

Shoqata e Kontabilistëve të Çertifikuar dhe Auditorëve të Kosovës

Society of Certified Accountants and Auditors of Kosovo

Menaxhment Financiar
(zgjidhjet)

P7

Nr.

FLETË PROVIMI
Exam Paper

Udhëzime/Instructions:

1. MOS E HAPNI DERISA T'JU 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 03.10.2026

Problemi 1

Dardania Pack SH.P.K. po shqyrton një linjë të re prodhimi për ambalazhe. Projekti do të zgjasë katër vjet. Drejtori financiar kërkon vlerësimin e rrjedhave shtesë të parasë dhe të rrezikut të çmimit të shitjes.

Të dhënat e projektit

Makineria kushton 600,000 € dhe instalimi 40,000 €. Të dyja paguhen menjëherë. Në fund të vitit 4, makineria pritët të shitet për 80,000 €; kjo është një shumë nominale e parashikuar.

Zëri, me çmimet aktuale (sot)	Vlera	Inflacioni vjetor
Çmimi i shitjes për njësi	40 €	3%
Kostoja variabile për njësi	22 €	4%
Kostot fikse operative vjetore	100,000 €	3%

Inflacioni zbatohet nga viti 1 dhe në mënyrë kumulative në vitet pasuese. Të gjitha njësitë e prodhuara shiten në vitin përkatës. Kostot fikse më sipër nuk përfshijnë zhvlerësimin, qiranë e humbur ose shpërndarjen administrative të përmendur më poshtë.

Viti	1	2	3	4
Shitjet, njësi	16,000	22,000	25,000	18,000

Informacion shtesë

1. Kapitali qarkullues kërkon 50,000 € në vitin 0 dhe një shtesë prej 10,000 € në fund të vitit 1. Gjendja prej 60,000 € mbahet deri në fund të vitit 4, kur rikuperohet plotësisht. Këto shuma nuk indeksohen me inflacionin.

2. Norma e tatimit në fitim është 20%. Tatimi paguhet një vit pas vitit në të cilin krijohet detyrimi. Baza e lejimit kapital është 640,000 € dhe zbritet në katër këste të barabarta, nga viti 1 deri në vitin 4. Kompania ka fitime të tjera të mjaftueshme për të shfrytëzuar çdo humbje tatimore; kursimi përkatës realizohet gjithashtu një vit më vonë.

3. Një studim (hulumtim) tregu prej 25,000 € është paguar tashmë dhe nuk ka efekte tatimore të ardhshme. Projekti do të përdorë një depo që, pa projektin, do të jepte të ardhura neto nga qiraja prej 10,000 € në fund të çdo viti. Kjo qira është e tatueshme dhe nuk ndryshon gjatë katër viteve. Departamenti i kontabilitetit propozon t'i shpërndajë projektit edhe 15,000 € shpenzime administrative në vit, megjithëse shpenzimet totale të kompanisë nuk do të ndryshojnë nga kjo shpërndarje (shpenzime total i kompanisë mbetet i njëjtë).

4. Kostoja nominale e kapitalit pas tatimit është 12%. Përveç pagesave të përcaktuara ndryshe, rrjedhat ndodhin në fund të vitit.

Kërkohet:

a) Shpjegoni trajtimin në vlerësimin e projektit të studimit të tregut, qirasë së humbur dhe shpenzimeve administrative të shpërndara. (3 pikë)

b) Përgatitni rrjedhat përkatëse të parasë nga momenti 0 deri në fund të vitit 5 dhe llogaritni vlerën neto të tanishme (VNT/NPV). Tregoni veçmas llogaritjen dhe kohën e pagesës së tatimit. (15 pikë)

c) Llogaritni përqindjen maksimale me të cilën mund të ulen çmimet e parashikuara të shitjes në të gjitha vitet, që VNT-ja të bëhet zero. Supozoni se sasi, kostot, kapitali qarkullues dhe vlera e shitjes së makinerisë mbeten të pandryshuara. Respektoni vonesën njëvjeçare të tatimit. (4 pikë)

d) Rekomandoni nëse projekti duhet të pranohet. Mbështeteni përgjigjen në VNT dhe në rezultatin e ndjeshmërisë; identifikoni edhe një faktor jo-financiar përpara vendimit përfundimtar. (3 pikë)

Viti	0	1	2	3	4	5
Faktori në 12%	1.0000	0.8929	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674

(Totali: 25 pikë)

Problemi 1 – Zgjidhja

a) Kostot relevante

Studimi i tregut: 25,000 € përjashtohen, sepse janë kosto e fundosur dhe nuk krijojnë rrjedhë të ardhshme ose kursim tatimor të ardhshëm. Qiraja e humbur: 10,000 € për vit përfshihen si kosto oportune; projekti e eliminon këtë të ardhur. Administrata e shpërndarë: 15,000 € për vit përjashtohen, sepse nuk e ndryshojnë shpenzimin total të kompanisë.

b) Rrjedhjet përkatëse (relevante) të parasë dhe VNT (NVT)

Çmimi në vitin $t = 40 \times 1.03^t$. Kostoja variabile për njësi = 22×1.04^t . Kostot fikse operative = $100,000 \times 1.03^t$. Qiraja e humbur mbetet 10,000 € në vit.

Llogaritjet operative, €	Viti 1	Viti 2	Viti 3	Viti 4
Njësité	16,000	22,000	25,000	18,000
Çmimi për njësi (€)	41.2000	42.4360	43.7091	45.0204
Kosto variabile për njësi (€)	22.8800	23.7952	24.7470	25.7369
Të ardhurat nga shitja	659,200	933,592	1,092,727	810,366
Kostot variabile	(366,080)	(523,494)	(618,675)	(463,264)
Kostot fikse në para	(103,000)	(106,090)	(109,273)	(112,551)
Qiraja e humbur	(10,000)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
Rrjedha operative para tatimit	180,120	294,008	354,779	224,551

Lejimi kapital vjetor = $(600,000 + 40,000) / 4 = 160,000$ €/vit. Kjo vlerë është zbritje për llogaritjen e tatimit, jo dalje e parasë. Vlera tatimore në fund të vitit 4 është zero; sipas kushtit, 80,000 € nga shitja përfshihen në bazën tatimore të atij viti (viti 4).

Llogaritja e tatimit, €	Viti 1	Viti 2	Viti 3	Viti 4
Rrjedha operative para tatimit	180,120	294,008	354,779	224,551
Lejimi kapital	(160,000)	(160,000)	(160,000)	(160,000)
Shtesa tatimore nga shitja e makinerisë	—	—	—	80,000
Fitimi i tatueshëm	20,120	134,008	194,779	144,551
Tatimi 20%	4,024	26,802	38,956	28,910
Viti i pagesës së tatimit (1 vit me vonesë)	2	3	4	5

Tatimi i vitit 4 është 28,910.29 €, përfshirë 16,000 € efekt tatimor nga shitja. Ai paguhet në vitin 5, edhe pse aktiviteti i projektit përfundon në vitin 4.

Problemi 1 – Rrjedhat përfundimtare e parasë dhe ndjeshmëria

Viti	Rrjedha operative	Tatimi i paguar	Pajisje dhe KQ ¹	Rrjedha neto e parasë	Faktori skontues 12%	Vlera e tanishme (VT)
0	—	—	(690,000)	(690,000)	1.000000	(690,000)
1	180,120	—	(10,000)	170,120	0.892857	151,893
2	294,008	(4,024)	—	289,984	0.797194	231,173
3	354,779	(26,802)	—	327,978	0.711780	233,448
4	224,551	(38,956)	140,000	325,596	0.635518	206,922
5	—	(28,910)	—	(28,910)	0.567427	(16,404)
VNT						117,031

Të gjitha shumatat në euro. ¹ Momenti 0: makineria dhe instalimi 640,000 € + KQ 50,000 €. Viti 1: vetëm shtesa e KQ 10,000 €. Viti 4: shitja 80,000 € + rikuperimi i KQ 60,000 €.

$$\text{VNT (NVT)} = -690,000 + 151,892.86 + 231,173.15 + 233,447.96 + 206,921.92 - 16,404.48 = 117,031.42 \text{ €}.$$

c) Ndjeshmëria ndaj çmimit të shitjes

Një ulje e çmimit ul të ardhurat (shitjet) në vitet 1–4, por ul edhe tatimin e paguar në vitet 2–5. Nuk ndryshojnë sasisht, kostot variabile, kapitali qarkullues ose vlera e shitjes së makinerisë. Le të jetë x ulja e njëjtë në përqindje e çmimit në çdo vit.

$$\text{--VT e të ardhurave nga shitja} = \Sigma [\text{Shitjet}_t / (1.12)^t] = \underline{2,625,609.21 \text{ €}}.$$

$$(\text{apo } 659,200(0.892857) + 933,592(0.797194) + 1,092,727(0.711780) + 810,366(0.635518) = \underline{€2,625,609.21})$$

$$\text{--VT e kursimit tatimor nga ulja e të ardhurave} = \Sigma [20\% \times \text{Shitjet}_t / (1.12)^{t+1}] = \underline{468,858.79 \text{ €}}.$$

$$(\text{apo } 659,200 \times 20\% / 1.12^2 + 933,592 \times 20\% / 1.12^3 + 1,092,727 \times 20\% / 1.12^4 + 810,366 \times 20\% / 1.12^5 = \underline{€468,858.79})$$

$$\text{Ekspozimi neto} = 2,625,609.21 - 468,858.79 = \underline{2,156,750.42 \text{ €}}.$$

$$0 = 117,031.42 - x \times 2,156,750.42; \text{ prandaj } x = 5.4263\% \approx \underline{5.43\%}. (\text{apo ulja kritike} = 117,031.42 / 21,567.50 = 5.4263\%)$$

d) Rekomandimi

Projekti mund të pranohet mbi parashikimin bazë, sepse VNT-ja është pozitive, rreth 117,031 €. Megjithatë, ulja e njëtrajtshme e çmimit prej vetëm rreth 5.43% e eliminon këtë vlerë; duhen verifikuar kontratat me klientët dhe supozimet mbi konkurrencën. Një faktor jo-financiar është aftësia e stafit për ta vënë linjën në punë me cilësinë e kërkuar dhe pa vonesa.

Problemi 2

Iliria Distribution SH.P.K. realizon të gjitha shitjet me afat pagese. Shitjet vjetore janë 3,650,000 €, ndërsa kostoja e shitjeve dhe kostot variabile janë 70% e shitjeve. Blerjet vjetore me kredi janë të barabarta me koston e shitjeve.

Gjendjet aktuale	€
Stoqet	350,000
Llogaritë e arkëtueshme tregtare	600,000
Llogaritë e pagueshme tregtare	280,000
Mbitërheqja bankare	120,000

Kompania nuk ka mjete monetare ose zëra të tjerë afatshkurtër. Për llogaritjen e treguesve, gjendjet e mësipërme përfaqësojnë nivelet mesatare. Borxhet e këqija aktuale janë 2% e shitjeve dhe norma e financimit (interesit) afatshkurtër është 10% në vit.

Politika e propozuar

Kompania propozon një zbritje prej 1.5% për pagesë brenda 30 ditëve. Pritet që 40% e vlerës së shitjeve t'u përkasë klientëve që e shfrytëzojnë zbritjen dhe paguajnë në ditën 30; pjesa tjetër paguan në ditën 60. Shitjet vjetore para zbritjeve pritët të rriten me 8%, ndërsa raporti i borxheve të këqija të bjerë në 1% të shitjeve. Administrimi i politikës kushton 9,000 € shtesë në vit.

Raporti i koston variabile mbetet 70%; kostot fikse, gjendja e stoqeve dhe të pagueshmet tregtare nuk ndryshojnë. Ka kapacitet të mjaftueshëm për shitjet shtesë. Për këtë vlerësim, investimi i financiar në të arkëtueshme matet me koston variabile, mbi shitjet para zbritjeve. Llogaritni ditët dhe gjendjet duke injoruar efektin e borxheve të këqija mbi afatin e arkëtimit; zbritjet dhe borxhet e këqija trajtojnë veçmas si kosto vjetore mbi shitjet bruto. Injoroni tatimet dhe kostot fillestare të zbatimit.

Kërkohet:

- Llogaritni koeficientin qarkullues, koeficientin e shpejtë dhe ciklin aktual të kapitalit qarkullues. Paraqitni veçmas ditët e stoqeve, të arkëtueshmeve dhe të pagueshmeve. (6 pikë)
- Vlerësoni efektin neto vjetor të politikës së propozuar mbi fitimin. Përfshini periudhën mesatare të arkëtimit, kontributin nga shitjet shtesë, ndryshimin e borxheve të këqija, zbritjet, ndryshimin e koston së financimit dhe koston administrative shtesë. (12 pikë)
- Rekomandoni nëse duhet zbatuar politika dhe shpjegoni dy çështje praktike që duhet të monitorohen pas zbatimit. (3 pikë)
- Shpjegoni çfarë është faktoringu dhe sqaroni kush e mban rrezikun e humbjes nga borxhet e këqija kur faktori ofron shërbim "pa të drejtë të tërheqjes. (4 pikë)

(Totali: 25 pikë)

Problemi 2 – Zgjidhja

a) Treguesit aktual

Pasuritë qarkulluese = 350,000 + 600,000 = 950,000 €. Detyrimet afatshkurtra = 280,000 + 120,000 = 400,000 €. Kostoja e shitjeve = blerjet = 3,650,000 × 70% = 2,555,000 €.

Treguesi	Llogaritja	Rezultati
Koeficienti qarkullues	950,000 / 400,000	2.375 herë
Koeficienti i shpejtë	600,000 / 400,000	1.50 herë
Ditët e stokeve	350,000 / 2,555,000 × 365	50 ditë
Ditët e të arkëtueshmeve	600,000 / 3,650,000 × 365	60 ditë
Ditët e të pagueshmeve	280,000 / 2,555,000 × 365	40 ditë
Cikli i kapitalit qarkullues	50 + 60 – 40	70 ditë

b) Efekti vjetor i politikës

Shitjet e reja = 3,650,000 × 1.08 = 3,942,000 €. Shtesa e shitjeve = 292,000 €. Marzhi i kontributit = 30%, prandaj kontributi shtesë = 292,000 × 30% = 87,600 €.

Periodha mesatare e arkëtimit = (40% × 30) + (60% × 60) = 48 ditë. Peshimi bëhet sipas vlerës së shitjeve, jo vetëm sipas numrit të klientëve.

Të arkëtueshmet dhe financimi	Aktualisht	Me politikën e re
Shitjet bruto vjetore	3,650,000	3,942,000
Ditët e arkëtimit	60	48
Gjendja e të arkëtueshmeve: shitjet × ditët / 365	600,000	518,400
Investimi i financuar: gjendja × 70%	420,000	362,880
Kostoja vjetore e financimit: investimi × 10%	42,000	36,288

Investimi i liruar = 420,000 – 362,880 = 57,120 €. Kursimi vjetor i financimit = 57,120 × 10% = 5,712 €. Vetë 57,120 € nuk trajtohen si fitim vjetor; përfitimi vjetor është vetëm kostoja e financimit e kursyer.

Përfitimi / kostoja vjetore	€
Kontributi nga shitjet shtesë	87,600
Kursimi i borxheve të këqija: 73,000 (2% e shitjeve) – 39,420 (1% e shitjeve me politikë të re)	33,580
Kursimi i financimit	5,712
Zbritjet: 3,942,000 × 40% × 1.5%	(23,652)
Administrimi shtesë	(9,000)
Përfitimi neto vjetor	<u>94,240</u>

c) Rekomandimi dhe monitorimi

Politika duhet të zbatohet nëse parashikimet janë të besueshme, sepse pritet ta rrisë përfitimit vjetor me 94,240 € dhe ta ulë investimin e financuar në të arkëtueshme. Përfitimi nuk është i garantuar nga vetë ofrimi i zbritjes.

Së pari, të monitorohet nëse klientët që marrin zbritjen paguajnë realisht brenda 30 ditëve; zbritja pa përshpejtim të arkëtimit krijon kosto pa kursimin e parashikuar. Së dyti, të monitorohen raporti i borxheve të këqija, cilësia e klientëve të rinj dhe rritja faktike e shitjeve. Përmes raportit të vjetërsisë së të arkëtueshmeve duhet të verifikohet nëse mesatarja 48 ditë arrihet.

d) Faktoringu dhe rreziku i mospagimit

Përkufizimi: Faktoringu është një marrëveshje në të cilën një kompani faktor merret me mbledhjen e borxheve nga klientët e biznesit dhe i jep biznesit si avancë një pjesë të parave që pritet të arkëtohen.

Mbajtja e rrezikut: Kur shërbimi ofrohet “pa të drejtë të tërheqjes”, rrezikun e humbjes prej borxheve të këqija e merr përsipër faktori. Biznesi mbrohet nga këto humbje, ndërsa faktori vendos për veprimet ndaj klientëve që nuk paguajnë.

Problemi 3

Arboria SHA po rishikon koston e kapitalit përpara një zgjerimi. Të dhënat e mëposhtme i përkasin gjendjes përpara çdo financimi të ri.

Burimi	Të dhënat
Aksione të zakonshme	4,000,000 aksione, me vlerë nominale 1 € dhe çmim tregu 3.60 € për aksion.
Fitime të mbajtura / rezerva	2,000,000 € në pasqyrat financiare.
Obligacione të riblershme	Vlerë nominale totale 6,000,000 €. Kupon vjetor 6%. Çmim tregu 98 € për 100 € nominale. Riblerje pas katër vjetësh për 105 € për 100 € nominale.
Aksione preferenciale të paribleshme	500,000 aksione, me vlerë nominale 2 €. Dividend vjetor 8% i vlerës nominale; çmim tregu 1.60 € për aksion.

Çmimet e aksioneve janë ex-dividend, ndërsa çmimi i obligacioneve nuk përfshin interes të përlllogaritur. Norma pa rrezik është 3%, primi i rrezikut të tregut është 6% dhe beta e ekuitetit është 1.3. Norma tatimore e është 20%. Interesi është i zbritshëm dhe kursimi tatimor realizohet në të njëjtin vit; principalit dhe primit të riblerjes nuk u njihet zbritje tatimore.

Financimi i ri i propozuar

Kompania propozon emetimin e një aksioni të ri për çdo katër aksione ekzistuese, me çmim 2.80 € për aksion të ri. Supozoni se emetimi nënshkruhet plotësisht, nuk ka shpenzime emetimi dhe vlera teorike e kompanisë ndryshon vetëm me paranë e mbledhur. Çmimi 3.60 € është edhe çmimi me të drejta për llogaritjet përkatëse.

Kërkohet:

- Llogaritni koston e aksioneve të zakonshme me CAPM (3 pikë), koston pas tatimit të obligacioneve me interpolim ndërmjet 6% dhe 7% (5 pikë), si dhe koston e aksioneve preferenciale (2 pikë). (10 pikë)
- Llogaritni WACC/KMPK përpara emetimit të ri, duke përdorur vlerat e tregut. Tregoni vlerën e tregut dhe peshën e secilit burim. (5 pikë)
- Llogaritni numrin e aksioneve të reja, shumën që mbledhet, çmimin teorik pa të drejta (TERP) dhe vlerën e një të drejte të lidhur me një aksion ekzistues. (6 pikë)
- Drejtori pohon: "WACC/KMPK-ja e llogaritur para emetimit mund të përdoret automatikisht për çdo projekt të ri, sepse emetimi siguron financimin." Vlerësojeni pohimin, duke trajtuar rrezikun e biznesit dhe ndryshimin e strukturës së financimit. (4 pikë)

Faktori për katër vjet	6%	7%
Faktori i anuitetit	3.4651	3.3872
Faktori i vitit 4	0.7921	0.7629

(Totali = 25 pikë)

Problemi 3 – Zgjidhja

a) Kostot e burimeve

Aksionet e zakonshme – CAPM: $K_e = R_f + \beta \times \text{primi i tregut} = 3\% + 1.3 \times 6\% = \underline{10.80\%}$. Primi 6% është tashmë kthimi i tregut mbi normën pa rrezik; nuk zbriten edhe një herë 3%.

Obligacionet: kuponi vjetor për 100 € nominale është 6 €. Pas tatimit, rrjedha vjetore është $6 \times (1 - 20\%) = 4.80$ €. Vlera e riblerjes është 105 €; ajo nuk pakësohet me tatimin.

Për një obligacion	Në 6%	Në 7%
VT e interesit pas tatimit	$4.80 \times 3.4651 = 16.63248$	$4.80 \times 3.3872 = 16.25856$
VT e riblerjes	$105 \times 0.7921 = 83.17050$	$105 \times 0.7629 = 80.10450$
VT e rrjedhave të ardhshme	99.80298	96.36306
Minus: çmimi aktual i tregut	(98.00000)	(98.00000)
VNT	1.80298	(1.63694)

$K_d = 6\% + [1.80298 / (1.80298 + 1.63694)] \times (7\% - 6\%) = 6.5241\% \approx \underline{6.52\%}$.

Interpolimi bëhet drejtpërdrejt mbi rrjedhat pas tatimit. IRR-ja e llogaritur pa përafrim është 6.5183%. Të dy rezultatet pranohen.

Aksionet preferenciale: dividend për aksion = $2 \times 8\% = 0.16$ €. $K_p = 0.16 / 1.60 = \underline{10.00\%}$. Dividendi nuk krijon kursim tatimor për kompaninë.

b) WACC me vlera tregu, përpara emetimit

Burimi	Vlera e tregut, €	Pesha	Kostoja	Kontributi në WACC
Ekuiteti i zakonshëm	$4,000,000 \times 3.60 = 14,400,000$	68.3112%	10.8%	7.3776%
Obligacionet	$6,000,000 \times \frac{98}{100} = 5,880,000$	27.8937%	6.5241%	1.8198%
Aksionet preferenciale	$500,000 \times 1.60 = 800,000$	3.7951%	10%	0.3795%
Gjithsej	21,080,000	100.0000%	—	9.5769%

$WACC/KPMK \approx \underline{9.58\%}$.

c) Emetimi i të drejtave

Elementi	Llogaritja / rezultati
Aksione të reja	$4,000,000 / 4 = 1,000,000$ aksione
Paraja e mbledhur	$1,000,000 \times 2.80 = 2,800,000$ €
Aksione pas emetimit	$4,000,000 + 1,000,000 = 5,000,000$
TERP	$(14,400,000 + 2,800,000) / 5,000,000 = 3.44$ €

Elementi	Llogaritja / rezultati
E drejta për një aksion ekzistues	$3.60 - 3.44 = \underline{0.16 \text{ €}}$

Kontroll: katër të drejta të vjetra vlejnë $4 \times 0.16 = \underline{0.64 \text{ €}}$, sa diferenca $3.44 - 2.80$ për një aksion të ri. Prandaj 0.64 € është vlera e paketës së nevojshme për blerjen e një aksioni të ri, jo e një të drejte të lidhur me një aksion ekzistues.

d) Pohimi i drejtorit

Pohimi nuk është i saktë. Sigurimi i parasë nuk e bën automatikisht WACC (KPMK)-në ekzistuese normën e duhur për çdo projekt.

Rreziku i biznesit: WACC-ja ekzistuese është pikënisje e arsyeshme për projekte me rrezik operativ të krahasueshëm me aktivitetin aktual. Hyrja në një sektor më të rrezikshëm kërkon vlerësim të kostos së kapitalit që i përgjigjet atij rreziku; disponueshmëria e ekuitetit nuk e heq rrezikun operativ.

Struktura e financimit: emetimi i ri mund të ndryshojë levën financiare dhe peshat e tregut, nëse nuk është pjesë e ruajtjes së një strukture të synuar afatgjatë. Duhet vlerësuar struktura e synuar dhe kur ndryshimi është material, të rishikohen peshat dhe kostot. Nuk është e mjaftueshme të ndryshohen vetëm peshat duke supozuar pa arsytim se rreziku i ekuitetit mbetet i njëjtë.

Problemi 4

Adria Mobilje SHA është një kompani e palistuar (private) me 2,000,000 aksione të zakonshme dhe pa aksione preferenciale. Një blerës ka ofruar 4,000,000 € për të gjithë kapitalin aksionar. Borxhi bankar do të mbetet në kompani. Ju jeni angazhuar të vlerësoni ofertën.

Pasqyra e përmbledhur e pozicionit financiar	€
Ndërtesa dhe pajisje	3,800,000
Emri i mirë (goodwill)	400,000
Stoqe	800,000
Llogari të arkëtueshme	600,000
Mjete monetare	100,000
<i>Gjithsej pasuritë</i>	<i>5,700,000</i>
Detyrime afatshkurtra	900,000
Kredi bankare afatgjatë	1,200,000
Kapitali aksionar dhe rezervat	3,600,000

Informacion për vlerësimin

1. Një vlerësim i pavarur tregon se ndërtesat vlejnë 500,000 € më shumë, kurse pajisjet 120,000 € më pak se vlerat e tyre në libra. Duhet të zhvlerësohen stoqe për 70,000 € dhe të arkëtueshme për 40,000 €. Për metodën e pasurive neto, emri i mirë ekzistues përjashtohet. Detyrimet kanë vlerë të barabartë me vlerën në libra. Injoroni tatimet dhe kostot që do të lindnin nga realizimi i këtyre rivlerësimeve.
2. Fitimi i raportuar pas tatimit është 520,000 €. Ai përfshin një shpenzim ligjor të papërsëritshëm prej 75,000 € para tatimit dhe një fitim të papërsëritshëm nga shitja e pajisjes prej 50,000 € para tatimit. Për normalizimin e fitimit, të dy zërat kanë efekt tatimor me normën 20%. Mos bëni rregullime të tjera në fitimin e qëndrueshëm.
3. Kompanitë e krahasueshme me Adria Moblije, të listuara në bursë kanë koeficient P/E (cmim/fitim) prej 10. Analisti propozon uljen e këtij shumëzuesi me 20% për të reflektuar dallimet e likuiditetit dhe rrezikut të Adria Mobilje. Ky koeficient zbatohet mbi fitimin e normalizuar pas tatimit.
4. Dividendi i fundit, i paguar tashmë, është 0.12 € për aksion. Parashikohet rritje e dividendit me 4% në vit në përjetësi. Kostoja e ekuitetit është 12%.
5. Vetëm për blerësin, bashkimi pritet të sjellë 60,000 € rrjedhë shtesë vjetore pas tatimit, të disponueshme për aksionarët e zakonshëm, nga fundi i vitit 1 në përjetësi. Kostoja e integritetit, e shprehur pas tatimit, është 150,000 € në momentin e blerjes. Përdorni 12% për skontimin e sinergjisë. Këto përfitime nuk janë të përfshira në fitimin ose dividendin e mësipërm.

Kërkohet:

- a) Llogaritni vlerën e kapitalit aksionar dhe vlerën për aksion sipas metodës së pasurive neto të rregulluara. (5 pikë)
- b) Llogaritni fitimin e normalizuar pas tatimit dhe vlerën e kapitalit aksionar e për aksion sipas metodës P/E të rregulluar. (6 pikë)
- c) Llogaritni vlerën e kapitalit aksionar dhe vlerën për aksion sipas modelit të rritjes së dividendit. (4 pikë)
- d) Duke marrë si bazë vlerën e kapitalit aksionar nga pjesa (b), llogaritni çmimin teorik maksimal që mund të justifikojë blerësi, pas sinergjisë neto dhe kostos së integrit. (4 pikë)
- e) Përgatitni një rekomandim të argumentuar për aksionarët mbi ofertën prej 4,000,000 €. Krahasoni rezultatet, sqaroni kufizimet e metodave dhe dalloni vlerën e pavarur të biznesit nga vlera specifike për blerësin. (6 pikë)

(Totali: 25 pikë)

Problemi 4 – Zgjidhja

a) Pasuritë neto të rregulluara

Rregullimi i vlerës së kapitalit aksionar	€
Kapitali aksionar dhe rezervat sipas librave	3,600,000
Përrjashtimi i emrit të mirë ekzistues	(400,000)
Rritja e vlerës së ndërtesave	500,000
Ulja e vlerës së pajisjeve	(120,000)
Zhvlerësimi i stoqeve	(70,000)
Zhvlerësimi i të arkëtueshmeve	(40,000)
Vlera e kapitalit aksionar	3,470,000

Vlera për aksion = $3,470,000 / 2,000,000 = 1.735 \text{ €} \approx \underline{1.74 \text{ €}}$. Borxhi dhe detyrimet janë zbritur tashmë në kapitalin sipas librave; nuk zbriten për herë të dytë. Mund të fillohet edhe nga pasuritë totale, duke zbritur më pas të gjitha detyrimet një herë (rezultati del njëjtë).

b) Fitimi i normalizuar dhe P/E (raporti cmim/fitim)

Normalizimi i fitimit pas tatimit	€
Fitimi i raportuar pas tatimit	520,000
Shto: shpenzimi ligjor i papërsëritshëm, $75,000 \times 80\%$	60,000
Zbrit: fitimi i papërsëritshëm nga shitja, $50,000 \times 80\%$	(40,000)
Fitimi i normalizuar pas tatimit	540,000

$P/E \text{ i rregulluar} = 10 \times (1 - 20\%) = \underline{8}$. Vlera e kapitalit aksionar = $540,000 \times 8 = 4,320,000 \text{ €}$. Vlera për aksion = $4,320,000 / 2,000,000 = \underline{2.16 \text{ €}}$.

Fitimi është pas tatimit dhe i atribuohet ekuitetit të zakonshëm. Prandaj shumëzimi me P/E jep vlerën e ekuitetit, jo vlerën e ndërmarrjes para borxhit. Borxhi nuk zbritet sërish nga 4,320,000 €.

c) Modeli i rritjes së dividendit

$D_0 = 0.12 \text{ €}$; $g = 4\%$; $K_e = 12\%$. Dividendi i ardhshëm $D_1 = 0.12 \times 1.04 = 0.1248 \text{ €}$.

$P_0 = D_1 / (K_e - g) = 0.1248 / (0.12 - 0.04) = \underline{1.56 \text{ €}}$ për aksion. Vlera e kapitalit aksionar = $1.56 \times 2,000,000 = 3,120,000 \text{ €}$.

Dividendi 0.12 € është paguar tashmë, prandaj modeli fillon me dividendin e vitit të ardhshëm. Kërkesa $K_e > g$ plotësohet.

d) Tavani teorik i çmimit për blerësin

VT e sinergjisë vjetore = $60,000 / 12\% = 500,000 \text{ €}$. Sinergia neto pas integritimit = $500,000 - 150,000 = 350,000 \text{ €}$.

Tavani teorik i çmimit të kapitalit aksionar = $4,320,000 + 350,000 = 4,670,000 \text{ €}$, ose 2.335 € për aksion.

Ky është çmimi ku blerësi do ta transferonte gjithë sinergjinë neto te shitësi dhe nuk do të ruante tepricë vlere për vete, nën supozimet e rastit. Nuk është çmim i detyrueshëm negociimi ose vlerë e garantuar.

e) Rekomandimi për aksionarët

Oferta 4,000,000 € është 530,000 € mbi vlerën e pasurive neto (vlera sipas kesaj metode ishte 3,470,000€) dhe 880,000 € mbi vlerën e modelit të dividendëve (vlera sipas kesaj metode ishte 3,120,000), por 320,000 € nën vlerën e ekuitetit sipas P/E (vlera sipas kesaj metode ishte 4,320,000). Ajo është edhe 670,000 € nën tavanin teorik të llogaritur për blerësin (vlera tavan ishte 4,670,000 €).

Pasuritë neto japin një referencë të mbështetur në pasuri konkrete, por mund të mos kapin markën, marrëdhëniet me klientët dhe aftësinë për të prodhuar fitim. Rezultati 3,470,000 € nuk është domosdoshmërisht një minimum i garantuar në likuidim; realizimi i pasurive mund të ketë vonesa dhe kosto, të cilat këtu janë injoruar.

Metoda P/E pasqyron fitimin e qëndrueshëm dhe është e rëndësishme për një biznes që vazhdon veprimtarinë. Megjithatë, normalizimi i fitimit, krahasueshmëria e kompanive dhe ulja e shumëzuesit me 20% duhet të verifikohen. Modeli i dividendëve pasqyron shpërndarjet e parashikuara sipas politikës aktuale dhe është i ndjeshëm ndaj g dhe Ke; një blerës i kontrollit mund të ndryshojë politikën e shpërndarjes.

Rekomandimi është që aksionarët të mos e pranojnë ofertën vetëm sepse ajo tejkalon pasuritë neto. Rezultati P/E prej 4,320,000 € jep bazë të arsyeshme për negociim, ndërsa sinergjia specifike mund të krijojë hapësirë shtesë, nëse është e realizueshme. Nuk merret mesatarja mekanike e tri metodave dhe nuk trajtohen 4,670,000 € si e drejtë automatike e shitësit. Vendimi përfundimtar duhet të peshojë besueshmërinë e fitimeve, kushtet e pagesës dhe mundësinë e realizimit të ofertës.