

Shoqata e Kontabilistëve të Çertifikuar dhe Auditorëve të Kosovës

Society of Certified Accountants and Auditors of Kosovo

Menaxhment Financiar

**P7**

Nr.

**Zgjidhjet**

FLETË PROVIMI  
Exam Paper

**Udhëzime/Instructions:**

1. MOS E HAPNI DERISA T'IU LEJOHET PREJ MBIKËQYRËSIT
2. ËSHTË E DETYRUESHME PËRGJIGJA E GJITHA PYETJEVE
3. KOHA E LEJUAR ËSHTË 3 ORË
4. EMRI JUAJ NUK DUHET TË PARAQITET NË ASNJË FLETË TË KËTIJ PROVIMI

Data 07.02.2026

## Problemi 1

ABC shield Ltd është një prodhues vendor që prodhon materiale harxhuese laboratorike dhe pajisje të tjera mbrojtëse. Për shkak të kërkesës së kufizuar, kompania ka prodhuar vetëm pajisje mbrojtëse personale, përfshirë maska për fytyrën për stafin e saj, ndërkohë që prodhonte solucione dhe materiale harxhuese laboratorike gjatë pastrimit të derdhjeve të materialeve infektive. Gjatë shpërthimit të korona-virusit, kompania u përball me kërkesë më të lartë për maska fytyre. ABC Ltd po shqyrton një makineri të re “Makinë për Prodhimin e Maskave” (MMM) për të zëvendësuar makinerinë ekzistuese që aktualisht po përdoret në procesin e prodhimit. Makineria e re kërkon një investim prej € 12,000,000. Prodhimi i MMM pritet të zgjasë pesë vite, pas të cilave makineria do të shitet me € 3,000,000.

Maskat e prodhuara do të shiteshin me € 1,200 për kuti me një kosto variabile prej € 480 për kuti. ABC do të ketë kosto fikse të prodhimit (duke përfshirë zhvlerësimin) në shumën € 1,200,000 në vit. Kompania e zhvlerëson makinerinë duke përdorur metodën lineare (drejtëvizore).

Numri i kutive të maskave të fytyrës që priten të prodhohen dhe shiten në vit për pesë vitet e ardhshme tregohet në tabelën më poshtë:

Periudha (Viti)	Kutitë që priten të prodhohen
1	16,000
2	14,000
3	14,000
4	10,000
5	6,000

### Informacion Shtesë:

1. Kostoja e kapitalit të Kompanisë është 10% në vit.
2. Norma e tatimit mbi të ardhurat e korporatës është 30%.

### Kërkohet:

i) Llogaritni vlerën neto aktuale (NPV/NVT) pesë-vjeçare të ABC shield Ltd dhe këshilloni nëse duhet të investohet në Makinën për Prodhimin e Maskave apo jo. (15 pikë)

ii) Shpjegoni shkurtimisht DY lloje të opsioneve reale të disponueshme në vendimet për investime kapitale. (5 pikë)

iii) Në marrjen e vendimeve për investime, rrjedhat e parasë (cash-flows) konsiderohen të jenë më të rëndësishme se fitimet kontabël. Shpjego pse? (5 pikë)

(Totali: 25 pikë)

## Problemi 1 - zgjidhjet

### i) Llogaritja e Vlerës Neto Aktuale (NPV/NVT)

Hapi i parë: Llogaritja e Zhvlerësimit (Metoda Lineare)

Kosto e blerjes: 12,000,000 €

Vlera e rishitjes (pas 5 vitesh): 3,000,000 €

Jetëgjatësia: 5 vite

Zhvlerësimi Vjetor =  $(12,000,000 - 3,000,000) / 5$  vite

**Zhvlerësimi Vjetor = 1,800,000 €**

Të dhëna për llogaritje:

Kontributi për njësi = Çmimi i shitjes (1,200) - Kosto Variable (480) = **720 € për kuti**

Tabela e Llogaritjes së NPV dhe Rrjedhës së Parasë

Përshkrimi	Viti 0	Viti 1	Viti 2	Viti 3	Viti 4	Viti 5
Sasia (Kuti)		16,000	14,000	14,000	10,000	6,000
Kontributi (Sasia x 720)		11,520,000	10,080,000	10,080,000	7,200,000	4,320,000
Kosto Fikse		(1,200,000)	(1,200,000)	(1,200,000)	(1,200,000)	(1,200,000)
Zhvlerësimi		(1,800,000)	(1,800,000)	(1,800,000)	(1,800,000)	(1,800,000)
<b>Fitimi Para Tatimit</b>		<b>8,520,000</b>	<b>7,080,000</b>	<b>7,080,000</b>	<b>4,200,000</b>	<b>1,320,000</b>
Tatimi (30%)		(2,556,000)	(2,124,000)	(2,124,000)	(1,260,000)	(396,000)
<b>Fitimi Pas Tatimit</b>		<b>5,964,000</b>	<b>4,956,000</b>	<b>4,956,000</b>	<b>2,940,000</b>	<b>924,000</b>
Shto: Zhvlerësimin		1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000
Vlera e Rishitjes (Scrap)						3,000,000
Investimi Fillestar	(12,000,000)					
<b>Rrjedha Neto e Parasë</b>	<b>(12,000,000)</b>	<b>7,764,000</b>	<b>6,756,000</b>	<b>6,756,000</b>	<b>4,740,000</b>	<b>5,724,000</b>
Faktori Diskontues (10%)	1.000	0.909	0.826	0.751	0.683	0.621
<b>Vlera Aktuale (PV)</b>	<b>(12,000,000)</b>	<b>7,057,476</b>	<b>5,580,456</b>	<b>5,073,756</b>	<b>3,237,420</b>	<b>3,554,604</b>

#### Rezultati Përfundimtar:

NPV = Totali i PV (Vitet 1-5) - Investimi Fillestar

NPV = 24,503,712 - 12,000,000

**NPV = 12,503,712 €**

**Këshilla:** Meqenëse Vlera Neto Aktuale (NPV) është pozitive (12,503,712 €), kompania duhet të investojë në makinerinë e re pasi ky projekt do të rrisë vlerën e kompanisë.

## ii) Disa nga llojet e opsioneve reale në vendimet e investimeve kapitale

- **(a) Opsioni për të ndryshuar (Opsioni për të kaluar/ndërruar):** Nëse kushtet bëhen të favorshme, prodhimi mund të zgjerohet. Prodhimi gjithashtu mund të tkurret nëse kushtet bëhen të pafavorshme.
- **(b) Opsioni për braktisje:** Është opsioni për të ndërprerë një projekt ose një aset për të realizuar vlerën e tij të mbetur (shpëtimit). Nëse projekti ka vlerë braktisjeje, kjo efektivisht përfaqëson një opsion për vetë projektin (pronarin e projektit).
- **(c) Opsioni për të shtyrë:** I njohur gjithashtu si opsione të kohës së investimit. Për disa projekte, ekziston opsioni për të pritur, duke marrë kështu [informacione] të reja.
- **(d) Opsioni për tkurrje:** Është opsioni për të mbyllur (ose zvogëluar) një projekt në një moment në të ardhmen nëse kushtet janë të pafavorshme.
- **(e) Opsioni për të pritur:** Është opsioni i shtyrjes së vendimit të biznesit për në të ardhmen.

## iii) Pse rrjedhat e parasë (cashflows) janë më të rëndësishme se fitimet kontabël?

Në vendimet për investime, rrjedhat e parasë preferohen ndaj fitimeve kontabël për këto arsye:

1. **Likuiditeti:** Faturat, dividendët dhe investimet paguhen me para të thata (cash), jo me fitim kontabël. Fitimi mund të përfshijë shitje me kredi që ende nuk janë arkëtuar.
2. **Vlera në kohë e parasë:** Metodatat si NPV bazohen në parimin që paraja e sotme vlen më shumë se paraja e nesërme. Kjo llogaritet saktë vetëm mbi lëvizjet reale të parave, ndërsa fitimi kontabël përmban zëra "jo-cash" si zhvlerësimi.
3. **Objektiviteti:** Fitimi kontabël mund të manipulohet përmes zgjedhjes së politikave të ndryshme kontabël (si metodatat e zhvlerësimit), ndërsa rrjedha e parasë është faktike dhe tregon saktësisht aftësinë gjeneruese të projektit.

## Problemi 2

a) Objektivi parësor i menaxhimit të kapitalit punues (qarkullues) është shmangia e mbi/nën investimit në pasuritë afatshkurtra, pasi një sasi shumë e madhe mjjetesh bllokohen në pasuritë afatshkurtra në rrethanat praktike. Menaxhimi i kapitalit punues siguron që të ketë mjaftueshëm para të gatshme në dispozicion për të përmbushur kërkesat ditore për para të gatshme. Maksimizimi i fitimit është një tjetër objektivi parësor i menaxhimit të kapitalit punues. Menaxhimi i kapitalit punues përfshin menaxhimin e inventarit, llogarive të arkëtueshme, llogarive të pagueshme dhe parave të gatshme. Supozoni se jeni Drejtori Financiar i një kompanie me një program të madh investimesh.

**Kërkohet:**

**Diskutoni konfliktet që mund të lindin midis objektivave të Menaxhimit të kapitalit punues. (3 pikë)**

b) ABC Ltd prodhon një gamë të gjerë produktesh sanitare cilësore, duke filluar nga produktet e letrës deri te sapunët rrobash dhe detergjentët. Ajo është përzgjedhur si kompania më e mirë "Made in Kosova" që shet produkte sanitare cilësore. Mesatarisht, kompania ka shitur 2,000 njësi të produktit "Detergjentë" në muaj. Çmimi i blerjes për njësi të produktit është 200 €. Kostoja e blerjes së çdo porositjeje është 5,000 € dhe kostoja e mbajtjes është 10% e çmimit të blerjes.

**Kërkohet:**

**i) Llogaritni Sasinë Ekonomike të Porosisë (EOQ/SPE). (4 pikë)**

**ii) Llogaritni koston totale të inventarit (stoqeve) në vit. (4 pikë)**

**iii) Llogaritni koston totale të inventarit duke supozuar se kompania ka marrë një ofertë zbritjeje prej 1% për blerje prej të paktën 4,500 njësi për porosi. (4 pikë)**

**iv) Duke përdorur llogaritjet mbështetëse, këshilloni kompaninë nëse duhet ta përfitojë ofertën e zbritjes apo jo. (2 pikë)**

c) Informacioni në tabelën është nxjerrë nga librat e ABC Ltd në fund të vitit financiar të mbyllur më 31 dhjetor 2024 dhe 31 dhjetor 2025.

Përshkrimi	2024	2025
	€'000'	€'000'
Stok i lëndës së parë	20,000	30,000
Prodhim në proces	5,000	9,000
Stok i produkteve të gatshme (mallrat)	25,000	35,000
Debitorët tregtarë (Klientët/LL-A)	70,000	90,000
Shitjet vjetore	1,000,000	1,100,000
Kostoja e prodhimit	500,000	525,000
Kostoja vjetore e shitjes / KMSH	600,000	625,000
Kreditorët tregtarë (Furnitorët/LL-P)	55,000	50,000
Blerjet vjetore të lëndës së parë	350,000	390,000

**Kërkohet:**

**Llogaritni ciklin e kapitalit punues (në ditë) të ABC Ltd për vitin 2025. Shënim: supozoni 365 ditë në vit. (8 pikë)**

**(Totali: 25 pikë)**

## Problemi 2 - Zgjidhja

### a) Konfliktet midis objektivave të Menaxhimit të Kapitalit Punues

Konflikti kryesor në menaxhimin e kapitalit punues lind midis **Përfitueshmërisë** dhe **Likuiditetit**:

1. **Likuiditeti vs. Përfitueshmëria (fitimprurja):** Për të minimizuar rrezikun e mospagesës së borxheve, një kompani duhet të mbajë nivele të larta të parave të gatshme dhe inventarit (likuiditet i lartë). Megjithatë, këto mjete "të ngrira" nuk gjenerojnë kthim. Sa më shumë likuiditet të ketë, aq më e ulët priret të jetë përfitueshmëria (fitimi).
2. **Kostoja vs. Siguria:** Mbajtja e pak inventarëve kursen kosto magazinimi, por rrit rrezikun e ndalimit të prodhimit. Si Drejtor Financiar, ju duhet të gjeni pikën ku këto dy objektiva balancojnë njëra-tjetrën.

### b) Llogaritjet (në EURO)

Të dhënat fillestare:

- Kërkesa vjetore (D) = 2,000 njësi/muaj \* 12 muaj = 24,000 njësi
- Kostoja e porositjes (S) = 5,000 EURO
- Çmimi për njësi (P) = 200 EURO
- Kostoja e mbajtjes (H) = 10% e 200 EURO = 20 EURO për njësi

i) **Sasia Ekonomike e Porosisë (EOQ):** Formula: Rrënja katrore e  $[(2 * D * S) / H]$  Llogaritja: Rrënja  $[(2 * 24,000 * 5,000) / 20] =$  Rrënja  $[12,000,000]$  **EOQ = 3,464 njësi**

ii) **Kostoja totale e inventarit per annum (me EOQ):**

- Kostoja e blerjes: 24,000 njësi \* 200 EURO = 4,800,000 EURO
- Kostoja e porositjes:  $(24,000 / 3,464) * 5,000$  EURO = 34,642 EURO
- Kostoja e mbajtjes:  $(3,464 / 2) * 20$  EURO = 34,640 EURO
- **Kostoja Totale = 4,869,282 EURO**

iii) **Kostoja totale me skonto 1% (Për 4,500 njësi):**

- Çmimi i ri me skonto:  $200 * 0.99 = 198$  EURO
- Kostoja e re e mbajtjes (H):  $198 * 10\% = 19.8$  EURO
- Kostoja e blerjes:  $24,000 * 198$  EURO = 4,752,000 EURO
- Kostoja e porositjes:  $(24,000 / 4,500) * 5,000$  EURO = 26,667 EURO
- Kostoja e mbajtjes:  $(4,500 / 2) * 19.8$  EURO = 44,550 EURO
- **Kostoja Totale me Skonto = 4,823,217 EURO**

iv) **Vendimi dhe Këshilla:** Kompania duhet ta pranojë ofertën e skontos. Duke blerë 4,500 njësi në vend të EOQ-së, kompania kursen **46,065 EURO** në vit (4,869,282 - 4,823,217).

### c) Cikli i Kapitalit Punues për vitin 2025 (në ditë)

Për llogaritjen e ditëve, kemi përdorur vlerat mesatare (Viti 2024 + Viti 2025 pjesëtuar për 2).

1. **Periudha e mbajtjes së Lëndës së Parë:** (Mesatarja e stokut të lëndës së parë / Blerjet vjetore) \* 365 (25,000 / 390,000) \* 365 = **23.40 ditë**
2. **Periudha e Prodhimit në Proces (WIP/PP):** (Mesatarja e WIP / Kostoja e prodhimit) \* 365 (7,000 / 525,000) \* 365 = **4.87 ditë**
3. **Periudha e mbajtjes së Produkteve të Gatshme (Stoqet):** (Mesatarja e produkteve të gatshme / Kostoja e shitjes) \* 365 (30,000 / 625,000) \* 365 = **17.52 ditë**
4. **Periudha e Arkëtimit të Debitorëve (Klientët-LL/A):** (Mesatarja e debitorëve / Shitjet vjetore) \* 365 (80,000 / 1,100,000) \* 365 = **26.55 ditë**
5. **Periudha e Pagesës së Kreditorëve (Furnitorët-LL/P):** (Mesatarja e kreditorëve / Blerjet vjetore) \* 365 (52,500 / 390,000) \* 365 = **49.13 ditë**

**Llogaritja Përfundimtare e Ciklit:** Cikli = (Ditët e Lëndës së Parë + WIP + Produktet e Gatshme + Debitorët) - Kreditorët = (23.40 + 4.87 + 17.52 + 26.55) - 49.13 = **23.21 ditë**

**Cikli i Kapitalit Punues = 23.21 ditë**

### Problemi 3

a) Shpjegoni kuptimin e termit “kostoja e kapitalit” dhe shpjegoni pse një kompani duhet ta llogarisë koston e saj të kapitalit me kujdes. (4 pikë)

b) Renditni supozimet kryesore të koston së kapitalit që lidhen me vendimin për investim të një firme. (3 pikë)

c) Shpjegoni efektin e përdorimit të kapitalit të huaj (borxhit) në koston mesatare të ponderuar të kapitalit të firmës. (3 pikë)

d) Millennium investment Ltd dëshiron të mbledhë fonde në vlerë prej € 10 milionë për një projekt në mënyrën vijuese: € 6 milionë nga borxhi dhe € 4 milionë nga emetimi i aksioneve të reja ordinere/zakonshme. Struktura aktuale e kapitalit të kompanisë paraqitet në tabelën e mëposhtme.

#### Struktura e Kapitalit

Përshkrimi	Shuma
600,000 aksione ordinere/zakonshme plotësisht të paguara	€ 10 për aksion
Fitimet e mbajtura	€ 4,000,000
200,000, 10% aksione preferenciale	€ 20 për aksion
40,000, 6% obligacione afatgjata	€ 150 për obligacion

Vlera aktuale e tregut e aksioneve ordinere të kompanisë është € 60 për aksion. Dividenti i pritshëm i aksioneve ordinere pas një viti është € 2.4 për aksion. Shkalla (norma) mesatare e rritjes si në dividendë ashtu edhe në fitime ka qenë 10% gjatë viteve të kaluara dhe kjo shkallë rritjeje pritet të ruhet në të ardhmen e parashikueshme.

Obligacionet afatgjata të kompanisë aktualisht tregtohen me € 100 për secilin. Obligacionet do të maturohen pas 100 vitesh. Aksionet preferenciale u emetuan katër vite më parë dhe ende tregtohen me vlerën e tyre nominale. Supozoni një shkallë tatimore prej 30%.

#### Kërkohet:

i. Llogaritni koston e komponentit të kapitalit aksionar ordiner/zakonshëm. *Shënim: Rrumbullaksoni përgjigjen tuaj në dy shifra dhjetore.* (3 pikë)

ii. Llogaritni koston e komponentit të kapitalit në formë borxhi (borxhin). *Shënim: Rrumbullaksoni përgjigjen tuaj në dy shifra dhjetore.* (3 pikë)

iii. Llogaritni koston e komponentit të kapitalit në formë të aksioneve preferenciale (aksionet preferenciale). (3 pikë)

iv. Llogaritni koston mesatare të ponderuar aktuale të kapitalit (KMPK/WACC) të kompanisë. *Shënim: Rrumbullaksoni përgjigjen tuaj në dy shifra dhjetore.* (6 pikë)

(Totali: 25 pikë)

### Problemi 3 - Zgjidhja

#### a) Kuptimi i termit "kosto e kapitalit" dhe pse një kompani duhet ta llogarisë atë me kujdes

Kjo është norma që përdoret për të skontuar flukset (rrjedhjet) e ardhshme të parasë së një biznesi, për të përcaktuar vlerën e firmës. Kostoja e kapitalit mund të shihet si kthimi minimal i kërkuar nga investitorët dhe duhet të përdoret gjatë vlerësimit të propozimeve për investime.

Për të maksimizuar pasurinë e aksionarëve, rregulli bazë i vendimmarrjes është që nëse flukset e parasë që lidhen me një propozim investimi janë negative, propozimet duhet të refuzohen. Megjithatë, nëse flukset e skontuara (VT) të parasë janë pozitive, propozimet duhet të pranohen. Skontimi kryhet duke përdorur koston e kapitalit të firmës.

#### Pse kostoja e kapitalit duhet të llogaritet me kujdes:

- Dështimi për të llogaritur saktë koston e kapitalit mund të rezultojë në marrjen e vendimeve të gabuara për investime.
- Kur kostoja e kapitalit është e nënvlerësuar, propozimet për investime të cilat duhet të refuzohen, mund të pranohen.
- Në mënyrë të ngjashme, kur kostoja e kapitalit është e mbivlerësuar, propozimet për investime mund të refuzohen edhe pse duhet të pranoheshin. Në të dyja rastet, aksionarët do të pësonin humbje.

**SHËNIM:** Ekziston një marrëdhënie e zhdrejtë midis Vlerës Aktuale Neto (NPV/NVT) dhe koston së kapitalit. Sa më e lartë të jetë kostoja e kapitalit, aq më e ulët është NPV dhe anasjelltas.

#### b) Supozimet kryesore të koston së kapitalit për vendimin e investimit të firmës

- **Bazohet në Rrezikun Operacional:** p.sh. Rreziku i Biznesit të firmës, i cili përcaktohet nga Kostot Fikse të Operacioneve. Kostoja e kapitalit i nënshtrohet vëllimit të kostove fikse të operacioneve të firmës.
- **Bazohet në Rrezikun Financiar:** i referohet angazhimeve financiare të firmës. Interesi mbi obligacionet dhe dividenti preferencial duhet të paguhet pa dështim, pavarësisht nga fitimet e firmës, sipas kushteve të emetimit. Sa më të larta të jenë angazhimet financiare fikse, aq më shumë duhet të fitojë firma për të ruajtur interesin e aksionarëve.
- **Kushtet Operacionale:** Struktura e kapitalit mbetet e pandryshuar përveç rastit kur kostoja e kapitalit të firmës ndryshon.
- Për projekte të reja, fondet mblidhen vetëm në të njëjtën proporcion.
- Gjithashtu supozohet se peshat (ponderimet) nuk ndryshojnë.

#### c) Efekti i përdorimit të kapitalit të huaj në WACC të firmës

Në fazat fillestare të përdorimit të borxhit, Kostoja Mesatare e Ponderuar e Kapitalit (WACC) do të jetë në rënie deri në një pikë ku WACC do të jetë minimale. Kjo ndodh sepse:

1. Kapitali i borxhit ofron mbrojtje tatimore (tax shield) për firmën dhe kostoja e borxhit pas tatimit është e ulët.
2. Kostoja e borxhit është natyrisht e ulët sepse është e fiksuar me kontratë dhe e sigurt.

Përtej nivelit optimal të levës financiare, WACC/KMPK do të fillojë të rritet pasi kostoja e borxhit rritet për shkak të rrezikut të lartë financiar.

d)

### i. Kostoja e kapitalit aksionar ordiner (Ke)

Për llogaritjen e koston së aksioneve ordinere përdorim Modelin e Rritjes së Dividentit:

**Formula:**  $Ke = (\text{Dividenti i pritshëm} / \text{Çmimi aktual}) + \text{Shkalla (norma) e rritjes}$

- Dividenti i pritshëm (D1) = 2.4 Euro
- Çmimi i tregut (P0) = 60 Euro
- Shkalla e rritjes (g) = 10% (ose 0.10)

**Llogaritja:**

$$Ke = (2.4 / 60) + 0.10$$

$$Ke = 0.04 + 0.10 = 0.14 \text{ ose } \mathbf{14.00\%}$$

### ii. Kostoja e kapitalit të borxhit (Kd)

Për obligacionet me maturim afatgjatë, llogarisim koston pas tatimit duke marrë parasysh vlerën e tregut dhe vlerën e shlyerjes.

- Interesi vjetor (I) = 6% e 150 Euro = 9 Euro
- Tatimi (T) = 30% (ose 0.30)
- Vlera e shlyerjes (RV) = 150 Euro
- Vlera e tregut (MV) = 100 Euro
- Vitet deri në maturim (n) = 100

**Llogaritja e koston pas tatimit:**

$$\text{Interesi pas tatimit} = 9 \text{ Euro} * (1 - 0.30) = 6.3 \text{ Euro}$$

$$\text{Amortizimi i zbritjes} = (150 - 100) / 100 \text{ vite} = 0.5 \text{ Euro}$$

$$\text{Vlera mesatare e borxhit} = (150 + 100) / 2 = 125 \text{ Euro}$$

$$Kd = (6.3 + 0.5) / 125$$

$$Kd = 6.8 / 125 = 0.0544 \text{ ose } \mathbf{5.44\%}$$

### iii. Kostoja e aksioneve preferenciale (Kp)

Meqenëse tregtohen me vlerën nominale (par value), kostoja është e barabartë me normën e dividendit të tyre.

**Formula:**  $K_p = \text{Dividenti preferencial} / \text{Çmimi i tregut}$

- Dividenti preferencial = 10% e 20 Euro = 2 Euro
- Çmimi i tregut = 20 Euro

**Llogaritja:**

$$K_p = 2 / 20 = 0.10 \text{ ose } 10.00\%$$

#### iv. Kostoja Mesatare e Ponderuar e Kapitalit (KMPK/WACC)

Llogaritja bëhet duke bazuar peshat në vlerat e tregut.

##### 1. Llogaritja e Vlerave të Tregut:

- Aksionet Ordinere: 600,000 aksione \* 60 Euro = 36,000,000 Euro
- Aksionet Preferenciale: 200,000 aksione \* 20 Euro = 4,000,000 Euro
- Borxhi (Obligacionet): 40,000 obligacione \* 100 Euro = 4,000,000 Euro
- **Vlera Totale e Tregut = 44,000,000 Euro**

##### 2. Tabela e WACC/KMPK:

Burimi i Kapitalit	Vlera e Tregut (Euro)	Pesha	Kostoja	WACC (Pesha x Kosto)
Aksione Ordinere	36,000,000	0.818	14.00%	11.45%
Aksione Preferenciale	4,000,000	0.091	10.00%	0.91%
Borxhi (Obligacionet)	4,000,000	0.091	5.44%	0.50%
<b>TOTALI</b>	<b>44,000,000</b>	<b>1.000</b>		<b>12.86%</b>

**Përfundimi:** Kostoja Mesatare e Ponderuar e Kapitalit (WACC) është 12.86% = 13%

## Problemi 4

Informatat financiare të kompanisë ABC SHPK, një kompani e listuar në bursë, janë dhënë si në vijim:

	€m	
Fitimi pas tatimit (fitimet)	66.6	
Dividenda	40.0	
Informatat nga bilanci i gjendjes:		
	€m	€m
Pasuritë jo-qarkulluese		595
Pasuritë qarkulluese		125
		-----
Pasuritë totale		720
		-----
Detyrimet afatshkurtra		70
Kapitali		
Aksionet e zakonshme (të vlerës nominale €1)	80	
Rezervat	410	
	-----	
		490
Detyrimet afatgjata		
Kredia bankare 6%	40	
Obligacionet 8% (të vlerës nominale €100)	120	
	-----	
		160
		-----
		720
		-----

Analistët financiar kanë parashikuar që dividendat e kompanisë ABC SHPK do të rritet në të ardhmen me një normë prej 4% në vit. Kjo është pak më e ultë sesa rritja e parashikuar e fitimit pas tatimit (fitimet) të kompanisë, e cila është 5% në vit. Drejtori financiar mendon se, bazuar në rrezikun e shoqëruar me rritjet e pritura të fitimeve, një normë e fitimit prej 11% në vit mund të aplikohet për qëllime të vlerësimit.

ABC SHPK ka një kosto të ekuitetit prej 10% në vit dhe kosto të borxhit para tatimit 7% në vit. Obligacionet prej 8% do të ri-blihen sipas vlerës nominale pas 6 viteve. ABC SHPK paguan tatimin në fitim prej 30% në vit dhe çmimi pa(ex)-dividendë i aksioneve është 8.5€/aksion.

**Kërkohe:**

**a) Kalkuloni vlerën e kompanisë ABC SHPK duke përdorur këto metoda:**

- (i) metodën e vlerës së aseteve neto;**
- (ii) metodën e rritjes së dividendës;**
- (iii) metodën e bazuar në rritjen e fitimeve;**

**(9 pikë)**

**(b) Diskutoni mangësitë e metodës së rritjes së dividendës si mënyrë e vlerësimit të aksioneve të kompanisë. (6 pikë)**

**(c) Kalkuloni WACC/KMPK pas tatimit të kompanisë ABC SHPK duke u bazuar në vlerat e tregut aty ku është e mundshme. (10 pikë)**

**(Totali = 25 pikë)**

## Problemi 4 - Zgjidhjet

(a)

### Vlerësimi sipas metodës së asetëve neto

Në mungesë të informatave lidhur me vlerën e realizueshme (të tregut) apo kostot e zëvendësueshme, vlera e asetëve neto do të bazohen në vlerat sipas kontabilitetit. Kjo përfshinë shumën e pasurive jo-qarkulluese dhe neto asetëve qarkulluese, minus borxhet afatgjata =  $595 + 125 - 70 - 160 = \text{€}490 \text{ milion}$ .

### Metoda e rritjes së dividendës

Dividendët totale priten të rriten me një normë prej 4% në vit dhe ABC SHPK ka një kosto të ekuitetit prej 10%.

Vlera e kompanisë është =  $(40m \times 1.04) / (0.1 - 0.04) = \text{€}693 \text{ milion}$ .

### Metoda e rritjes së fitimeve

Fitimi pas tatimit është 66.6€ milion dhe drejtori financiar i ABC SHPK mendon se një normë prej 11% në vit mund të aplikohet për qëllime të vlerësimit. Duke injoruar rritjen, vlera e kompanisë është  $66.6m / 0.11 = \text{€}606 \text{ milion}$ . Në mënyrë alternative, fitimi pas tatimit pritet të rritet me një normë vjetore prej 5% për vit dhe rritja e fitimeve mund të inkorporohet në këtë metodë duke përdorur metodën e rritjes si në vijim.

Vlera e kompanisë =  $(66.6m \times 1.05) / (0.11 - 0.05) = \text{€}1,166 \text{ milion}$ .

(b)

Modeli i rritjes së dividendës (MRRD/DGM) është mjaft i aplikueshëm gjatë vlerësimit të aksioneve të zakonshme (pra në vlerësimin e kompanive), por ekzistojnë disa mangësi në aplikimin e kësaj metode.

### Norma e ardhshme e rritjes së dividendës

Kjo metodë është e bazuar në supozimin se norma e ardhshme e rritjes së dividendës është konstante, por praktika tregon se kjo është mjaft e rrallë. Kjo mund të shikohet si më pak problematike nëse norma e ardhshme e rritjes së dividendës konsiderohet si normë mesatare e rritjes.

Përlllogaritja e normës së ardhshme të dividendës është mjaft e vështirë në praktikë dhe rezultati i nga kjo metodë është shumë i ndryshëm nga ndryshimet e vogla në këtë variabël kryesore. Është praktikë e zakonshme të përlllogaritet norma e ardhshme e rritjes së dividendës duke kalkuluar normën historike të rritjes së dividendës, por supozimi se e kaluara do të reflektoj të ardhmen është shumë lehtë të sfidohet.

### Kosto e ekuitetit

Kjo metodë supozon se kosto e ardhshme e ekuitetit është konstante, kur në praktikë ajo mund të ndryshoj mjaft shpesh. Kosto e ekuitetit mund të kalkulohet duke përdorur modelin e vlerësimit të asetëve kapitale (CAPM), por ky model zakonisht merr për bazë të dhëna historike, të cilat mund të mos reflektojnë me saktësi parashikimet lidhur me të ardhmen.

### Dividendët zero

Ndonjëherë është supozuar se kjo metodë nuk mund të aplikohet në rastet kur dividenda e paguar është zero, por kjo varet nga fakti nëse parashihen ose dividendët në të ardhmen. Nëse dividendët parashikohen të paguhen në një datë në të ardhmen, atëherë kjo metodë mund të

aplikohet në pikën e pagesës së dividendës, e cila më pas mund të skontohej për të dhënë çmimin ex-dividendë të aksioneve. Vetëm në rastet kur dividenda nuk është paguar dhe nuk pritet të paguhet, kjo metodë nuk do të gjejë aplikim.

(c)

#### **Vlera e tregut e ekuitetit**

ABC SHPK posedon 80 milion aksione dhe secili ka një vlerë prej €8.5/aksion.

Vlera e tregut e tyre është  $80 \times 8.50 = €680$  milion.

#### **Kosto e ekuitetit**

Kjo vlerë është e dhënë: 10% në vit.

#### **Vlera e tregut e obligacioneve 8%**

Vlera e tregut e obligacioneve do të jenë vlera e tanishme e rrjedhjeve të parasë në të ardhmen (interesi dhe principal) nga posedimi i obligacioneve. Interesi vjetor është 8% dhe obligacionet do të riblehen pas 6 viteve, sipas vlerës së tyre nominale prej 100€ për obligacion. Kosto e borxhit para tatimit është 7% në vit, dhe kjo përqindje përdoret si normë skontuese.

Vlera e tanishme e interesit të ardhshëm =  $(8 \times 4.767) = €38.14$

Vlera e tanishme e principalit të ardhshëm =  $(100 \times 0.666) = €66.60$

Vlera ex-interes e obligacionit =  $38.14 + 66.60 = €104.74$  për obligacion

Vlera e tregut e obligacioneve =  $120m \times (104.74/100) = €125.7$  milion

#### **Kosto e obligacioneve pas tatimit**

Kosto e borxhit para tatimit është 7% në vit (e dhënë).

Kosto e borxhit pas tatimit është =  $7 \times (1 - 0.3) = 7 \times 0.7 = 4.9\%$  në vit

#### **Vlera e kredisë bankare 6%**

Kredia bankare nuk ka vlerë të tregut dhe si rezultat vlera e saj në libra prej €40 milion shfrytëzohet për të kalkuluar koston mesatare të ponderuar të kapitalit (WACC/KMPK).

#### **Kosto e kredisë bankare pas tatimit**

Norma e interesit të kredisë bankare mund të shfrytëzohet si kosto e kredisë para tatimit.

Kosto e kredisë bankare pas tatimit =  $6 \times (1 - 0.3) = 6 \times 0.7 = 4.2\%$  për vit.

#### **Kosto mesatare e ponderuar e kapitalit pas tatimit (WACC/KMPK)**

Vlera totale e kompanisë =  $680m + 125.7m + 40m = €845.7m$ .

WACC pas tatimit =  $((680m \times 10) + (125.7m \times 4.9) + (40 \times 4.2))/845.7 = 9.0\%$  për vit.