variabile din ecuație, pot exista două situații:

- **Ciclu de conversie pozitiv** - situație în care firma își plătește furnizorii mai repede decât reușește să vândă stocurile de produse finite și să încaseze banii de la clienți. Firmele cu un ciclu operational pozitiv au o nevoie de finanțare ridicată pe termen scurt.



- **Ciclu de conversie negativ** - situație în care firma își plătește furnizorii numai după ce reușește să-și vândă produsele și să încaseze banii de la clienți. Această politică duce la conservarea lichidităților și accesul la creditul furnizor net, dar nu este sustenabilă pe termen lung dacă valorile negative sunt cu mult sub media practicilor din sectorul respectiv.



În cazul companiilor care activează în domeniul transporturilor rutiere de marfuri, stocurile sunt foarte reduse, durata lor medie de rotație fiind de 13 zile. În schimb, în cele ce urmează vom observa că firmele din sectorul analizat își plătesc mai greu datoriile, pe fondul creșterii soldurilor la furnizori și bănci mai rapid decât avansul datoriilor, dinamica cauzată în principal de extinderea termenelor de încasare și alocarea de resurse atrase pe termen scurt către investiții pe termen lung (nu se respecta principiul maturității resurselor, ceea ce amplifică riscul unui dezechilibru financiar).

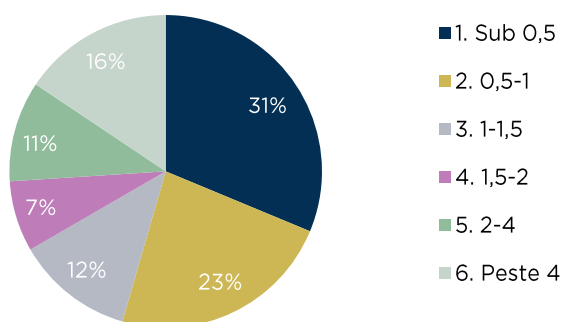
Astfel, lichiditatea curentă înregistrată la nivelul întregului sector pe parcursul anului 2012 a fost de 0,90, valoarea subunitară echivalând cu un capital de lucru (fond de rulment) negativ. Tendințele confirmă deteriorarea lichidităților firmelor din sectorul analizat, în condițiile în care valoarea indicatorului pentru anul 2011 era de 1,05 și pentru anul 2010 de 1,2.

Diminuarea indicatorilor de lichiditate se inregistreaza pe fondul cresterii soldurilor la furnizori si banci, durata medie de plata a datoriilor pe termen scurt⁶ inregistrata in anul 2012 fiind de 132 de zile, in crestere fata de nivelul inregistrat anul anterior, respectiv 120 de zile. In conditiile in care durata medie a ciclului operational⁷ in anul 2012 a fost de aproximativ 100 de zile, durata ciclului de exploatare net a fost de -26 de zile.

Acest lucru inseamna ca firmele din sectorul analizat au redistribuit o parte din resursele atrase pe termen scurt (rularea facturilor in sold catre furnizori care asigura in permanenta un credit furnizor in crestere si cresterea soldurilor datoriilor catre banci) pentru investitii pe termen lung, in conditiile in care gradul de capitalizare a fost foarte redus, iar veniturile, desi in crestere, nu s-au concretizat intr-un rezultat net pozitiv.

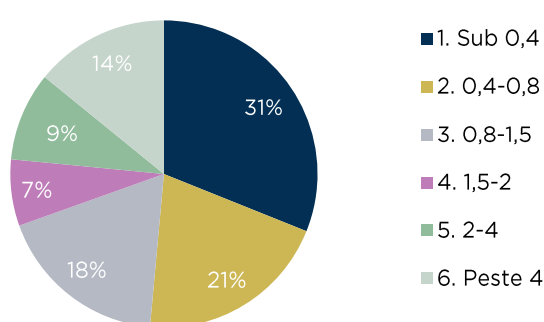
Urmatoarele Grafice (13 - 19) surprind aceste concluzii prin ilustrarea distributiei numerice a companiilor in functie de diferite praguri ale indicatorului analizat. Merita observat faptul ca 6 din 10 companii isi platesc mai tarziu datoriile catre furnizori, comparativ cu perioada de colectare a creantelor proprii, iar plata datoriilor se concretizeaza in medie dupa 90 de zile de la facturare (inregistrarea venitului)

 **Graficul 13. Distributie 2012 - Lichiditatea curenta**



Sursa: MF, Date prelucrate Coface

 **Graficul 14. Distributie 2012 - Lichiditatea imediata**

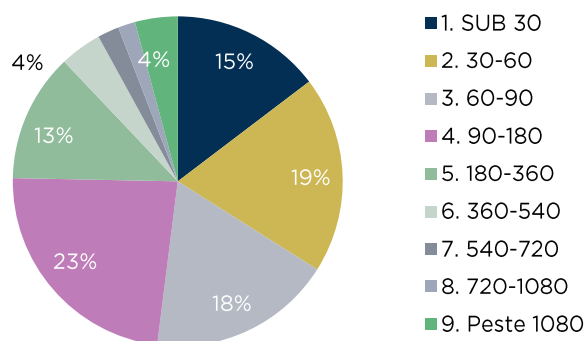


Sursa: MF, Date prelucrate Coface

⁶ DPO = Days of Payables Outstanding

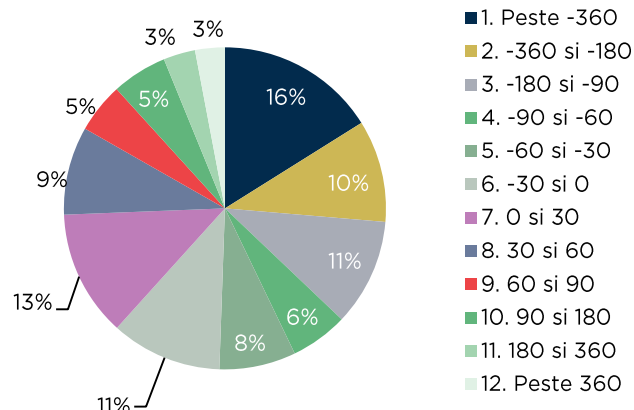
⁷ CO (Ciclul Operational) = Durata medie de blocare a stocurilor (DIH = Days of Inventory on Hand) + Durata medie de colectare a creantelor (DSO = Days of Sales Outstanding)

Graficul 15. Distributie 2012 - CO



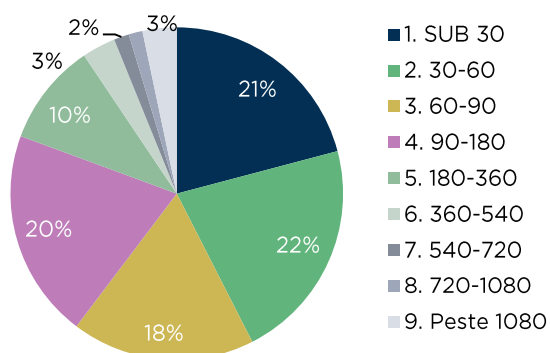
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 16. Distributie 2012 - CCC



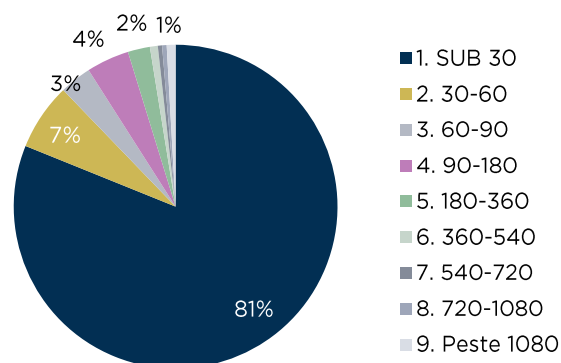
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 17. Distributie 2012 - DSO



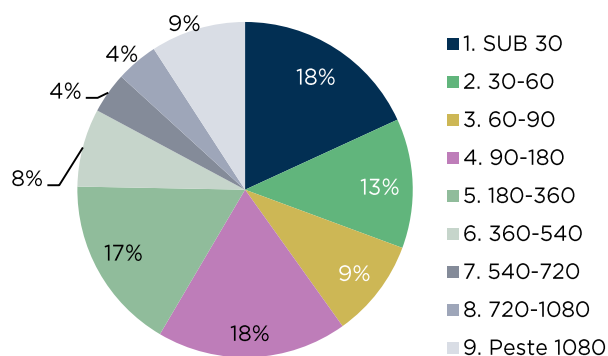
Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 18. Distributie 2012 - DIH



Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Graficul 19. Distributie 2012 - DPO



Sursa: MF, Date prelucrate Coface

Situatia de faliment tehnic a unei companii nu implica sub nicio forma valoarea de piata a activelor (chiar si a celor mai vandabile) in corelatie cu totalul datoriilor, ci mai degraba denota insuficienta fluxului curent de lichiditati in comparatie cu obligatiile scadente. Astfel, exceptand situatiile de fraudă sau rea intentie, riscul de insolventa este amplificat atunci cand compania subiect prezinta semnalmentele unei lichidati foarte precare, precum si un orizont incert (sau mai correct, putin predictibil) de continuare a activitatii⁸ (care de multe ori este conturat de orientarea cu precadere a datoriilor pe termen scurt, un grad de capitalizare foarte redus, precum si o pondere foarte scazuta a activelor imobilizate corporale in total active sau cu mult sub media specifica sectorului, toate aceste semnalmente definind o situatie in care strategia de exit este mult simplificata).

Analiza lichiditatilor companiilor din sectorul transporturilor rutiere de marfuri este completata de investigarea fluxului de numerar, unde se pot observa tranzactiile efective de plati si incasari pentru toate activitatile operationale, financiare sau investitionale. Un interes major prezinta lichiditatile operationale, pentru ca acestea reprezinta sursa de utilizare pentru destinatii financiare (rambursarea capitalului imprumutat) si investitionale (cu precadere in active imobilizate). Din pacate, prea putine companii realizeaza si depun aceste declaratii la institutiile abilitate, iar motivul principal consta in conditiile de obligativitate legale. In baza estimarilor Coface, un numar de doar 3.000 de companii implinesc conditiile privind obligativitatea depunerii situatiei fluxului de numerar. Dintre toti indicatorii derivati din fluxul de numerar, raportul dintre lichiditatea operationala si datoriile pe termen scurt este cel mai elocvent pentru a determina masura in care compania respectiva este capabila sa genereze suficient de multe lichiditati din activitatea de baza pentru a acoperi datoriile scadente intr-un orizont mai mic de un an. Normele de analiza financiara recomanda ca acest indicator sa fie pozitiv si cu valori mai mari decat 0,5.

Astfel, gradul de certitudine al indicatorilor de lichiditate determinati cu ajutorul bilantului este inferior celui determinat cu ajutorul analizei declaratiei de lichiditati, deoarece acesta confirma lichiditatea propriu-zisa a unei companii pe parcursul exercitiului financiar. Chiar daca acestea din urma nu sunt disponibile decat intr-o proportie foarte redusa, metoda indirecta poate fi folosita pentru a estima lichiditatea operationala. In baza calculelor proprii ale Coface, am optat pentru la determinarea lichiditatii operationale prin metoda indirecta. Cifrele confirma inca o data faptul ca problemele efective de lichiditate pot exista si la companiile care aparent inregistreaza un capital de lucru pozitiv, determinarea riscului de insolventa implicand o analiza mult mai profunda a lichiditatilor efective de care compania dispune si este capabila sa genereze pe parcursul exercitiilor financiare consecutive.

Analizand urmatorul tabel, observam ca aproximativ 46% dintre companiile care activeaza in sectorul transporturilor rutiere de marfuri, inregistreaza un capital de lucru pozitiv, dar pentru 60% dintre acestea lichiditatea efectiva este negativa sau nu acopera 50% din valoarea datoriilor pe termen scurt. Astfel, o analiza rapida a bilantului ar putea genera concluzii inselatoare, deoarece aceste companii nu dispun de o lichiditate suficienta pentru acoperirea datoriilor pe termen scurt.

⁸ "Going concern" - principiul conform caruia compania isi va continua activitatea la nesfarsit

Tabelul 2.

Rata Curenta/ CFO:DTS	Negativ	0 - 0,5	0,5 - 1	Peste 1	Total
Sub 0,5	1.334	3.077	775	321	5.507
0,5 - 1	1.017	2.173	571	228	3.989
1 - 1,5	683	917	308	203	2.111
1,5 - 2	622	301	310	178	1.411
2 - 4	775	352	286	483	1.896
Peste 4	1.330	171	152	1.136	2.789
Sub 0,5	1.334	3.077	775	321	5.507
Grand Total	5.761	6.991	2.402	2.549	17.703

Sursa: Date prelucrate Coface

De asemenea, daca o companie este profitabila, aceasta nu inseamna ca prezinta un risc de insolventa scazut. Rezultatul net pozitiv (dupa incidenta fiscala) nu reprezinta decat o potentare a unor lichiditati viitoare, in conditiile in care atat veniturile, cat si cheltuielile din CPP sunt formate din elemente monetare, cat si non-monetare. Astfel, riscul de insolventa este determinat semnificativ de masura in care datoriile scadente (exigibile) sunt acoperite prin lichiditati disponibile (sigure, deci nu potentiale sau viitoare), si este de preferat ca acestea din urma sa reprezinte disponibilitati din surse proprii (deci nu imprumutate).

Asa cum se observa in tabelul urmator, 6 din 10 companii care au inregistrat profituri pozitive in anul 2012, au in acelasi timp un flux de numerar negativ sau insuficient, comparativ cu valoarea datoriilor pe termen scurt. Aceste companii sunt cele marcate cu rosu si reprezinta firme care au priorizat rezultatul comercial in dauna celui prudential. Furnizorii acestor companii nu ar trebui sa fie impresionati de profiturile inregistrate de partenerii lor, ci ar trebui sa chestioneze calitatea acestora, in conditiile in care rezultatele obtinute nu sunt sustenabile din cauza gradului de lichiditate foarte redus. De remarcat ca normele de analiza financiara semnaleaza ca viteza de revenire la o medie sau contractie a profiturilor este cu atat mai mare cu cat ponderea lor non-monetara este mai mare.

In schimb, doar 17% din totalul companiilor din sectorul analizat care inregistreaza pierderi, prezinta o lichiditate suficienta pentru acoperirea datoriilor pe termen scurt. Astfel, putem aprecia ca o pierdere operationala este echivalenta cu probleme de lichiditate in proportie de 83%, in timp ce raportarea unor profituri nu ar trebui sa fie suficienta pentru garantarea unui credit comercial/ expuneri, deoarece in proportie de 60%, aceste profituri nu sunt monetare.

Tabelul 3.

Rezultat Net/ CFO:DTS	Negativ	0 - 0,5	0,5 - 1	Peste 1	Total
Sub -50%	915	834	276	119	2.144
-25% ~ -50%	679	700	134	92	1.605
-25% ~ 0%	1.876	2.278	559	380	5.093
0% ~ 25%	2.067	3.026	1.318	1.598	8.009
25% ~ 50%	131	111	78	253	573
Peste 50%	93	42	37	107	279
Grand Total	5.761	6.991	2.402	2.549	17.703

Sursa: Date prelucrate Coface

Coface a optat pentru o analiza de corelatie intre dinamica cifrei de afaceri si indicatorii de lichiditate efectiva, obtinand acelasi concluzii precum cele enumerate la punctul anterior, in sensul ca 70% dintre firmele care au raportat o cifra de afaceri in crestere intampina in realitate probleme de lichiditate. Aceasta confirma ca dezvoltarea comerciala din perioada 2011 - 2012 a companiilor analizate nu este una calitativa din punctul de vedere al veniturilor (acestea prezinta volatilitate si un grad redus de persistenta monetara). Concluziile sunt sustinute de cifrele prezentate in urmatorul tabel:

 Tabelul 4.

Indice CA / CFO:DTS	Negativ	0 - 0,5	0,5 - 1	Peste 1	Total
1. -100% ~ -75%	496	308	84	73	961
2. -75% ~ -50%	493	434	114	104	1.145
3. -50% ~ -25%	757	768	183	212	1.920
4. -25% ~ 0%	1.124	1.343	356	489	3.312
5. 0% ~ 25%	1.058	1.457	488	596	3.599
6. 25% ~ 50%	494	781	264	314	1.853
7. 50% ~ 75%	267	390	143	154	954
8. 75% ~ 100%	178	262	86	86	612
9. 100% ~ 500%	511	774	245	247	1.777
EFFECT DE BAZA	192	294	104	85	675
NoInfo/Fara Activ	191	180	335	189	895
Grand Total	5.761	6.991	2.402	2.549	17.703

Sursa: Date prelucrate Coface

2. MODELUL ALTMAN Z-SCORE

Avand in vedere natura riscurilor multiple si complexe documentate anterior, o imagine per ansamblu (macroeconomic) poate fi obtinuta in urma unei analize bottom-up, plecand de la o abordare microeconomica si consolidand rezultatele ulterior la nivel sectorial. Unul dintre modelele cunoscute si utilizate in norma de analiza a riscului sectorial (plecand de la nivelul granulat al tuturor companiilor din acel sector), este modelul Altam Z-score:

$Z = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,11 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5$; unde:

X_1	Capital de lucru/ Active	Reflecta lichiditatea . O proportie foarte scazuta a capitalului de lucru (in special valori negative pentru mai mult de 3 ani consecutivi) in total active poate ridica probleme de finantare pentru companie.
X_2	Rezultatul reportat Sold/ Active	Reflecta rezervele si strategia investitionala a companiei . Valori inferioare sau in scadere a rezultatului reportat (cifra pe sold, componenta a capitalurilor proprii) poate indica un trend descrescator al profiturilor sau chiar eroziunea rezervelor din cauza pierderilor din ultimii ani.
X_3	Rezultat Exploatare/ Active	Reflecta rezultatul din exploatare si eficienta utilizarii activelor pentru generarea de venituri operationale . Valori inferioare pentru mai multi ani consecutivi pot indica o deterioare a rezultatului din activitatea curenta (de baza) a companiei.
X_4	Capitaluri Proprii/ Active	Reflecta structura de finantare si capacitatea de autofinantare a companiei . Valori inferioare indica dependenta

ridicata de finantare externa si perspective reduse de finantare aditionala.

X_5

Cifra de afaceri/ Active

Gradul de **eficienta cu care firma isi foloseste activele pentru a genera venit**. Valoarea este indicata sa fie apropiata de media industriei. Valori mici pot indica faptul ca prea mult capital este blocat in active. Valori foarte mari pot insemna ca firma are prea putine active pentru nivelul potential al vanzarilor

Interpretarea rezultatelor:

$Z < 1,20 \Rightarrow$ probabilitate ridicata de insolventa;

$1,20 < Z < 2,9 \Rightarrow$ probabilitate medie de insolventa;

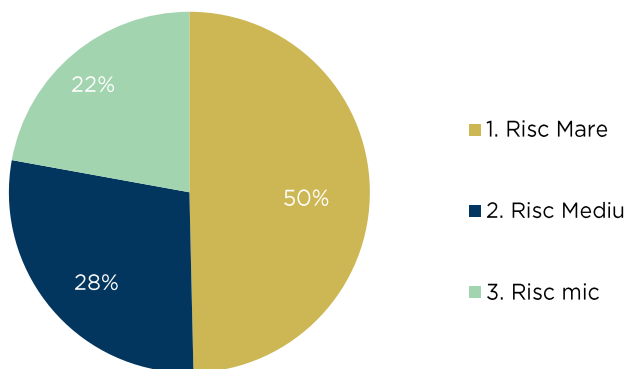
$Z > 2,90 \Rightarrow$ probabilitate scazuta de insolventa.

Din totalul celor 26.406 de companii care activeaza in sectoarele analizate si care au depus declaratiile financiare pentru anul 2012, un numar de 17.703 au prezentat datele financiare pe formatul extins, necesar in vederea calcularii indicatorilor din modelul descris anterior. Esantionul este relevant, in conditiile in care genereaza aproximativ 96% din cifra de afaceri a intregului portofoliu de companii.

Analizand rezultatele consolidate, observam ca:

- 50% din companii prezinta un risc de insolventa ridicat
- 28% din companii prezinta un risc de insolventa mediu
- 22% din companii prezinta un risc de insolventa scazut

Graficul 20. Altman Z-Score - distributie Risc Sector



Sursa: Date prelucrate Coface

Situatia financiara delicata a firmelor din sector, marcata in mod special de performanta operationala slaba si lichiditatea precara, si-au lasat amprenta asupra evolutiei companiilor pe parcursul anului 2013. Mai exact, 4.295 de companii din sectorul transporturilor rutiere de marfuri si-au incetat activitatea, acestea avand o medie de 12 ani de activitate, o cifra de afaceri cumulata de 1,25 MLD RON in conditiile in care datoriile totale depaseau 2,5 MLD RON.

Volumul si calibrul companiilor care si-au incetat activitatea pe parcursul anului 2013 este relativ egal cu cel al companiilor infiintate in sector in ambii ani 2011 & 2012 la un loc. Astfel, numarul de firme care si-au incetat activitatea raportat la cele nou infiintate intr-o perioada comparabila (un an) este de aproape 2.

3. FIRMELE DIN SECTOR SUB LUPA COFACE

În calitate de furnizor de servicii integrate pentru managementul riscului de credit, Coface România sustine constant rolul important pe care cunoasterea proactiva a situatiilor financiare a partenerilor de afaceri îl joacă în gestiunea riscurilor din cadrul tranzactiilor comerciale. Aceasta afirmatie este mai adevarata decat oricând, în conditiile de afaceri turbulente resimțite din momentul declansării efectelor crizei financiare pe plan local, marcate de sentimentul de incertitudine și riscuri multiple, complexe și cu un grad de corelare ridicat. Peste 70.000 de companii au intrat în insolventa în ultimii 3 ani, iar solvabilitatea multor companii a fost puternic afectata: industrii care au raportat creșteri semnificative înainte de 2008 au raportat ulterior ajustări negative severe. Dacă înainte de criza, obiectivul principal al multor corporatii era unul cantitativ, marcat de creșterea cotei de piață și depășirea concurenților, contextul actual este definit de o realitate foarte diferita. În acest nou context, cunoasterea evoluției situației financiare a principalilor parteneri de afaceri nu mai este o opțiune, ci devine imperios necesara.

În aceasta secțiune vom analiza distributia riscului pentru companiile care activează în sectorul transporturilor rutiere de marfuri și care au fost analizate individual de Coface pe parcursul anului 2013.

La nivelul întregului portofoliu, Coface România CMS a analizat individual pe parcursul anului 2013, la solicitarea partenerilor de afaceri sau pentru monitorizarea expunerilor directe în cadrul diviziei de asigurări, un număr de 36.000 de firme unice, cu o cifră de afaceri totală de aproximativ 180 MLD EUR, reprezentând aproximativ 70% din cifră de afaceri a tuturor firmelor active la nivel național.

Dintre acestea, 2.752 de companii desfășoară activitatea în sectorul analizat. Chiar dacă din punct de vedere numeric, esantionul analizat pare foarte mic (generând o pondere numerică de doar 10%), aceste companii sunt reprezentative, deoarece generează aproximativ 61% din totalul cifrei de afaceri înregistrate la nivelul întregului sector.

 **Tabelul 5. Corelatia dinamicii cifrei de afaceri cu fluxul de numerar raportat la datoriile pe termen scurt.**

Interval Rezultat Net/ CF:DTS %	Negativ	0 - 0,5	0,5 - 1	Peste 1	Total
Sub - 50%	12%	7%	1%	1%	22%
-25% ~ - 50%	6%	4%	1%	1%	11%
0 ~ - 25%	11%	12%	2%	1%	27%
0 ~ 25%	12%	15%	4%	3%	33%
25% ~ 50%	1%	1%	1%	1%	4%
Peste 50%	2%	0%	0%	1%	4%
Grand Total	44%	39%	9%	8%	100%

Sursa: Date prelucrate Coface

3.1. Distributie @rating score și comportament de plată

Descrierea sumara a metodologiei @rating Coface

Calcularea probabilitatii ca firma subiect sa intre în incapacitate de plată pentru următoarele 12 luni implica folosirea a 218 de variabile soft (referitoare la comportamentul de plată și descrierea companiei) și 299 de variabile financiare. Rezultatele obținute prin cele două categorii de variabile sunt ulterior consolidate pentru a genera un singur indicativ de risc. Exemple dintre variabilele folosite:

- Calitative (Soft): data inregistrarii firmei, forma de organizare, locatia, dezvoltarea, activitatea desfasurata (apartenenta la sector pentru evaluarea riscului sistemic), informatii despre actionari si relationarile cu alte firme, informatii despre comportamentul de plata, existenta unor cazuri in colectare (acces si interconectare la/ cu baza de date a departamentului de colectare din cadrul firmei, care ne ofera informatii despre comportamentul de plata al firmelor investigate) etc.;
- Financiare (Financial): se calculeaza in baza datelor financiare disponibile (atat dinamica indicatorilor din bilant, valorile absolute, cat si indicii calculati), spre exemplu: dinamica cifrei de afaceri, activele fixe, capitaluri proprii si componentelor acestora, indicatorii de lichiditate, solvabilitate, profitabilitate sau de activitate.

Scorul final (@rating-ul companiei) este obtinut ca o combinatie liniara a celor doua rezultate, cel financiar avand o pondere de 0,7, iar cel calitativ de 0,3. Scorul @rating Coface beneficiaza de asemenea de informatiile obtinute de catre Divizia de Asigurari Comerciale din cadrul Coface, care pune la dispozitia analistilor nostri informatii aditionale (de cele mai multe ori confidentiale care nu pot aparea in raport) despre firmele investigate.

Incadrarea in clase de risc a scoring-ului @rating:

Proceduri de insolventa/ colectare debite in curs	Risc foarte crescut			Risc peste nivelul mediu		Risc scazut				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

Scoring @rating: 1-3 (NIGA⁹).

Pentru companiile aflate in aceasta clasa de risc (NIGA) nu este recomandata investitia, asigurarea comerciala sau acordarea de credit comercial. Din acest motiv, valoarea maxima a expunerii recomandante pe aceste firme va fi intotdeauna zero.

In general, companiile aflate in aceasta clasa de risc (NIGA) au o evolutie descrescatoare (abrupta) mai multi ani la rand, comportament de plata riscant (incidente de plata foarte recente, se afla in interdictie bancara, au debite restante inregistrate in baza noastra de date), capitaluri proprii negative sau foarte mici (< 5% total active), lichiditate foarte scazuta, sunt foarte mici sau exista informatii negative pe linia asigurarilor comerciale (informatii confidentiale care nu pot fi furnizate in rapoartele de credit).

Scoring @rating 4-5 (NIG¹⁰)

Pentru companiile incadrate in aceasta clasa de risc nu este recomandata investitia, dar pot fi subiect al unei asigurari comerciale sau al unui credit comercial (cu precautie). Companiile cu scoring @rating 4 si 5 au atat aspecte negative, cat si pozitive: trend descrescator, dar structura financiara buna; datorii la buget, incidente vechi, cazuri de colectare recente inchise pozitiv (firma a achitat debitul), capitaluri negative, alaturi de evolutie pe partea de Cont de Profit si Pierdere buna.

⁹ Non-Investment Grade Aggravated

¹⁰ Non-Investment Grade

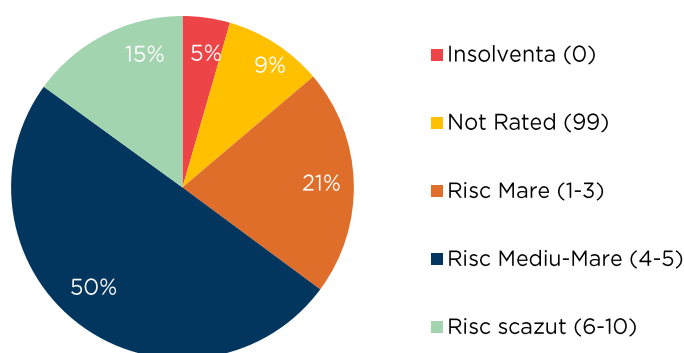
Scoring @rating 6-10 (IG¹¹)

Pentru companiile incadrate in aceasta clasa, riscul este considerat a fi scazut. Intotdeauna va exista o expunere comerciala recomandata pentru scoring-urile din aceasta clasa de risc.

Analizand distributia firmelor analizate pe clase de risc, observam urmatoarele:

- Doar 15% dintre companii prezinta un risc de insolventa scazut;
- 14% dintre companii erau deja in insolventa la momentul analizei companiei sau exista o cerere de insolventa pe rol, motiv pentru care evaluarea companiei a fost suspendata;
- Restul de 71% dintre companiile analizate prezinta un risc peste medie, o treime dintre acestea inregistrand un risc ridicat.

Graficul 21. @rating Coface - distributie Risc Sector



Sursa: Date prelucrate Coface

Regimul platilor - este un alt indicator important rezultat in urma analizei Coface prin raportul de credit realizat individual pentru fiecare firma in parte. Acest indicator influenteaza in mod direct expunerea maxima¹² recomandata de Coface si in mod indirect clasa de risc in care este incadrata firma subiect.

La acordarea acestui comentariu se iau in calcul mai multe elemente:

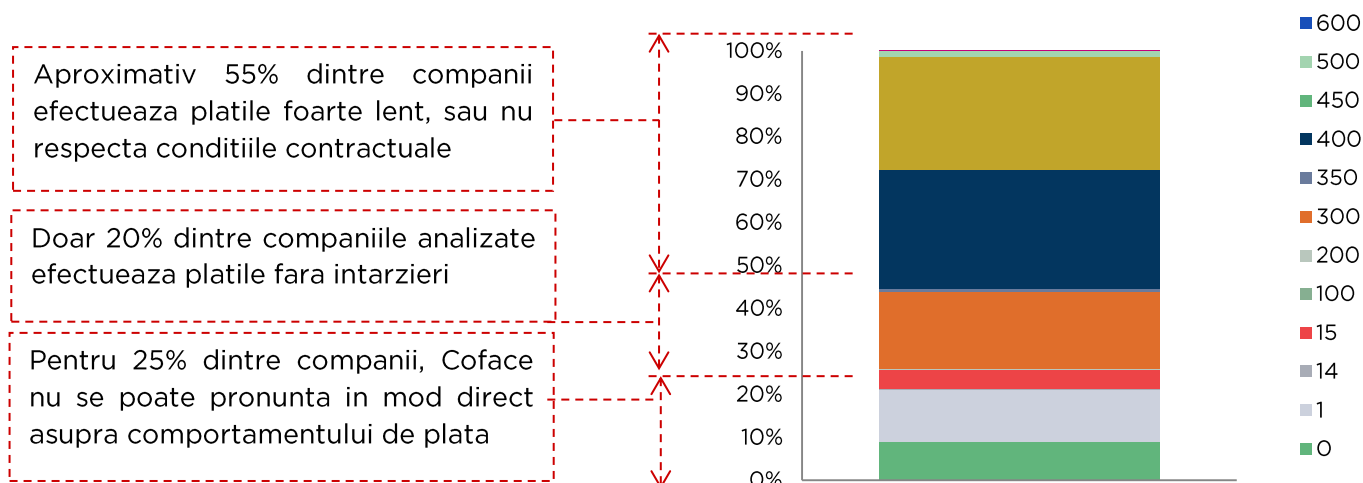
- incidentele de plata (interogarea CIP);
- datorii la Bugetul de Stat;
- indicatori financiari (grad indatorare, lichiditate: imediata si curenta, solvabilitate, zile de plata, capitalul de lucru);
- cazurile de colectare;
- cereri de insolventa.

¹¹ Investment Grade

¹² Limita superioara de credit acceptabila pentru un furnizor de bunuri sau prestari servicii cu plata la un termen mediu de 60 de zile (Se considera ca firma subiect are un numar mediu de 5 furnizori care livreaza bunuri sau presteaza servicii simultan).

Cod Plata	Semnificatie Cod Disciplina Platile
0	Nu sunt disponibile informatii de plati relevante.
1	Nu exista informatii despre incidente de plati in acest moment
12	In baza situatiei curente a firmei, Coface Central Europe nu poate furniza o apreciere finala privind comportamentul de plata al acesteia in momentul de fata.
14	In baza informatiilor disponibile in prezent, Coface Central Europe nu poate furniza o apreciere finala privind comportamentul de plata al acesteia in momentul de fata.
15	Datorita informatiilor de insolvabilitate/ colectare debite inregistrate, nu este posibila evaluarea regimului platilor in acest moment.
100	Platile se efectueaza cu foarte multa corectitudine.
200	Platile sunt facute cu regularitate.
300	Platile sunt facute conform conditiilor stabilite.
400	Platile nu sunt facute in mod regulat.
450	Platile se efectueaza lent.
500	Platile se efectueaza foarte lent.
550	Platile se efectueaza extrem de greu, periodic sunt necesare proceduri legale.
600	Platile au incetat.

Graficul 22. Distributia firmelor analizate in functie de comportamentul de plata



Limita de credit este stabilita ca % din cifra de afaceri lunara realizata de firma respectiva. Creditul maxim reprezinta limita superioara de credit acceptabila pentru un furnizor de bunuri sau servicii cu plata la termen mediu de 60 de zile si 5 furnizori simultan.

Din cauza situatiei financiare foarte delicate a firmelor analizate, doar 25% dintre companiile verificate de Coface pe parcursul anului 2013 beneficiaza de recomandare de limita de credit, si pentru acestea ponderea limitei de credit in cifra de afaceri lunara este sub 10%.

In concluzie, desi anul 2012 a fost unul foarte bun sub auspiciile cresterii vanzarilor pentru firmele din sectorul transporturilor rutiere de marfuri, acesta nu se observa si in performanta financiara a firmelor, sectorul inregistrand o pierdere neta. Acest lucru se datoreaza unui mediu concurential foarte agresiv, intr-o piata monopolistica care regaseste firmele cu un nivel ridicat al levierului financiar si operational. Anul 2012 a fost marcat o perioada de crestere a investitiilor, dar care au fost finantate intr-un mod defectuos, respectiv printr-un grad foarte redus de capitalizare. Mai mult de jumatate dintre companii inregistreaza un capital de lucru negativ pe parcursul anului 2012, nerespectand principiul maturitatii scadentelor privind alocarea de resurse catre investitii. Mai grav este ca 60% dintre companiile cu un capital de lucru pozitiv (deci care teoretic nu ar trebui sa aibe probleme de lichiditate), inregistreaza

un flux de numerar din activitatea operationala negativ sau care nu acopera nici macar jumatate din valoarea datoriilor pe termen scurt. Astfel, pe parcursul anului 2013 la fiecare firma nou infiintata s-au inregistrat 2 companii care si-au intrerupt activitatea. Modelele de evaluare analizate in prezentul studiu confirma riscul ridicat de insolventa al firmelor din sector, aproximativ 3 din 4 companii inregistrand un risc peste medie, in timp ce jumatate dintre firmele analizate nu efectueaza platile conform conditiilor stabilite.

Pentru mai multe informatii:
T. +40/21/231 60 20
comunicare-romania@coface.com
www.coface.ro

