ANALIZA POSLOVANJA PODUZEĆA PROIZVODNE I TRGOVAČKE INDUSTRIJE TEMELJEM POKAZATELJA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

Ljubičić, Marina

Master's thesis / Diplomski rad

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:500244

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET SPLIT

DIPLOMSKI RAD

ANALIZA POSLOVANJA PODUZEĆA PROIZVODNE I TRGOVAČKE INDUSTRIJE TEMELJEM POKAZATELJA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

Mentorica: prof.dr.sc. Ljiljana Vidučić **Studentica: Marina Ljubičić**

Split, lipanj 2018.

SADRŽAJ

SAŽETAK 1

SUMMARY 2

1. UVOD 3

1.1. Problem istraživanja 3
1.2. Predmet istraživanja 5
1.3. Istraživačke hipoteze 5
1.4. Metode istraživanja 7
1.5. Ciljevi rada 8
1.6. Doprinos rada 8
1.7. Struktura rada 8

2. FINANCIJSKI IZVJEŠTAJI KAO IZVOR INFORMACIJA O POSLOVANJU PODUZEĆA 10

2.1. Interesne grupe poduzeća 10
2.2. Zakon o računovodstvu 11
2.3. Temeljni financijski izvještaji 15
2.3.1. Bilanca 15
2.3.2. Račun dobiti i gubitka 15
2.3.3. Izvještaj o novčanim tokovima 17
2.3.4. Bilješke uz financijska izvješća 18
2.3.5. Izvještaj o promjenama kapitala 18

3. ALATI PROCJENE USPJEŠNOSTI POSLOVANJA TEMELJEM FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA 19

3.1. Horizontalna i vertikalna analiza 19
3.2. Analiza financijskih izvještaja na temelju pokazatelja 20
3.2.1. Analiza profitabilnosti 21
3.2.2. Analiza likvidnosti 22
3.2.3. Analiza solventnosti 23
3.2.4. Analiza obrtaja imovine 24
3.2.5. Analiza efikasnosti investiranja dioničara 24
3.2.6. Dodana vrijednost 25

3.3. Zbirni modeli ocjene poslovanja 26
3.3.1. Altmanov Z Score model. 26
3.3.2. Business Excellence model - BEX. 28
4. ANALIZA OCJENE POSLOVANJA PUTEM IZABRANIH POKAZATELJA 32
4.1. Analiza poslovanja Podravke d.d. 32
4.2. Analiza poslovanja Jamnice d.d. 39
4.3. Analiza poslovanja poduzeća Kraš d.d. 44
4.4. Analiza poslovanja poduzeća Atlantic d.d. 50
4.5. Analiza poslovanja Medika d.d. 56
4.6. Analiza poslovanja Plodine d.d. 61
4.7. Testiranje hipoteza 66
5. ZAKLJUČAK 76
LITERATURA 79
Popis tablica, slika i grafikona 80

SAŽETAK

Upravljanje poslovanjem složen je proces i zadaća top menadžmenta poduzeća. Kvalitetno upravljanje poslovanjem zahtijeva praćenje i upravljanje rizicima. To se ostvaruje procjenom rizika i primjenom preventivnih i represivnih mjera u razdobljima kriza.

Praćenje poslovanja se temelji na izvještajima funkcija poduzeća poput marketinške, proizvodne i računovodstveno financijske funkcije. Uobičajeni pokazatelji analize su pokazatelji profitabilnosti, zaduženosti, likvidnosti, povrata dioničara i sl. Modeli koji su popularni u procjeni rizika, posebno rizika bankrota, su Altmanov Z pokazatelj i Bex indeks.

Istraživanje poslovanja hrvatskih poduzeća ukazalo je na posljedice koje je kriza ostavila na poslovanje poduzeća proizvodnog i trgovačkog sektora. Posljedice su svakako bile velike. Mnoga mala poduzeća nisu opstala dok su velika trebala proći restrukturiranje nakon krize.

Analiza poslovanja je ukazala na višu razinu zaduženosti domaćih poduzeća što je dio poslovne prakse na domaćoj gospodarskoj sceni. Profitabilnost je veća u trgovačkom sektoru, ali uspješnost poslovanja promatrana kroz više dimenzija uspjeha ukazuje na bolji položaj proizvodnih poduzeća u pojedinim područjima. Ocjena poslovanja i usporedba između sektora ukazala je na djelomičnu utemeljenost glavne hipoteze rada te utemeljenost pomoćnih hipoteza rada.

Ključne riječi: menadžment, izvrsnost, pokazatelji poslovanja, rizik, kriza

SUMMARY

Business management is a complex process and task of top management. Good business management requires monitoring and measuring of risk. This is achieved by assessing the risk and applying preventive and repressive measures in periods of crisis.

Business tracking is based on business reports of functions such as marketing, production and accounting. The usual indicators of the analysis are indicators of profitability, indebtedness, liquidity, return for shareholders, etc. Models that are popular in risk assessment, especially the risk of bankruptcy, are the Altman's Z indicator and the Bex index.

The study of the business operations of Croatian companies pointed to the consequences of the crisis on the business of the enterprises of the manufacturing and trade sector. The consequences were certainly great. Many small businesses did not survive while for large companies restructuring was needed after the crisis.

The business analysis has pointed to a higher level of indebtedness as part of business practice on our economic scene. Profitability is greater in the trading sector, but the success of the business observed through more than one dimension of success suggests a better position of manufacturing companies in certain areas. The business assessment and comparison between the sectors indicated the partial foundation of the main hypothesis and the foundation of the auxiliary hypothesis.

Key words: management, excellence, business indicators, risk, crisis

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

Poslovanje poduzeća pod povećalom je i u domeni interesa različitih interesnih grupa poput vjerovnika, države, nadzornih institucija i tijela, poslovnih partnera i investitora. Analizirajući poslovanje poduzeća oni imaju uvid u stanje i perspektivu istoga te u sigurnost svojih odnosa s poduzećem. Državi i lokalnim vlastima je bitno da poduzeće posluje likvidno te da fer i na vrijeme podmiruje porezne i ostale obveze. Vjerovnicima je važno da poduzeće redovito servisira dugove te su zainteresirani za likvidnost i solventnost poduzeća. Investitori prate ponajprije profitabilnost poslovanja dok poslovni partneri prodaju.

Kako bi proveli ocjenu poslovanja i stanja poduzeća nužno je da raspolažu preciznim informacijama. Izvor takvih informacija su financijski izvještaji poduzeća za koje je zadužena računovodstvena funkcija.

Zakonom o računovodstvu definira temeljna financijska izvješća, obveze njihovog sastavljanja, revidiranja i objavljivanja.[1] Prema tom se Zakonu izvještaji sastavljaju za poslovnu godinu koja je uglavnom jednaka kalendarskoj godini. Financijski izvještaji osiguravaju informacije nužne za analizu poslovanja tijekom vremena.

Temeljna financijska izvješća prema ZOR-u su:[2]

1. Izvještaj o financijskom položaju (Bilanca),
2. Račun dobiti i gubitka,
3. Izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti,
4. Izvješće o novčanim tokovima,
5. Izvješće o promjenama kapitala,
6. Bilješke uz financijska izvješća.

Svaki od izvještaja je specifičan jer pruža uvid i daje sliku o pojedinoj dimenziji poslovanja (prihodi i rashodi, imovina i izvori, priljevi i odljevi i sl.). Korisnicima financijskih izvještaja

[1] ZOR, NN, 78/2015., č. 19.
[2] ZOR, NN, 78/2015., č. 19.

je bitno da su izvješća sastavljana prema načelima struke, stoga je aspekt tog dijela financijskih izvještaja definiran i Zakonom.

Načela financijskog izvještavanja su:[3]

- neograničenost vremena poslovanja
- nastanak događaja
- značajnost i sažimanje
- dosljednost (materijalnost)
- usporedivost
- opreznost
- prijeboj
- bilančni kontinuitet – početna bilanca
- odvojeno mjerenje stavki.

Sve to omogućuje da korisnicima podaci izvještaja budu dostupni, pravovremeni, pouzdani i korisni te da daju realnu i fer sliku poslovanja poduzeća. Iz iznesenog je vidljivo da je problematika istraživanja kojom se bavi ovaj rad upravo primjena financijskih izvještaja u procjeni uspješnosti poslovanja poduzeća.

Problematika rada će se obraditi detaljnom prezentacijom stavki svakog od temeljnih financijskih izvještaja kako bi se bolje razumjeli alati ocjene poslovne uspješnosti temeljem istih. Uz prezentaciju izvještaja ukazati će se na glavne zakonske odredbe i propise po pitanju sastavljanja svakog od izvještaja, a što može imati utjecaj na tumačenje rezultata analize.

Različite su tehnike i alati razvijeni od strane struke za analizu poslovne uspješnosti. Najčešće se koriste horizontalna i vertikalna analiza te pokazatelji uspješnosti. Pokazatelji uspješnosti obuhvaćaju: pokazatelje profitabilnosti, solventnosti, likvidnosti, obrtaja imovine, povrata ulaganja dioničara te dodane vrijednosti. Uz te se koriste i neki drugi ovisno o tome što se želi detaljnije istražiti, ali navedeni su temeljni pokazatelji analize poslovanja.[4] Uz te pokazatelje su razvijeni i različiti modeli ocjene rizika bankrota poput Business Excellence indeksa te Altman Z Score modela.

[3] HSFI, NN, 78/15, dostupno na: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/136/137/Hrvatski_standardi_financijskog_izvjestavanja.pdf, [29.06.2017.]
[4] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 108.

Nakon prikaza problematike rada kroz teorijska dostignuća struke, u vidu definicija izvještaja i alata analize poslovanja te prezentacije osnovnih zakonskih regulativa i propisa struke, biti će lakše razumjeti financijske pokazatelje te rezultate analize na praktičnom primjeru kao i to kako na poslovanje utječu promjene trendova u okolini poduzeća i u gospodarstvu. Na taj će se način ukazati na ulogu financijskih izvještaja i primjene analize uspješnosti poslovanja kao osnovu donošenja poslovnih i investicijskih odluka.

1.2. Predmet istraživanja

Za razumijevanje problematike rada nužna je primjena alata struke u praksi stoga je potrebno definirati predmet istraživanja. Predmet istraživanja čine izabrana poduzeća tj. njihovo poslovanje kroz financijska izvješća. Za analizu prezentirane problematike rada izabrati će se poduzeća dvaju industrija: proizvodne i trgovačke. Analiza će se provesti uvidom u sve temeljne izvještaje poduzeća kroz posljednjih deset godina kako bi se ukazalo na ulogu analize putem pokazatelja u ocjeni trendova gospodarstva na poslovanje i kako bi se ukazalo na prednosti i nedostatke pojedinih pokazatelja u razdobljima krize i nakon nje.

Osim toga provest će se komparativna analiza između industrija i unutar njih kako bi se oblikovale smjernice promjene poslovanja i perspektiva poduzeća pri korištenju tehnika i alata analize financijskih izvještaja.

U analizu će ući poduzeća industrije proizvodnje koja kotiraju na burzi: Podravka, Jamnica i Kraš. Isti kriterij izvora biti će i za trgovačku industriju unutar koje će se analizirati poduzeća: Atlantic, Medika i Plodine.

1.3. Istraživačke hipoteze

Kako bi se prezentirana problematika istražila što kvalitetnije te ukazalo na bitne značaje primjene prezentiranih modela i alata prakse ključno je testirati iste kroz istraživačke hipoteze. Glavnu istraživačku hipotezu se može sažeti u izrazu danom u nastavku.

H_1…Proizvodna poduzeća su mnogo brže reagirala na pritiske krize od onih trgovačkog sektora.

Ova hipoteza će se istražiti analizom ključnih pokazatelja tijekom godina prije, za vrijeme i nakon krize kako bi se izolirao trend njihova kretanja i stupanj promjene. Nakon toga će se provesti usporedba trenda kao i komparativna analiza kretanja pokazatelja između dviju industrija. To će ukazati na razlike između ostvarenja poduzeća industrija u razdoblju krize. Kao potvrda utemeljenosti hipoteze koristit će se statističko testiranje značaja uočenih razlika u promjenama pokazatelja.

Dodatno će se, kao potpora glavnoj hipotezi rada, istražiti koja poduzeća unutar obiju industrija su imala veće podbačaje i u kojim segmentima poslovanja te kakve je to posljedice imalo na brzinu oporavka od krize. U tu svrhu oblikovane su i tri pomoćne hipoteze:

H_{11}…Više zadužena poduzeća su trebala dulje razdoblje za oporavak poslovanja i stope rasta.

H_{12}…Veća poduzeća su bila troškovno efikasnija u razdoblju krize.

H_{13}…Stupanj zaduženosti je i dalje visok u trgovačkom sektoru i nakon krize.

Pomoćne hipoteze će se istražiti analizom pojedine grupe pokazatelja i stavki izvještaja kroz vrijeme s naglaskom na period krize. Uočeni trendovi i relacije će se dodatno testirati korelacijom krize i promjena uočenih kod pojedinih stavki, kao i tijekom vremena.

Prije analize samih rezultata istraživanja, prezentirati će se izabrana poduzeća i njihovo poslovanje kroz analizu izvještaja i to putem tablica i grafikona, kako bi bili lakše čitljivi, te kako bi se bolje uočile značajne promjene i trendovi te provela usporedba. Dobiveni rezultati će se detaljno protumačiti i obrazložiti uz iznošenje uzroka i posljedica takvog stanja. Nakon toga će se prikazati primjena alata analize poslovanja putem financijskih izvještaja uz tumačenje svih pokazatelja, a potom će se provesti testiranje utemeljenosti hipoteza rada. Oni će biti prezentirani kroz adekvatne testove uz obrazloženje rezultata.

1.4. Metode istraživanja

U izradi rada koristit će se različite skupine metoda ovisno o tome radi li se o iznošenju teorijskih spoznaja struke ili primjene alata u praksi. Za teorijski okvir izabrane problematike koristit će stručna literatura u vidu stručnih knjiga i članaka te propisa struke i Zakona koji reguliraju analizirani segment poslovanja tj. područje izvještavanja. Podaci i informacije u tom dijelu su stoga sekundarnog tipa. Za izradu praktičnog dijela će se koristiti također sekundarni podaci i to iz financijskih izvještaja poduzeća. Izvještaji će se analizirati od 2007. godine. U skladu s vrstom podataka koristi će se i adekvatne metode za pojedini dio rada.

U teorijskom dijelu će se objasniti problematika rada stoga će se koristiti različite metode u cilju pojašnjenja pojmova i razlika između određenih aspekata i faktora koji utječu na poslovanje i donošenje odluka. Tako će se kod definiranja pojedinih pojmova i razgraničavanja efekata koristiti: induktivna metoda; koja omogućuje primjenu zaključaka da će pojedinačne pojave i druge njima slične pojave biti jednake, zatim metoda kauzalne indukcije; koja ukazuje na razlike između uzroka i posljedica te deduktivne metode; koje polaze od općeg pojma ka pojedinačnom u smislu cijelog gospodarstva prema pojedinom sektoru i tržištu.

U izradi praktičnog dijela će se koristiti metode analize financijskih izvještaja, zatim metoda klasifikacije, komparativna metoda, metoda deskripcije i historijska metoda te statističke metode poput korelacije i analize trenda te ostali parametrijski testovi.

Svi podaci korišteni u izradi rada biti će prikazani grafički i tabelarno u cilju preglednosti i lakše analize i to uz pomoć Excel-a i SPSS-a .

1.5. Ciljevi rada

Glavni cilj rada je ukazati na ulogu financijskih izvještaja u informiranju javnosti poduzeća o poslovanju te primjeni alata u ocjeni poslovanja poduzeća. Uz to će se kroz praktičnu primjenu prezentiranih tehnika i alata ukazati na poslovnu uspješnost dviju izabranih industrija: proizvodne i trgovačke, ali i između poduzeća unutar industrija kako bi se oblikovale smjernice za unaprjeđenje analize poslovanja pri donošenju odluka.

Analiza poslovanja izabranih poduzeća ukazat će na efekte krize i snagu oporavka poduzeća domaćeg gospodarstva, a uočeni aspekti i prednosti primjene svake od grupa pokazatelja omogućit će uvid u snagu integrirane analize poslovanja ističući snagu procjene kod primjene i analize više aspekata poslovanja.

1.6. Doprinos rada

Doprinos rada se očituje u prezentaciji primjene dostignuća struke u praksi kroz ocjenu poslovanja poduzeća izabranih industrija te u sažetom uvidu u ocjenu poslovanja poduzeća dviju industrija kroz osvrt na efekte krize, te komparativnoj analizi između poduzeća i industrija koje su osnova oblikovanja smjernica unaprjeđenja logističkih platformi ocjene poslovanja temeljem pokazatelja financijskih izvještaja.
Analiza problematike rada kroz zakonski okvir i propise struke ukazat će na izvor podataka ocjene poslovanja ključnih interesnim grupama poduzeća, a teorijska dostignuća struke na raznovrsnost i mogućnosti u procjeni trendova za donošenje financijskih odluka.

1.7. Struktura rada

Rad je koncipiran na način da s uvodom i zaključkom sadrži pet poglavlja koja su u nastavku opisana.

Prvo poglavlje upoznaje čitatelje s problematikom i predmetom istraživanja, prezentirajući osnovne ciljeve te hipoteze istraživanja koje će osigurati podlogu za oblikovanje smjernica i prijedloga rješenja istraživanog problema.

Drugo poglavlje prezentira financijsku i računovodstvenu funkciju kao i propise te Zakone koji ih reguliraju te tako omogućuju transparentnost i praćenje poslovanja poduzeća. Uz to ono definira i glavne financijske izvještaje te njihove odlike.

U trećem se poglavlju se detaljno analiziraju alati ocjene uspješnosti poslovanja te se iznose prednosti i mane svakog od njih.

Četvrto poglavlje donosi praktičnu primjenu alata ocjene poslovanja na primjeru poduzeća dviju industrija što osigurava ocjenu poslovne uspješnosti i komparativnu analizu unutar i između industrija za uočavanje trendova i osjetljivosti poduzeća na njihove promjene.

Rad završava zaključkom u kojem se sustavno izlažu činjenice i spoznaje na temelju empirijskog istraživanja te se iznose smjernice i sugestije koje bi unaprijedile skup prezentiranih alata i tehnika u složenim poslovnim odlukama i primjenjivim okruženjima koja su postala svakodnevica poduzeća.

2. FINANCIJSKI IZVJEŠTAJI KAO IZVOR INFORMACIJA O POSLOVANJU PODUZEĆA

2.1. Interesne grupe poduzeća

Analiza poslovanja kao i ocjena položaja, perspektive i uspješnosti se temelji na podacima o poslovanju. Izvor tih podataka jesu financijski izvještaji koje sastavlja računovodstvena funkcija poduzeća. Financijski izvještaji temelj su analize poslovanja jer evidencijom stanja i pregledom promjena tijekom određenog perioda pružaju uvid u trend poslovanja i osnova su procjene uspješnosti poslovnih strategija. Izvještaji su pokazatelj trenutnog stanja u poduzeću jer raspolažu povijesnim podacima, ali se oni koriste kao polazna točka za ocjenu perspektive i donošenje budućih odluka.

Poduzeća, za vanjske i unutarnje korisnike, sastavljaju godišnje financijske izvještaje s ciljem da ih upoznaju s poslovanjem poduzeća te tako potvrde svoju transparentnost i odnos prema javnosti. Financijska izvješća su izvor informacija o povijesnim tj. ranije ostvarenim aktivnostima i rezultatima. Glavna zadaća računovodstvene funkcije je prikupljanje i obrada podataka financijske prirode te njihovo prezentiranje kroz financijske izvještaje. Ona je u poduzeću regulirana Zakonom o računovodstvu (ZOR, NN, 78/2015), a sami proces izrade i sastavljanja izvještaja Zakonom o računovodstvu, Hrvatskim standardima financijskog izvještavanja te drugim propisima struke kako bi se osigurao temeljit i pouzdan prikaz stanja poslovanja.

Korisnici financijskih izvještaja se dijele na interne i eksterne. Za neke od njih je važniji aspekt likvidnosti i stanje novčanog tijeka, za druge stupanj zaduženosti, a za treće profitabilnost. Svaki od navedenih aspekta je bitan svakoj kategoriji interesnih grupa, iako na svaku od njih oni uvijek ne stavljaju jednak naglasak, ovisno o ciljevima koje žele ostvariti i očekivanjima.

Interne korisnike financijskih izvještaja čine članovi uprave, direktori, menadžeri, voditelji i zaposlenici. Izvješća se za takve korisnike sastavljaju s većom frekvencijom s ciljem donošenja objektiviziranih poslovnih odluka. U interne svrhe analiza financijskih izvještaja koristi se:[5]

[5] Vidučić, Lj.: Financijski menadžment, IX. Izdanje, RRiF plus, Split, 2008., str. 376.

- kao baza za prognozu budućih uvjeta, te planiranje budućeg poslovanja i razvitka,
- kao baza za pregovore s potencijlnim vjerovnicima i investitorima,
- kao instrument interne revizije i kontrole.

Eksterne korisnike čine ulagači, dobavljači, kreditori, kupci, država tj. Vlada. Oni su zainteresirani za rezultate poduzeća jer njihova imovina, potraživanja ili dodana vrijednost ovisi o poslovanju poduzeća[6]. Uvidom u izvještaje oni definiraju svoje odnose i poteze prema poduzeću čije izvještaje analiziraju. Investitori su najdetaljniji korisnici izvještaja s ciljem ocjene trenda kretanja pokazatelja poslovanja kako bi donosili procjene budućeg stanja i investicijske odluke.

Kreditori i država nadziru poslovanje poduzeća kako bi osigurali njegovu stabilnost u slučaju pojave teškoća. Time kreditori nastoje spriječiti prelijevanje negativnih efekata jednog subjekta na sektor i gospodarstvo te financijsko tržište smanjujući financijsku izloženost, a Vlada upozoriti u slučaju propusta kako bi se osigurala fer utakmica svim sudionicima gospodarstva.

2.2. Zakon o računovodstvu

Zakonom o računovodstvu[7] uređeno je računovodstvo poduzetnika, razvrstavanje poduzetnika i grupa poduzetnika, knjigovodstvene isprave i poslovne knjige, popis imovine i obveza, primjena standarda financijskog izvještavanja i tijelo za donošenje standarda financijskog izvještavanja, godišnji financijski izvještaji i konsolidacija godišnjih financijskih izvještaja, izvještaj o plaćanjima javnom sektoru, revizija godišnjih financijskih izvještaja i godišnjeg izvješća, sadržaj godišnjeg izvješća, javna objava godišnjih financijskih izvještaja i godišnjeg izvješća, Registar godišnjih financijskih izvještaja te obavljanje nadzora.

Poduzetnici se prema ZOR-u dijele na mikro, male, srednje i velike ovisno o ostvarenim pokazateljima na zadnji dan poslovne godine koja prethodi godini za koju se izrađuju financijski izvještaji.[8] Poduzetnici se grupiraju u grupe prema tri kriterija pokazatelja (iznos ukupne aktive, iznos prihoda i prosječan broj radnika tijekom poslovne godine.), pri čemu

[6] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 95.
[7] Zakon o računovodstvu, ZOR, NN 78/2015.
[8] ZOR, NN, 78/15, 134/15,120/16, čl. 5.

moraju zadovoljiti tj. ne prelaziti granicu dva od tri pokazatelja. Mikro poduzetnici imaju aktivu do 2,6 milijuna kuna, prihode do 5,2 milijuna kuna te prosječna broj radnika tijekom godine do 10. Mali poduzetnici su oni s aktivom od 2,6 do 30 milijuna kuna, prihodom od 5,2 do 60 milijuna kuna te prosječnim brojem radnija tijekom poslovne godine do 50. Srednji poduzetnici imaju aktivu od 30 do 150 milijuna kuna, prihod od 60 do 300 milijuna kuna te prosječna broj radnika tijekom godine do 250. Veliki poduzetnici su poduzeća i institucije financijskog sektora prema članku 5 st. 5. ovog Zakona (banke, stambene štedionice, investicijska društva, burze i sl.)

Zakon o računovodstvu definira i same računovodstvene poslove kao one koji brinu za: prikupljanje i obradu podataka temeljem knjigovodstvenih isprava, pripremu i vođenje poslovnih knjiga, pripremu i sastavljanje godišnjih financijskih izvještaja, te prikupljanje i obrada podataka povezanih s pripremom i sastavljanjem godišnjeg izvješća, te financijskih podataka za statističke, porezne i druge potrebe.[9]

Računovodstvenu dokumentaciju čine knjigovodstvene isprave, kontni plan, poslovne knjige, odvojeni i konsolidirani financijski izvještaji te odvojena i konsolidirana godišnja izvješća. Poduzetnik je obvezan stoga osigurati da računovodstvena dokumentacija bude točna, potpuna, provjerljiva, razumljiva i zaštićena od oštećenja i promjena kako bi funkcija izvještavanje bilo što transparentnije.[10] Računovodstvena se dokumentacija čuva u skladu s odredbama ZOR-a i to:[11]

1. isplatne liste, analitička evidencija o plaćama za koje se plaćaju obvezni doprinosi – trajno
2. isprave na temelju kojih su podaci uneseni u dnevnik i glavnu knjigu – najmanje jedanaest godina
3. isprave na temelju kojih su podaci uneseni u pomoćne knjige – najmanje jedanaest godina.

Zakonom o računovodstvu definira računovodstvene isprave i njihove elemente što ih čini standardiziranima te osigurava dosljednost financijskog izvještavanja, lakše čitanje izvještaja i sl. ZOR određuje temeljna financijska izvješća, obveze njihovog sastavljanja, revidiranja i

[9] ZOR, NN, 78/2015.,134/15. i 120/16., č. 7.
[10] Ibidem, čl. 7. st. 6.
[11] Ibidem, čl. 10. st. 2.

objavljivanja.[12] Računovodstveni postupci i pravila određeni su Hrvatskim standardima financijskog izvještavanja (HSFI).[13]

Poduzetnik je obvezan sastavljati i prezentirati godišnje financijske izvještaje primjenjujući i poštujući pravila Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja ili Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja u skladu s odredbama ZOR-a. Hrvatski standardi financijskog izvještavanja su računovodstvena načela i pravila priznavanja, mjerenja i klasifikacije poslovnih događaja te sastavljanja i prezentiranja financijskih izvještaja koje donosi Odbor za standarde financijskog izvještavanja u skladu s odredbama ZOR-a.[14]

Temeljni financijski izvještaji bi trebali davati istinit, fer te pouzdan i nepristran pregled imovine, obveza, kapitala, promjene financijskog položaj i dobiti ili gubitka te se čuvaju trajno i u izvorniku. Financijske izvještaje potpisuje zakonski predstavnik poduzetnika. Mali poduzetnici nisu obvezni sastavljati izvještaj o tijeku gotovine.[15]

Financijska informacija prikazana kroz financijske izvještaje treba biti korisna i razumljiva korisnicima. Informacija, da bi bila korisna, mora biti važna kako bi se koristila kod donošenja odluka. Primjerice, informacija o prošloj uspješnosti su baza za predviđanje budućnosti i buduće uspješnosti poslovanja te za isplate dividendi, plaća, kretanje cijena vrijednosnih papira i sposobnost poduzeća u podmirivanju obveza. Vidljivo je da se podaci tj. informacije izvještaja koriste za donošenje budućih odluka mnogih dionika i interesnih grupa poduzeća što određuje ujedno i buduće poslovanje i perspektive poduzeća. Stoga svaka informacija, da bi bila korisna, mora biti pouzdana, a to znači vjerno predočuje sve relevantne dokaze, transakcije i druge događaje koje informaciju čine pouzdanom. Sve financijske informacije u izvještajima moraju biti usporedive. To znači da osiguravaju korisnicima definiranje i komparaciju trendova financijskog položaja poduzeća i uspješnosti, kako unutar poduzeća tako i u odnosu na druga srodna poduzeća.

[12] ZOR, NN, 78/2015.,134/15. i 120/16., č. 19.
[13] HSFI, NN 86/2015.
[14] ZOR, NN 78/2015.,134/15. i 120/16., , č. 16., 1.
[15] Ibidem, , čl, 21.

Temeljna godišnja financijska izvješća prema ZOR-u su:[16]

- Izvještaj o financijskom položaju (Bilanca),
- Račun dobiti i gubitka,
- Izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti,
- Izvješće o novčanim tokovima,
- Izvješće o promjenama kapitala,
- Bilješke uz financijska izvješća.

Detaljnu strukturu i sadržaj godišnjih financijskih izvještaja propisuje ministar financija pravilnikom, a na prijedlog Odbora za standarde financijskog izvještavanja koji se objavljuje u Narodnim novinama.[17]

Poduzetnici koji su obveznici primjene Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja u sklopu sastavljanja svojih godišnjih financijskih izvještaja nisu obvezni sastavljati izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti. Veliki i srednji poduzetnici te subjekti od javnog interesa podliježu obvezi revizije godišnjih financijskih izvještaja i konsolidiranih financijski izvještaja.

Poduzetnik je obvezan, zajedno s godišnjim financijskim izvještajima, izraditi izvješće poslovodstva. Za isto je potrebno provesti reviziju usklađenosti s financijskim izvješćima sastavljenima za isto izvještajno razdoblje i zakonskim odredbama, ako je propisana obvezna revizija financijskih izvještaja te koje mora sadržavati istinit i fer prikaz razvoja i rezultata poslovanja poduzetnika i njegova položaja, zajedno s opisom glavnih rizika i neizvjesnosti s kojima se suočava.[18] Prikaz treba biti sveobuhvatan i u skladu s veličinom poduzetnika kao i kompleksnošću njegova poslovanja te po potrebi može uključivati financijske i nefinancijske pokazatelje.

Kako bi se bolje razumjela uloga financijskih izvještaja i mogućnosti korištenja informacija iz istih u nastavku će biti opisani svaki od njih.

[16] Ibidem, čl. 19.
[17] Ibidem, čl.19. st. 5.
[18] Ibidem, čl.21.

2.3. Temeljni financijski izvještaji

2.3.1. Bilanca

Bilanca je statični izvještaj koji daje sustavni pregled imovine, kapitala i obveza gospodarskog subjekta na određeni datum, najčešće na datum završetka fiskalne godine. Računovodstveni standardi definiraju imovinu, obveze i kapital kao elemente koji određuju financijski položaj poduzeća. Stoga je bilanca temeljno financijsko izvješće koje služi kao podloga za ocjenu sigurnosti poslovanja.[19]

Bilanca je prikaz imovine kojom poduzeće raspolaže kao i obveza prema izvorima (obveze i kapital) u određenom trenutku. Imovina se naziva aktivom, a izvori imovine tj. obveze i kapital pasivom.

Uvidom u bilancu uočava se struktura stavki imovine ali i izvora što ukazuje na ročnu usklađenost u bilanci i ukazuje na stanje u poduzeću. Neadekvatna struktura i ročna neusklađenost imovine i obveza ukazuje na rizik likvidnosti i solventnosti, opterećenje novčanih tijekova te mogući kolaps poslovanja. Stavke bilance kroz različite analize (horizontalna, vertikalna i sami pokazatelji – o kojima će biti riječ u nastavku) osiguravaju uvid u različite aspekte poslovanja i položaja poduzeća. Ponajviše s aspekta upravljanja imovinom, dobiti te usklađivanjem ročnosti bilance. Ipak sama bilanca najčešće nije dovoljna za konkretnu sliku o položaju poduzeća te je potreban uvid u nešto dinamičnije izvještaje.

2.3.2. Račun dobiti i gubitka

Račun dobitka i gubitka je prikaz prihoda, rashoda i financijskog rezultata u određenom vremenskom razdoblju, najčešće obračunskoj godini.[20] Glavna razlika između bilance i računa dobitka i gubitka sastoji se u tome što nam bilanca prikazuje stanje imovine i njenih izvora na određeni dan, dok račun dobitka i gubitka daje informaciju o ostvarenim prihodima, rashodima, ostvarenoj dobit ili gubitku iz našeg poslovanja u promatranom razdoblju i to ga čini dinamičnim izvještajem u odnosu na bilancu.

Kroz račun dobiti i gubitka prikazuje se uspjeh poslovanja. Ako su prihodi veći od rashoda ostvaruje se pozitivan financijski rezultat tj. dobit, a ukoliko su prihodi manji od rashoda ostvaruje se negativan financijski rezultati tj. gubitak.

[19] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 97.
[20] HSFI, NN, 78/15, dostupno na: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/136/137/Hrvatski_standardi_financijskog_izvjestavanja.pdf, [29.08.2017.]

Pozicije računa dobitka i gubitka čine:[21]

1. Stavke prihoda po grupama aktivnosti
2. Stavke rashoda po grupama aktivnosti
3. Ukupni prihodi; kojeg čine bruto priljev novca, potraživanja ili drugih naknada.
4. Ukupni rashodi; koji su odbitna stavka od prihoda u računu dobiti i gubitka.
5. Dobitak ili gubitak prije oporezivanja; računa se kao razlika između ukupnih prihoda i rashoda.
6. Porez na dobitak ili gubitak; izražava se kao umnožak porezne osnovice i porezne stope.[22]
7. Dobitak ili gubitak nakon oporezivanja (neto dobit); koji je najvažnija kategorija dobiti i gubitka, a dijeli se na dio za dividende i zadržani dobitak.

Ukupni prihodi su zbroj prihoda iz osnovne djelatnosti, prihoda iz drugih aktivnosti i izvanrednih prihoda.

Prihodi iz osnovne djelatnosti su prihodi koji proizašli iz tijeka redovitih aktivnosti, a to su: prodaja robe, pružanje usluga i korištenje resursa koji od strane drugih osoba poduzeću donose kamatu, dividendu i sl.

Prihodi iz drugih aktivnosti jesu oni prihodi koji se nastoje realizirati izvan osnovne djelatnosti. U prihode iz drugih aktivnosti mogu se ubrojiti prihodi od potpora države i primljenih pomoći, prihodi od zateznih kamata kod prodaje robe, usluga i proizvoda, provizije, tečajne razlike, rente i slično. Izvanredni prihodi su rjeđi, a nastaju od sporednih aktivnosti odnosno ne vezano uz glavnu djelatnost, primjerice, prodajom dugotrajne imovine, opreme i sl.

Ukupne rashode čini zbroj rashoda iz osnovne djelatnosti, rashoda iz drugih aktivnosti i izvanrednih rashoda. Struktura rashoda osnovne djelatnosti determinirana je djelatnošću poduzeća, s obzirom na to razlikuju se rashodi iz osnovne djelatnosti trgovine, rashodi iz

[21]https://www.porezna-uprava.hr/HR_obrasci/Documents/POREZ%20NA%20DOBIT/POD-RDG.pdf, [29.09.2017.]

[22] Prema Zakonu o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dobit (NN 115/16), dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_12_115_2527.html: koji stupa na snagu od 1. siječnja 2017. godine, u primjeni su diferencirane stope: poreza na dobit u zavisnosti od ukupnih prihoda: 12% poreza na dobit do 3.000.000 kn ukupnih prihoda i 18% poreza na dobit od 3.000.001 kn ukupnih prihoda.

osnovne djelatnosti proizvodnih poduzeća i rashodi iz uslužne djelatnosti. Rashodi iz drugih aktivnosti obično nemaju značajniji udio u strukturi, ali ukoliko pak poslovni subjekti iskazuje značajne stavke pod pozicijom drugih aktivnosti to upućuje na oprez pri korištenju financijskih izvješća, posebno prilikom donošenja poslovnih odluka.

2.3.3. Izvještaj o novčanim tokovima

Izvještaj o novčanom obvezni je financijski izvještaj kojim se prikazuju novčani tokovi poslovne, investicijske i financijske aktivnosti te ukupna promjena tokova kao i stanje novca u obračunskom razdoblju.[23]

Poslovne aktivnosti čine one aktivnosti vezane uz osnovno poslovanje tj. samu djelatnost poduzeća. Ti priljevi i odljevi su nastali kao posljedica obavljanja poslovanja. Financijske aktivnosti su aktivnosti upravljanja novcem kroz ulaganje, ali i kao prikupljanje izvora financiranja. Investicijske aktivnosti obuhvaćaju aktivnosti ulaganja u različitu imovinu ili njezinu prodaju.

Izvještaj o novčanom toku izrađuje se direktnom i indirektnom metodom. Direktna metoda sučeljava sve priljeve gotovine i gotovinske odljeve. Njihovom razlikom dobije se neto primitak odnosno razlika između primitaka i izdataka po svim aktivnostima.

Za indirektnu je metodu polazna točka neto rezultat poslovanja koji se korigira za sve učinke transakcija nenovčane prirode, tj. korigira se za povećanje i smanjenje amortizacije, potraživanja, zaliha i obveza, promjene salda robe i dr.

Izvještaj o novčanom tijeku pokazatelj je jaza prihoda i priljeva te troškova i obveza i odljeva. Ako dospijeće obveza i naplata potraživanja nije usklađena javlja se rizik likvidnosti kad su odljevi veći od priljeva tj. ako je ostvaren negativni neto novčani tok. U tom i jest značaj ovog izvještaja jer daje jednostavan, direktan i brz uvid u „krvnu sliku poduzeća“.

[23] HSFI, NN, 78/15, dostupno na:
http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/136/137/Hrvatski_standardi_financijskog_izvjestavanja.pdf, [29.09.2017.]

2.3.4. Bilješke uz financijska izvješća

Bilješke uz financijske izvještaje čine pojašnjenja računovodstvenih politika primijenjenih u izradi izvještaja i tretmanu pojedinih kategorija izvještaja. U bilješkama se nalaze informacije i podaci koji nisu prezentirani u bilanci, računu dobiti i gubitka, izvještaju o promjenama kapitala i izvještaju o novčanom toku stoga doprinose boljem razumijevanju evidencija u izvještajima kao i promjena koje izvještaji iskazuju.

U slučaju društava koja su obvezna sastavljati konsolidirane financijske izvještaje bilješke sadrže i podatke:[24]

a) naziv i sjedište matičnog društva koje sastavlja konsolidirane godišnje financijske izvještaje

b) navod o izuzeću od obveze sastavljanja konsolidiranih godišnjih financijskih izvještaja, odnosno konsolidiranog izvješća poslovodstva.

2.3.5. Izvještaj o promjenama kapitala

Izvještaj o promjenama kapitala, koji je sastavni dio obveznih izvještaja od 1999., prikazuje sve promjene kapitala koje su nastale od zadnje objavljene bilance. Prikazane su sve promjene u kapitalu tj. promjene dioničkog kapitala, rezervi, dividendama i sl. Dakle, izvještaj o promjenama kapitala sadrži podatke o promjeni uloženog kapitala, zarađenog kapitala te izravne promjene u kapitalu mimo računa dobiti i gubitka. U bilješkama se detaljnije opisuju prezentirane promjene kapitala.

Pozicije Izvještaja o promjenama kapitala, koje direktno utječu na promjenu vrijednosti kapitala, jesu:[25] revalorizacija dugotrajne nematerijalne imovine, revalorizacija dugotrajne materijalne imovine, rezerve fer vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju, tekući i odgođeni porezi, učinkovita zaštita novčanog toka, promjene računovodstvenih politika, ispravak značajnih pogrešaka prethodnog razdoblja, tečajna razlika s naslova neto ulaganja u inozemno poslovanje te ostale promjene kapitala.

Nakon prezentacije izvora analize poslovanja poduzeća potrebno je definirati metode analize poslovanja. Poslovanje se analizira tijekom vremena pomoću horizontalne analize, a promjene

[24] HSFI, NN, 78/15, dostupno na: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/136/137/Hrvatski_standardi_financijskog_izvjestavanja.pdf, [29.09.2017.]
[25] HSFI, NN, 78/15, dostupno na: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/136/137/Hrvatski_standardi_financijskog_izvjestavanja.pdf, [29.09.2017.]

strukture pomoću vertikalne analize. Uz horizontalnu i vertikalnu analizu uspjeh i perspektiva vrednuju se kroz pokazatelje, te računovodstvene i financijske modele.

3. ALATI PROCJENE USPJEŠNOSTI POSLOVANJA TEMELJEM FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

3.1. Horizontalna i vertikalna analiza

Horizontalna analiza je usporedni prikaz glavnih svih stavki iz bilance, računa dobiti i gubitka te ostalih izvještaja za više obračunskih razdoblja, najčešće godina, preko izračuna apsolutnih i relativnih promjena.[26] Za izračun relativnih promjena primjenjuje se formula za stopu promjene koja je u stvari formula tzv. verižnih indeksa, a iskazuje se kao:

$$\text{Promjena (\%)} = \frac{\textit{iznos tekuće godine} - \textit{iznos prethodne godine}}{\textit{iznos prethodne godine}} * 100$$

Uz analizu stavki pojedinog izvještaja putem horizontalne analize moguće je da predmet budu i odnosi bilančnih pozicija i računa dobiti i gubitka. Tako, ukoliko se, želi analizirati poslovanje s dinamičkog aspekta tada pojedinačni podaci iz financijskih izvještaja nisu dovoljni te je potrebna usporedba s odgovarajućim podacima iz proteklih razdoblja. Neki pokazatelj, koji je odraz performansi poduzeća, uspoređen s određenom kontrolnom mjerom ili s istim pokazateljem drugih tvrtki može izgledati solidno, dok promatran u duljem razdoblju može pokazati stalan trend ili trend nepovoljnog kretanja. Upravo zbog toga je potrebno podatke i pokazatelje dobivene temeljem izvještaja promatrati tijekom vremena kako bi se predvidjele moguće krize.

Za izračun promjena u pozicijama financijskih izvještaja i njihovo uspoređivanje moguće je također provoditi uzimanjem bazne godine pa se tako izabrane stavke uspoređuju kroz godine s baznom godinom primjenom tzv. baznih indeksa. Ako se primjene verižni indeksi tada se vrši godišnja analiza koja prati promjene tekuće godine u odnosu na godinu ranije.

[26] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF, Zagreb, 2003., str. 62.

Najveći nedostatak horizontalne analize je njena primjena u razdoblju inflacije i kod promjene obračunskog sustava, zatim kod izrade i predočenja izvješća uz promjene u politici bilanciranja i sve ostale promjene koje izvješća čine neusporedivima. U tim slučajevima se izvještaji trebaju prije usporedbe uskladiti. Ukoliko usklađivanje nije moguće u potpunosti, bitno je barem uskladiti bitne stavke ili bitne pokazatelje performansi, te ih onda usporediti. Svakako, neusporedive podatke je, slijedom pravila o istinitom i fer izvještavanju, bolje nikako ne staviti u izvješće nago da stvaraju krivu sliku.

Vertikala analiza prikazuje postotni udjel svake stavke pojedinog izvještaja u odnosu na ukupan zbroj istoga. Tako će u aktivi, tekuća aktiva biti prikazana u odnosu na ukupnu aktivu ili u odnosu na sumu pojedine kategorije imovine, a u pasivi svi izvori u odnosu na ukupne izvore ili pak sumu pojedine grupe izvora. Vertikalna analiza se može obavljati paralelno za više godina, što omogućuje usporedbu tijekom vremena i prikaz trenda.

Prikazom usporednog izvještaja vertikalne analize bilančnih pozicija može se uočiti kako se kreću odnosi među pozicijama kroz vrijeme. Promjene u odnosima ukazuju na primjenjivane politike poslovanja i politike investiranja.
Uz horizontalnu i vertikalnu analizu, temeljem izvještaja, korisnicima i menadžmentu je na raspolaganju i analiza putem pokazatelja.

3.2. Analiza financijskih izvještaja na temelju pokazatelja

Analiza financijskih izvještaja preko pokazatelja se provodi na način da se u omjer stavljaju pojedine stavke iz bilance, računa dobiti i gubitka ili iz oba izvješća u cilju izračuna pojedinih pokazatelja. Ona obuhvaća sljedeće pokazatelje:

1. Pokazatelj profitabilnosti
2. Pokazatelj likvidnosti
3. Pokazatelj solventnosti
4. Pokazatelj obrtaja imovine
5. Pokazatelj efikasnosti investiranja dioničara
6. Pokazatelj dodane vrijednosti
7. Altmanov Z pokazatelj (Z-Score).

Uz opisani primjenjuju se i novi modeli poput Bex modela koji će također biti prezentiran u nastavku rada.

3.2.1. Analiza profitabilnosti

Analiza profitabilnosti predstavlja najvažniji dio financijske analize poslovanja. Pokazateljima profitabilnosti mjeri se sposobnost poduzeća da ostvaruje dobit u odnosu na ostvarene prihode, imovinu ili kapital tj. sposobnost poduzeća da ostvaruje ekonomsku dobit. Uključuje pokazatelje profitne marže i povrata na investirano.
Profitna marža je pokazatelj profitabilnosti koji ima nekoliko razina, a najvažniji su bruto profitna marža, operativna marža i neto profitna marža.

Bruto profitna marža ukazuje koliko je % prihoda poduzeća ostalo nakon pokrića troškova za prodano za pokriće troškova uprave i prodaje, troškova financiranja, poreza na dobitak i dobitka nakon oporezivanja.[27] Računa se prema formuli:

$$\text{Bruto profitna marža} = \frac{\textit{bruto dobit}}{\textit{prihod od prodaje}} * 100$$

Neto profitna marža ukazuje koliko je % prihoda poduzeću ostalo nakon podmirenja svih troškova i poreza na dobitak. Preostali prihod je u stvari dobitak, koji poduzeće može podijeliti dioničarima ili reinvestirati u poslovanje.[28]

$$\text{Neto profitna marža} = \frac{\textit{neto dobit}}{\textit{prihod od prodaje}} * 100$$

Pokazatelji povrata na investirano ukazuju na uspješnost menadžmenta u korištenju raspoloživih resursa poduzeća. U toj se skupini koriste najčešće tri pokazatelja:

$$\text{Povrat na ukupni kapital} = \frac{\textit{operativna dobit}}{\textit{ukupna imovina}} * 100$$

Kod povrata na ukupni kapital u nazivniku se koristi čitavi kapital (vlastiti i tuđi), u obliku imovine, dok se u brojniku koristi operativni dobitak jer on u sebi sadrži troškove korištenja vlastitog i tuđeg kapitala (kamate). Pokazatelj povrata na ukupni kapital pokazuje koliko je kuna operativnog dobitka stvoreno na 100 kn ukupnog kapitala uloženog u imovinu.[29]

[27] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 109.
[28] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 110.
[29] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 111.

$$\text{Povrat na uloženi dugoročni kapital} = \frac{operativna\ dobit - kamate\ na\ kratk.kredite}{ukupna\ pasiva - kratkoročne\ obveze} * 100$$

Povrat na uloženi dugoročni kapital pokazuje koliko je kuna operativnog dobitka (bez kamata na kratkotkoročne kredite) proizašlo iz 100 kn dugoročnih izvora financiranja (glavnica + dugoročne obveze). Sukladno dugoročnim izvorima financiranja u nazivniku, u brojniku pokazatelja ostaju kamate na dugoročne kredite.[30]

$$\text{Povrat na ukupni vlastiti kapital} = \frac{neto\ dobit}{glavnica} * 100$$

Pokazatelj povrata na ukupni vlastiti kapital ukazuje koliko je kuna dobitka nakon oporezivanja ostvareno od 100 kn uloženog vlastitog kapitala. Dobitak nakon oporezivanja može se raspodijeliti vlasnicima ili uložiti u poslovanje.[31]

3.2.2. Analiza likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti ukazuju na financijsko zdravlje poduzeća. Oni pokazuju sposobnost poduzeća da podmiruje svoje kratkoročne obveze. Tu se može izračunati pet pokazatelja, od kojih se najviše koriste koeficijent opće i ubrzane likvidnosti te se računaju kao:[32]

$$\text{Koeficijent opće likvidnosti} = \frac{kratkotrajna\ imovina}{kratkoročne\ obveze}$$

$$\text{Koeficijent ubrzane likvidnosti} = \frac{kratkotrajna\ imovina - zalihe}{kratkoročne\ obveze}$$

Standardizirana vrijednost pokazatelja opće likvidnosti, temeljena na iskustvima prakse i struke, iznosi minimalno 2, što znači da je poduzeće sposobno podmiriti kratkoročne obveze. Standardizirana vrijednost pokazatelja ubrzane likvidnosti iznosi minimalno 1, što ukazuje na to da je poduzeće sposobno podmiriti hitne potrebe za gotovinom.

Pristup financijskog menadžmenta preferira pristup komparacije s granskim performansama.

[30] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 111.
[31] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 111.
[32] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 113.

3.2.3. Analiza solventnosti

Pokazatelji solventnosti su slika dugoročne financijske stabilnost poduzeća, a formiraju se kroz iskazane kapitalne i financijske strukture, te stavke imovine. Financijsku strukturu čini cijela pasiva, dok kapitalnu strukturu uključuje vlastiti kapital i dugoročne obveze. U ovoj se grupi najčešće koristi pet pokazatelja:[33]

$$\text{Omjer dugoročnih obveza i ukupnog dugoročnog kapitala} = \frac{dugoročne\ obveze}{ukupni\ dugovni\ kapital} * 100$$

$$\text{Stupanj zaduženosti} = \frac{ukupne\ obveze}{ukupna\ imovina} * 100$$

$$\text{Omjer duga i glavnice} = \frac{ukupne\ obveze}{glavnica} * 100$$

$$\text{Odnos pokrića kamata} = \frac{operativna\ dobit}{trošak\ kamata}$$

$$\text{Odnos dugotrajne imovine i vlasničke glavnice} = \frac{dugotrajna imovina}{glavnica}$$

Omjer dugoročnih obveza i ukupnog dugoročnog kapitala je u stvari prikaz udjela dugoročnih obveza u ukupnom dugoročnom kapitalu pokazatelj je sposobnosti podmirenja dugoročnih obveza te mu je gornja granica na 30 – 35%.

Praksa ukazuje da je gornja granica stupnja zaduženosti do 50%, odnosno da bi udjel obveza u ukupnoj imovini ne smije preći 50%. Naličje pokazatelja zaduženosti je stupanj samofinanciranja koji se izračunava kao omjer glavnice i imovine.

Istraživanja ukazuju da maksimalna vrijednost omjera duga i glavnice iznosi maksimalno 1, što znači da ukupan dug ne bi trebao biti veći od ukupne glavnice.

Standardizirana vrijednost pokazatelja pokrića kamata iznosi minimalno 1, što bi značilo da poduzeće iz operativnog dobitka može pokriti sve troškove kamata.

[33] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 114.-115.

Standardizirana vrijednost pokazatelja omjera dugotrajne imovine i vlasničke glavnice nije precizno definirana ali se obično ističe vrijednost od 1.

3.2.4. Analiza obrtaja imovine

Pokazatelji obrtaja imovine prikazuju koliko se puta, za određenu razinu prihoda, obrne određena kategorija imovine. Promatrano s druge strane može se reći da ta grupa pokazatelja prikazuje koliko se prihoda generira iz jedinice uložene imovine. U ovoj kategoriji pokazatelja se najčešće koristi pokazatelj obrtaja dugotrajne i kratkotrajne imovine te zaliha ili potraživanja.

U praksi nema definiranog standarda tj. poželjne vrijednosti. Veća vrijednost ukazuje na to da se više prihoda generira na jedinicu uložene vrste imovine. Pokazatelji se računaju stavljanjem u omjer prihoda i stavke imovine.[34]

$$\text{Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine} = \frac{ukupni\ prihod}{kratkotrajna\ imovina}$$

$$\text{Koeficijent obrtaja dugotrajne imovine} = \frac{ukupni\ prihod}{dugotrajna\ imovina}$$

$$\text{Koeficijent utrživosti zaliha} = \frac{ukupni\ prihod}{zalihe}$$

$$\text{Koeficijent obrtaja nato potraživanja} = \frac{ukupni\ prihod}{potraživanja}$$

3.2.5. Analiza efikasnosti investiranja dioničara

Dioničari i ulagači općenito koriste financijska izvješća kao bi procijenili vrijednost poduzeća ali i istražili buduće perspektive. Temeljem toga donose odluke o ulaganju. Najčešće se koriste pokazateljima: zarade po dionici, dividende po dionici, povrata na dioničarsku glavnicu, prinosa od dividendi, te odnosa cijene i zarade po dionici (P/E).

[34] Ibidem

Zarada po dionici se računa kao omjer dobitka nakon oporezivanja i broja redovnih dionica. Nije zahvalno niti pouzdano koristiti ovaj pokazatelj kao komparativnu mjeru s drugim poduzećima jer je određen brojem emitiranih dionica.[35]

$$\text{EPS (Zarada po dionici)} = \frac{\textit{neto dobit} - \textit{povlaštene dividende}}{\textit{broj redovnih dionica}}$$

Dividenda po dionici daje iznos isplaćenih dividendi po svakoj dionici te se računa kao omjer sume isplaćene za dividende i broja redovnih dionica u prometu.

$$\text{Dividenda po dionici} = \frac{\textit{isplaćene dividende}}{\textit{broj redovnih dionica}}$$

Povrat na dioničarsku glavnicu se računa stavljanjem u omjer dobitka nakon oporezivanja (umanjenog za povlaštene dividende) i prosječne dioničarske glavnice, iskazane u obliku stope povrata.

$$\text{Povrat na dioničarsku glavnicu} = \frac{(\textit{neto dobit} - \textit{divid.na povl.dionice}) \times 100}{\textit{prosječno stanje glavnice redovnih dionica}}$$

Prinos od dividendi omjer je isplaćenih dividendi po dionici i tržišne cijene redovnih dionica.

$$\text{Prinos od dividendi} = \frac{\textit{dividenda po dionici} \times 100}{\textit{tržišna cijena redovnih dionica}}$$

Odnos cijene i zarade po dionici odnos je tržišne cijene redovnih dionica i zarade po dionici.

$$\text{P/EPS (Omjer cijene i zarade po dionici)} = \frac{\textit{tržišna cijena dionice}}{\textit{zarada po dionici (EPS)}}$$

3.2.6. Dodana vrijednost

Dodanu vrijednost je razlika prihoda i kupljenih dobara i usluga. Dodana vrijednost je u stvari vrijednost koju poduzeće dodaje aktivacijom i korištenjem svojih kapaciteta. Analizom

[35] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 116.-117.

dodane vrijednosti ocjenjuje se proizvodnost poduzeća. Pokazatelji ove grupe ukazuju koliko se novčanih jedinica dodane vrijednosti ostvari ulaganjem 1 novčane jedinice ukupne imovine, dugotrajne imovine, zaposlenih i sl. Dodanu vrijednost se računa uzimanjem podataka iz računa dobiti i gubitka, u kojem su troškovi razvrstani prema prirodnim vrstama. Pokazatelji dodane vrijednosti se računaju stavljanjem u omjer dodane vrijednosti, temeljene na računu dobiti i gubitka, te stavki imovine, temeljem bilance. Izračun dodane vrijednosti se računa kao suma:[36]

DV = trošak plaća + amortizacija + deprecijacija + trošak kamata + porez na dobit + dobitak nakon oporezivanja

Pokazatelji proizvodnosti temeljeni na dodanoj vrijednosti se računaju kao:

$$\text{Proizvodnost dugotrajne imovine} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{dugotrajna imovina}}$$

$$\text{Proizvodnost kratkotrajne imovine} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{kratkotrajna imovina}}$$

$$\text{Proizvodnost ukupne imovine} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{ukupna imovina}}$$

$$\text{Proizvodnost po zaposlenom} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{prosječan broj zaposlenih}}$$

3.3. Zbirni modeli ocjene poslovanja

3.3.1. Altmanov Z Score model

Altmanov Z model je nastao 1967. godine kao rezultat empirijskih istraživanja u SAD-u. Ideja je bila oblikovanje skupnog pokazatelja za procjenu financijskog "zdravlja" i procjene

[36] Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995., str. 119.

vjerojatnosti bankrota proizvodnih trgovačkih društava koji kotiraju na burzi. Na temelju statističke analize oblikovan je model koji glasi:[37]

$$Z = 1{,}2X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}6X_4 + 0{,}999X_5$$

Varijable X_1, X_2, X_3, X_4 i X_5 se računaju kao:

$$X1 = \frac{radni\,kapital}{ukupna\,imovina}$$

$$X2 = \frac{\text{zadržani dobitak}}{\text{ukupna imovina}}$$

$$X3 = \frac{\text{EBIT (operativna dobit)}}{\text{ukupna imovina}}$$

$$X4 = \frac{\text{tržišna vrijednost glavnice}}{\text{ukupne obveze}}$$

$$X5 = \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{ukupna imovina}}$$

Temeljem izračunatih vrijednosti Z pokazatelja moguće su tri procjene zona budućeg poslovanja i mogućnosti bankrota poduzeća.

Tablica 1: Zaključci temeljeni na Altman Z Score modelu

Vrijednost Z pokazatelja	Zaključak o vjerojatnosti bankrota
Z>2,99	Poduzeće je financijski stabilno i bankrot nije vjerojatan
2,99>Z>1,81	"Siva zona" gdje postoji mogućnost bankrota, ali to nije u potpunosti sigurno
Z<1,81	Financijske poteškoće, velika opasnost od pokretanja stečajnog postupka

Izvor: Zenzerović R., Peruško T. (2006): Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja, Ekonomska istraživanja, str. 142.

[37] Ibidem, str. 203.

3.3.2. Business Excellence model - BEX

Business Excellence (BEX) model se koristi za procjenu poslovne izvrsnosti tvrtki pomoću financijskih pokazatelja temeljnih na financijskim izvještajima koji su lako dostupni svim vanjskim korisnicima. BEX model je konstruiran primjenom statističko-matematičkih metoda istraživanja.

BEX indeks pokazuje i mjeri poslovnu izvrsnost tvrtke u dvije dimenzije, i to:[38]

1. trenutačna poslovna izvrsnost ("*lagging*" dimenzija)
2. očekivana poslovna izvrsnost ("*leading*" dimenzija)

BEX model čine četiri pokazatelja s određenim ponderima utjecaja, što tvori sljedeći izraz[39]:

$$BEX = 0{,}388\ ex_1 + 0{,}579\ ex_2 + 0{,}153\ ex_3 + 0{,}316\ ex_4$$

gdje su obuhvaćena ova područja procjene izvrsnosti s pokazateljima:[40]

ex_1 = PROFITABILNOST; se računa kao ex_1 = EBIT / UKUPNA AKTIVA

To je pokazatelj izvrsnosti, mjeren omjerom zarade (koja se sastoji od kamata i dobiti prije poreza - EBIT) i kapitala, mjerenog ukupnom aktivom. Pokazatelj ex_1 nema značajan utjecaj na konačnu visinu BEX indeksa zbog toga što je riječ o tzv. „tromom pokazatelju“, čija je zadaća stabiliziranje BEX modela. Ipak, njegova uloga je mnogo veća kad se poslovna izvrsnost procjenjuje po segmentima.

ex_2 = STVARANJE VRIJEDNOSTI; se računa kao ex_2 = NETO POSL. DOBITI / VL. KAPITAL x CIJENA

Pokazatelj ex_2 računa se pomoću ekonomskog profita - dobiti koja premašuje cijenu vlastitoga kapitala. U izračunu koristi kategorija neto poslovne dobiti da se neutralizira utjecaj izvanrednih događaja na rezultat poslovanja. Cijena vlastitoga kapitala se dobije kao umnožak vlasničkoga kapitala i cijene kapitala koju bi vlasnici mogli ostvariti iz alternativnih, relativno

[38] Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. str. 29.
[39]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 31.
[40]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 32.

bezrizičnih ulaganja. Vlasnički kapital je upisani kapital, uvećan za eventualne dobitke i rezerve. Cijena kapitala je aproksimirana stopom kamate na vezanu štednju u bankama (4%). Ako je ex_2 veći od 1, tvrtka stvara vrijednost, a ako je manji od 1, tvrtka „jede“ svoju supstancu.[41]

ex_3 = LIKVIDNOST; se računa kao ex_3 = RADNI KAPITAL / UKUPNA AKTIVA

Kao mjera likvidnosti koristi se klasičan pokazatelj odnosa radnoga kapitala prema ukupnoj aktivi. Radni kapital je razlika između tekuće aktive i tekućih obveza. Granična mjera likvidnosti je 25% radnoga kapitala u odnosu na aktivu.[42]

ex_4 = FINANCIJSKA SNAGA; računa se kao ex_4 = 5* (DOBIT+D+A) / UKUPNE OBVEZE

Pokazatelj ex_4 temelji se na odnosu teorijski slobodnog novca iz svih aktivnosti te pokrića svih obveza tim novcem. Standardna mjera pokrića obveza je 20%. Taj pokazatelj nema linearni utjecaj jer što se više povećava uspješnost da se u kraćem vremenu obveze pokrivaju iz zarade od novčanog tijeka tada je njegov utjecaj na izvrsnost progresivna. Modelom je maksimalna vrijednost ovog pokazatelja ograničena na 10 jer je naknadnim istraživanjima utvrđeno da skraćenje vremena pokrića obveza iz dobiti i amortizacije ispod šest mjeseci značajno ne utječe na izvrsnost. Stoga mu je maksimalna vrijednost u BEX indeksu 3,16 (0,316 x 10). Kod duljeg vremena pokrića obveza iz zarade od novčanog tijeka utjecaj tog pokazatelja se smanjuje degresivno.

Ukupna poslovna izvrsnost procjenjuje se pomoću BEX indeksa, smještanjem vrijednosti unutar definiranih standardnih granica grupa poslovne izvrsnosti modela i to za[43]:

BEX INDEX veći od 1 = dobre tvrtke

BEX INDEX između 0 i 1 = potrebna su unaprjeđenja

Klasifikacija na dobre i loše tvrtke statistički je potvrđena empirijskim testiranjem povijesnih podataka.

[41]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 32.
[42]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 32.
[43]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 33.

Stroža klasifikacija i razrada izvrsnosti dana je u nastavku.[44]

Tablica 2: Vrijednosti Bex indeksa i njihovo značenje

BUSINESS EXCELLENCE INDEX (BEX)	RANG POSLOVNE IZVRSNOSTI (BUSINESS EXCELLENCE RANG)	PROGNOZA ZA BUDUĆNOST
Veći od 6,01 4 g. uzastopno	Svjetska klasa (world class)	Tvrtka posluje s vrhunskim rezultatima što se može očekivati i u iduće 4 godine ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima
Veći od 6,1	Kandidat za svjetsku klasu (world class candidate)	Tvrtka posluje izvrsno što se može očekivati i u sljedeće 3 godine ako menadžment nastavi s unaprjeđivanjima.
4,01 - 6,00	Izvrsno	Tvrtka posluje izvrsno što se može očekivati i u sljedeće 3 godine, ako menadžment nastavi s unaprjeđivanjima
2,01 - 4,00	Vrlo dobro	Tvrtka posluje vrlo dobro što se može očekivati i u sljedeće 2 godine ako menadžment nastavi s unaprjeđivanjima
1,01 - 2,00	Dobro	Tvrtka posluje dobro, ali se poboljšanje može očekivati samo ako se pristupi unapređenjima
0,00 - 1,00	Granično područje između dobrog i lošeg	Poslovna izvrsnost je pozitivna, ali nije zadovoljavajuća. Potrebno je pristupiti ozbiljnijim unaprjeđenjima
Manji od 0,00 (negativan)	loše	Ugrožena je egzistencija. Potrebno je žurno pristupiti restrukturiranju i unaprjeđenjima, inače će se loše poslovanje nastaviti pa postoji opasnost od propasti (vjerojatnost je preko 90%)

Izvor: Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 33.

BEX model daje procjenu poslovne izvrsnosti po područjima izvrsnosti kroz prikaz izvrsnosti profitabilnost, stvaranja vrijednosti, likvidnost i snagu financiranja. Segmentirana ocjena izvrsnosti omogućuje poduzimanje korektivnih mjera u područjima gdje su pokazatelji nezadovoljavajući.

Granične mjere svakog segmenta poslovne izvrsnosti dobiju se uvrštavanjem kontrolnih mjera u BEX model kao:[45]

BEX = 0,388 x 17,20% + 0,579 x 1,0 + 0,153 x 25% + 0,316 x 1 = 1,0

[44]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 33.
[45]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str 34.

Granične mjere za segmentnu procjenu:[46]

ex_1 = PROFITABILNOST; Odnos EBIT - a i aktive treba biti 17,20%. Veći postotak je bolji, manji postotak je lošiji.

ex_2 = STVARANJE VRIJEDNOSTI; Ako je pokazatelj ex_2 veći od 1, tvrtka stvara vrijednost iznad cijene vlastitog kapitala, a ako je manji od 1, tvrtka "jede" svoju supstancu.

ex_3 = LIKVIDNOST; Ako je pokazatelj ex_3 25% ili veći, to je dobro, a ako je manji ili negativan, to je loše.

ex_4 = SNAGA FINANCIRANJA; Snaga financiranja je bolja što je ex4 veći od 1, a lošija što je manji od 1. Maksimalna vrijednost pokazatelja ex4 je ograničena na 10, pa njegov maksimalni utjecaj na visinu BEX indeksa iznosi (0,316 x 10) 3,16.

Kao konačni zaključak može se navesti kako je BEX model utemeljen na financijskim pokazateljima relevantan za mjerenje poslovne izvrsnosti tvrtki na hrvatskom tržištu kapitala i procjenu dugoročnog kretanja cijena dionica.

Kao snaga i prednost modela BEX u odnosu na druge modele na globalnoj razini je da se BEX indeks može računati i za novoulazeće tvrtke na tržište kapitala, što većina ostalih modela ne omogućuje. Ulagatelji uz pomoć BEX indeksa mogu ocijeniti opravdanost cijena po kojima se vrijednosni papiri nude. Ponuđene cijene vrijednosnih papira moraju odražavati potencijal vrijednosti poduzeća kako bi zadovoljile i tvrtke - emitente vrijednosnih papira i ulagatelje koji ovim tvrtkama povjeravaju svoj novac.[47]

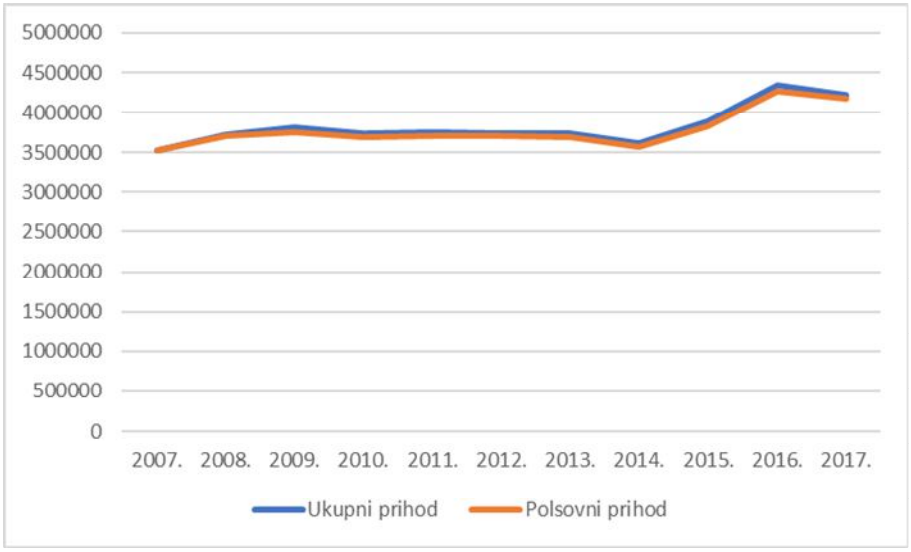
[46]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str. 35.
[47]Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008. Str. 36.

4. ANALIZA OCJENE POSLOVANJA PUTEM IZABRANIH POKAZATELJA

4.1. Analiza poslovanja Podravke d.d.

Podravka je proizvodno poduzeće u prehrambenoj industriji koje svoj rast temelji na stalnim inovacijama. Direktni je konkurent konditorima i poduzećima domaće prehrambene scene. Dugogodišnja prisutnost izvor je iskustva i ugleda kompanije. Na hrvatskom tržištu posluje od 1947., a danas djeluje na tržištima pedeset zemalja. Proizvodi Podravke poznati su diljem svijeta. Svoj asortiman širе u segmentu prehrane iz godine u godinu. Lider je na tržištima Europe te je poduzeće koje posluje na pet kontinenata.

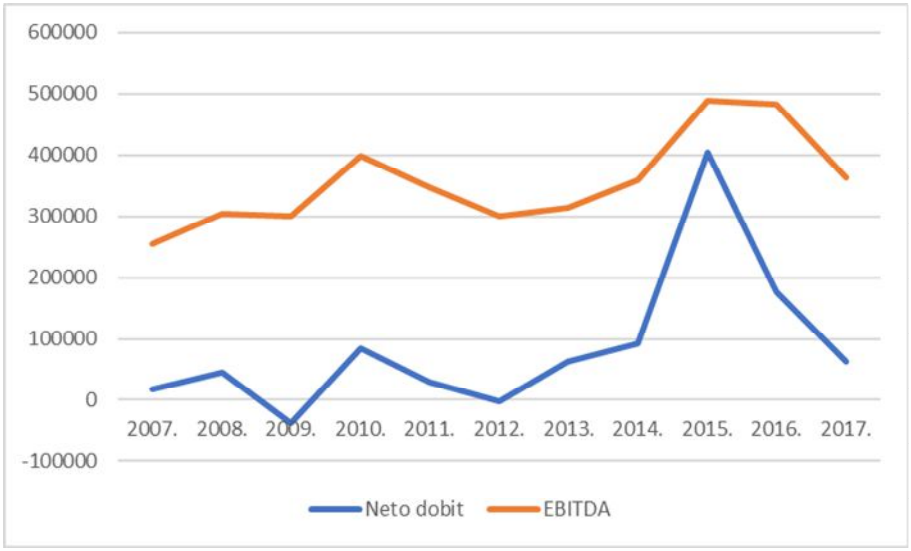
Kako bi se provela analiza poslovanja najprikladnije je promotriti trend prihoda kao mjeru aktivnosti poduzeća i uspješnosti funkcije prodaje. Iz grafikona 1 je vidljivo da prihodi od poslovanja i ukupni prihodi bilježe uzlazan trend uz blage oscilacije od 2010. do 2013. godine, nakon čega slijedi korekcija na razinu početnog razdoblje analize (2007.), a potom ponovni rast na značajno veću razinu nego prije razdoblja globalne financijske krize i to za trećinu. Prošlu godinu su zaključili s prihodom iznad četiri milijarde kuna.



Grafikon 1: Poslovni i ukupni prihodi Podravke d.d. u 000 kn 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Rast prihoda prati i dinamika financijskog rezultata tijekom godina. Iz grafikona 2 je vidljiv skokovit rast neto dobiti uz povremene korekcije. Izuzetak je godina udara gospodarske krize

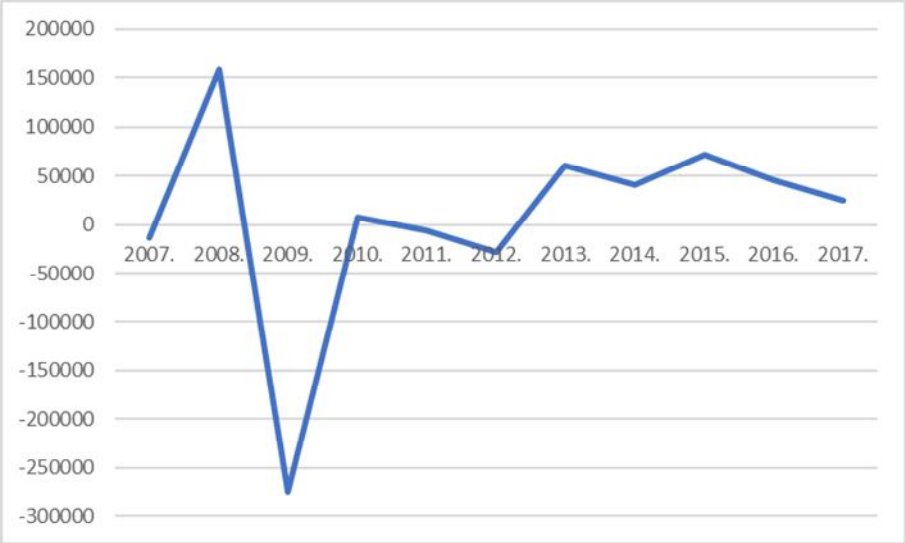
(2009.) kada je ostvaren negativan financijski rezultat. Ipak, gubitak 2009. nije posljedica smanjenja prihoda već povećanja ulaganja koje prati negativan novčani tijek što je bila strategija zaštite poslovanja od gubitka udjela i korištenje prilika za osvajanje novih udjela od strane konkurenata kao i širenja u nove niše. Potvrda tome je i povećani EBITDA 2009/2010 što potvrđuje rast ulaganja koja te godine povećavaju amortizaciju i čine EBITDA pozitivnom usprkos negativnom neto rezultatu. Najveći rast je ostvaren 2014./2015., koji nije zadržan tijekom zadnje dvije godine analize zbog rasta ulaganja, ali je dobit i dalje na visokoj razini.



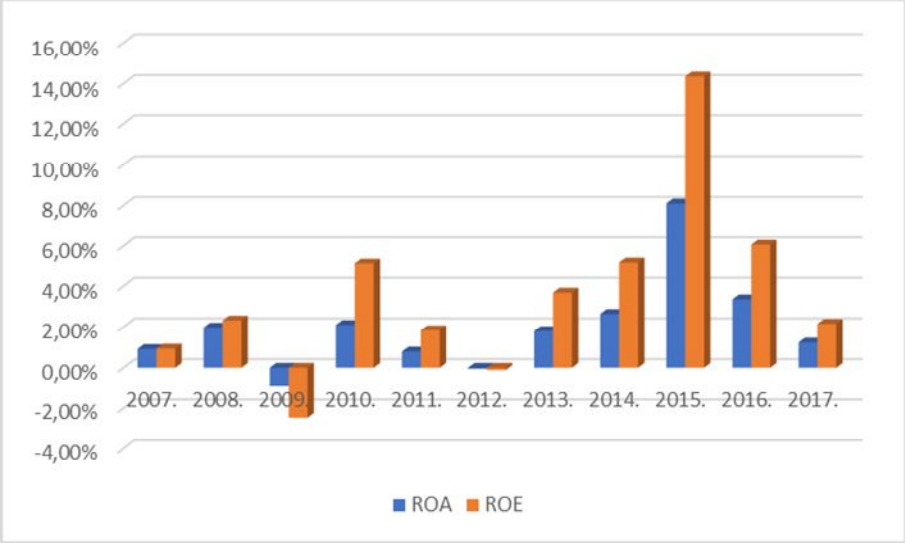
Grafikon 2: Neto dobit i EBITDA Podravke d.d. u 000 kn 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Ako se, na grafikonu 3, promotri neto novčani tijek uočava se da je pozitivan velikim dijelom promatranog razdoblja izuzev 2007., 2009.; kao godine krize na mnogim tržištima na kojima djeluje, te 2011. 2012. godine. Negativan novčani tijek posljedica je intenzivnih investicijskih ulaganja u širenje poslovanja, najvećim dijelom u kupnju dugotrajne imovine. Koji su rezultati poslovanja u godinama negativnih novčanih tijekova vidljivo je na grafikonima 4, 5 i 6.

Povrat na imovinu (ROA) i kapital (ROE), prikazani na grafikonu 4, imaju strogo rastući trend od 2013., dok su u svim drugim godinama pozitivni izuzev 2009. kada je ostvaren negativan rezultat. Prosječni povrat na imovinu iznosi 6,42%, a na kapital 9,25%.



Grafikon 3: Neto novčani tijek Podravke d.d. u 000 kn 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

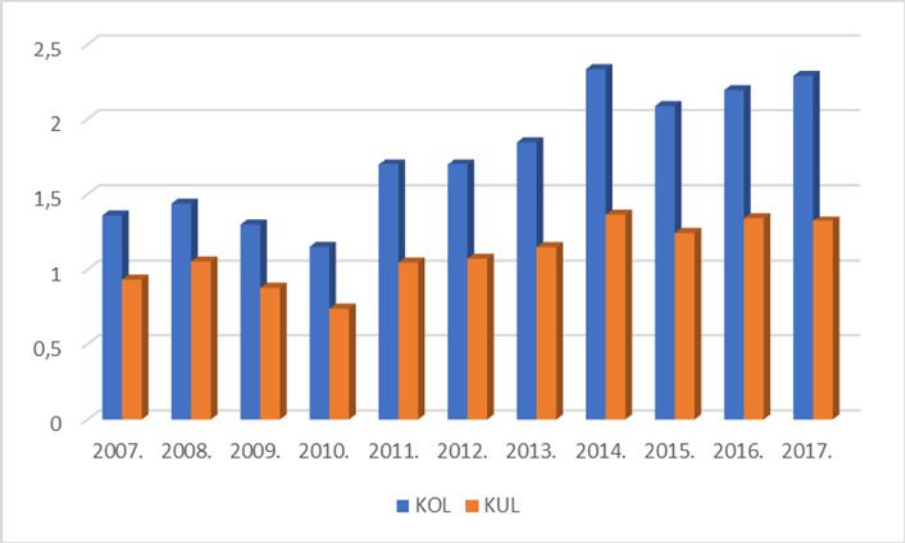


Grafikon 4: ROA i ROE Podravke d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

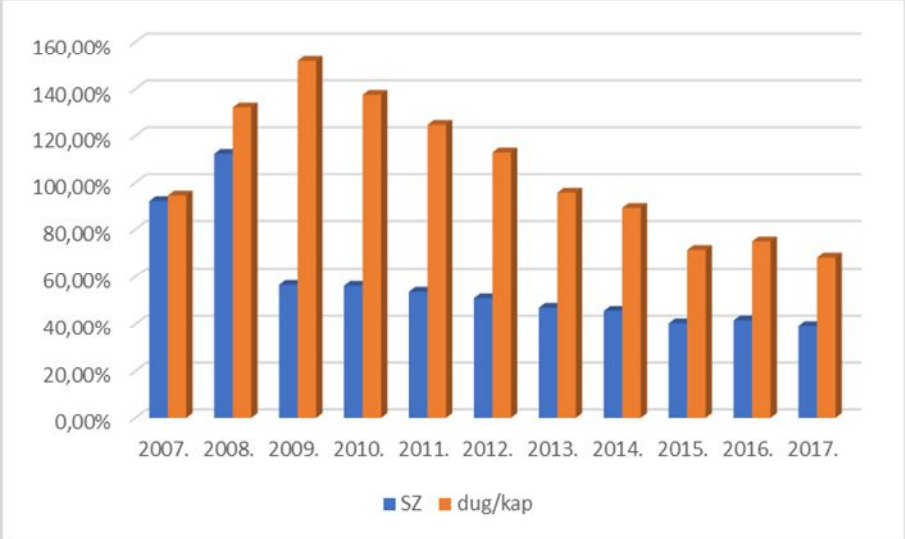
Pokazatelji likvidnosti ukazuju na kretanje pokazatelja opće likvidnosti u prosjeku na godišnjoj razini oko 1,67 što, s obzirom na standardiziranu vrijednost od 2 i prosjek industrije na razini oko 1,63, ukazuje na iznimnu likvidnost poduzeća (grafikon 5). Koeficijent ubrzane likvidnosti kratkotrajnu imovinu korigira za zalihe te tada ocjenjuje sposobnost pokrića kratkoročnih obveza. S obzirom da je standardizirana vrijednost koeficijenta ubrzane likvidnosti 1 te prosjek industrije, koji odgovara toj vrijednosti, zaključuje se da Podravka

posvećuje iznimnu pažnju upravljanju zalihama te nastoji što manje novca vezati u zalihe osiguravajući protočnost materijala i ostalih inputa bitnih za proizvodnju.

Podravka ima znatno nizak udio duga u ukupnim izvorima od 2008. godine, koji minimalno prelazi standardiziranu mjeru od oko 50% sve do kraja analize , što je vidljivo iz grafikona 6. Ipak, omjer duga i kapitala nije na zadovoljavajućoj razini sve do 2012 kada se smanjuje značajno ispod maksimalne vrijednosti od 1.

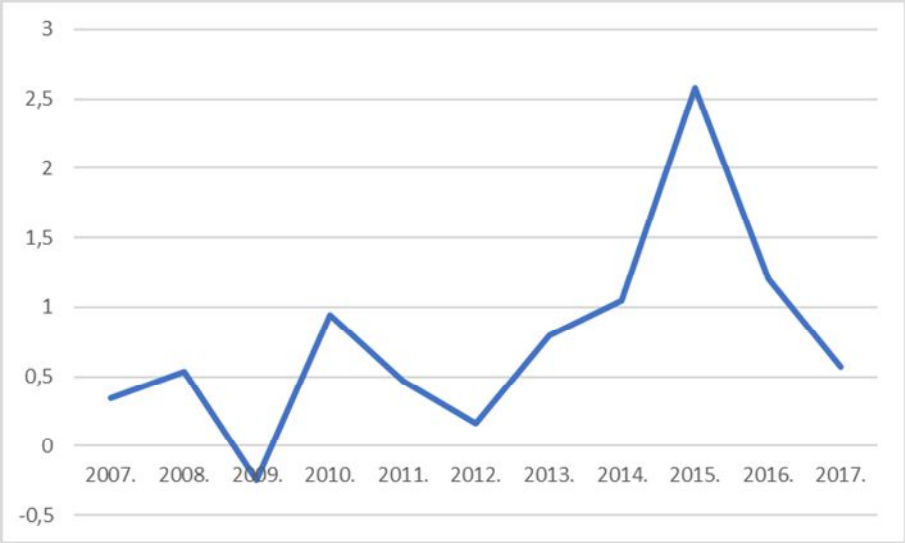


Grafikon 5: Koeficijent opće i ubrzane likvidnosti Podravke d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća



Grafikon 6: Kretanje pokazatelja zaduženosti Podravke d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Bex indeks, kao mjera rizika bankrota, prikazan je na grafikonu 7. On se kreće od 0,5 (2007.) do 2,6 (2015.). Vrijednost indeksa prosječno na godišnjoj razini iznosi 0,763 što je posljedica pojave negativnog Bex indeksa u godini krize (2009.) zbog ostvarenja visoke negativne vrijednosti pokazatelja e_2 tj. omjera neto dobiti i cijene vlastitog kapitala uslijed negativnog neto rezultata u značajnijem iznosu. Ako se promotri svaka godina zasebno uočava se da Podravka posluje od 2013. u grupi dobrog ili vrlo dobrog poslovanja sve do 2017., kada se rang smanjuje.



Grafikon 7: Kretanje Bex indeksa Podravke d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Promatrano po segmentima vidljivo je da je pokazatelj e_3 kojem je granična vrijednost 0,25, a koji je u slučaju Podravke tijekom gotovo svih godina analiziranog razdoblja, izuzev 2009. i 2010., blizu i iznad granične vrijednosti. U spomenute dvije godine pada na i ispod 0,1 tj. 10% što znači da u tim godinama poduzeće nije u mogućnosti konverzijom neto kratkotrajne imovine pokriti barem 25% vrijednosti ukupne imovine. Međutim, ovaj pokazatelj ima najmanji ponder u vrijednosti indeksa.

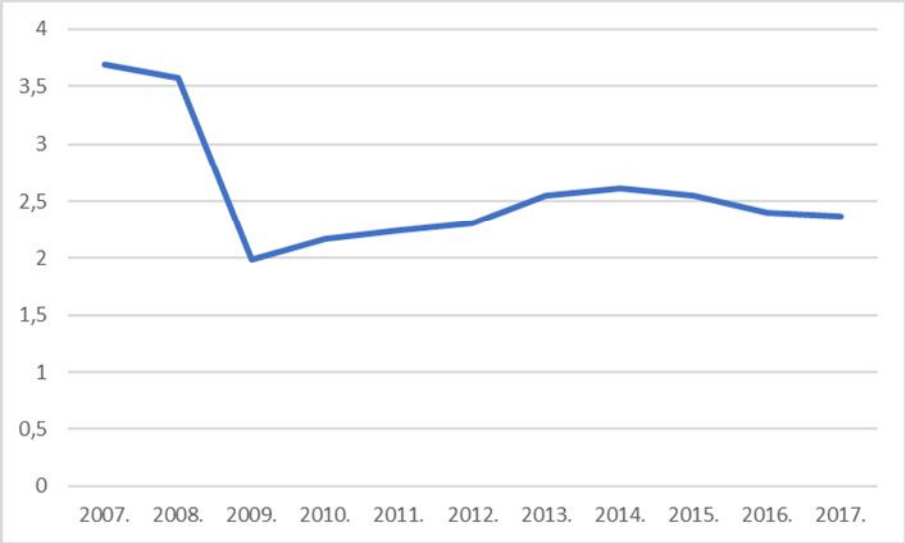
Nakon pokazatelja likvidnosti uočava se da Podravka iznimno dobro stoji i u segmentu stvaranja vrijednosti tj. u slučaju pokazatelja e_2 koji se računa kao omjer neto dobiti i cijene vlastitog kapitala. On pokazuje snagu zarade poduzeća u odnosu na bezrizična ulaganja koji premašuje graničnu vrijednost od 1 u pola promatranih godina.

Kada se, na grafikonu 8, promotri trend kretanja Altmanovog Z pokazatelja, koji je značajno bolji i bliži zoni stabilnog poslovanja tijekom čitavog analiziranog razdoblja, uočava se također rizik krize koja može voditi bankrotu. Prema njemu se Podravka nalazi van rizika bankrota u svega dvije godine analize (prve dvije godine).

Pomalo kontradiktorno stanje, van zone rizika od bankrota, dvaju pokazatelja rizika krize, posljedica je iznimnog rizika poslovanja na globalnom tržištu te različitosti aspekata poslovanja koje uzimaju u obzir.

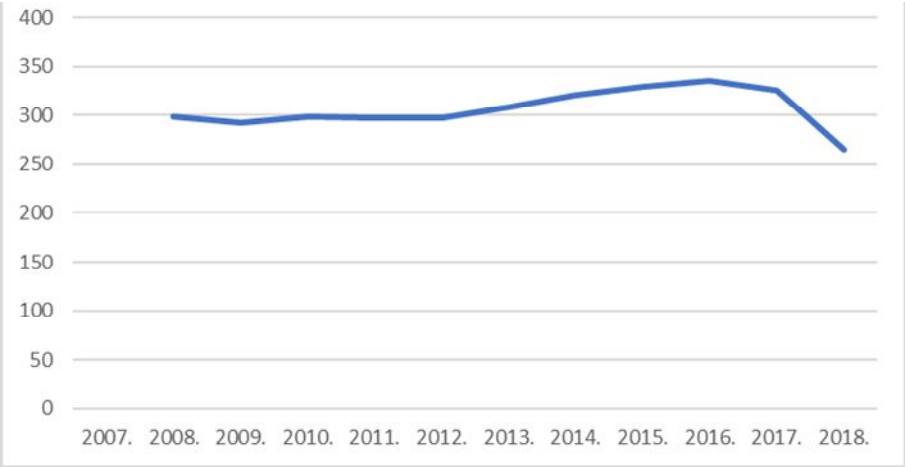
Bez obzira na razlike u vrijednosti oba pokazatelja rizika krize treba uzeti s dozom obzira. Kako kriza može biti prikrivena tako i perspektivno poslovanje ne treba podcijeniti već se treba pouzdati u procjene koristi budućih povrata od ulaganja. Najvažnija je snaga generiranja prihoda te likvidnost naplate potraživanja. Ako se razmotri trend prihoda vidljiv je njihov stabilan rast čak i u razdobljima krize, dok je u slučaju naplate potraživanja vidljivo da se na godišnjoj razini naplati većina potraživanja.

Analiza svih pokazatelja te kretanje novčanog tijeka ukazuje na potrebu smanjenja opterećenja tijekova kako bi se očuvala likvidnost. Udio duga je na zadovoljavajućoj razini stoga je stabilnost tijekova moguće provesti dodatnim povećanjem duga u strukturi izvora (naravno unutar dozvoljenih granica jer prostora ima) te povećati priljeve investicijskih ulaganja kroz jačanje prihoda i racioniranje troškova poslovanja.



Grafikon 8: Kretanje Altmanova Z Scorea Podravke d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Opisano potvrđuje poprilično stabilna cijena dionice Podravke na godišnjoj razini koja ukazuje na stabilnost te rast s popravljanjem ranije prezentiranih pokazatelja tj. od 2014. godine (grafikon 9). Korekcija se javlja s 2018. godine što je pak moguća posljedica trendova tržišta te se ista odnosi tek na prvi kvartal ove godine. Svakako je iz kretanja cijene vidljivo da tržište poslovanje ocjenjuje realnim i stabilnim usprkos rizicima jer je Podravka kompanija koja ulaže napore u upravljanje rizicima što je vidljivo i kroz trendove pokazatelja poslovanja.

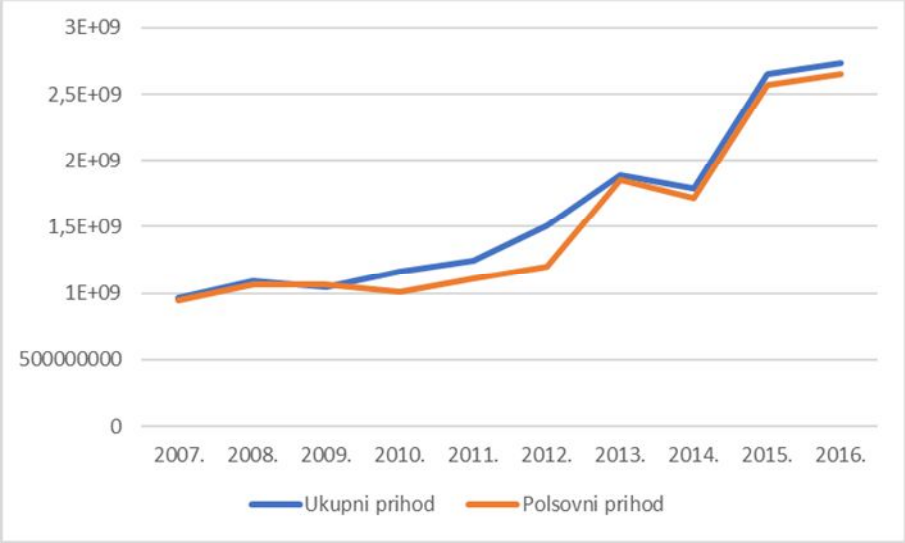


Grafikon 9: Kretanje cijene dionice Podravke d.d. 2007.-2018.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

4.2. Analiza poslovanja Jamnice d.d.

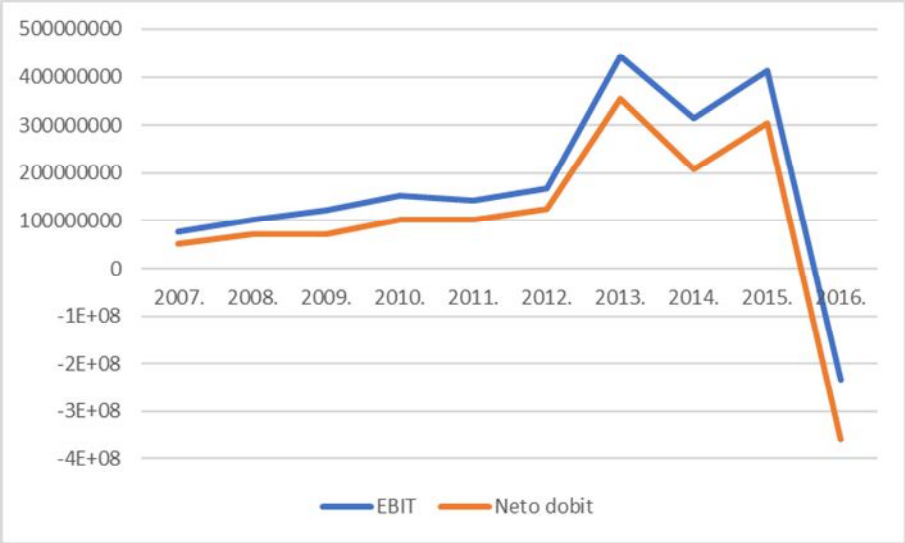
Jamnica je najveći hrvatski proizvođač mineralnih i izvorskih voda s tradicijom duljom od 180 godina. Unutar Agrokora posluje od 1993. godine. Jamnica je izrasla u modernu europsku punionicu mineralnih i izvorskih voda te bezalkoholnih pića upravo zahvaljujući kontinuiranom ulaganju u inovacije, modernizaciju, razvoj. U svom sastavu ima punionicu prirodne mineralne vode i bezalkoholnih pića u Pisarovini i Svetoj Jani, zatim punionicu prirodne mineralne vode i bezalkoholnih pića Sarajevski kiseljak u BiH, punionicu mineralne vode Fonyódi u Mađarskoj te vlastite distributivne kompanije u Sloveniji, Srbiji i SAD-u.

Analiza poslovanja Jamnice ukazuje na iznimno progresivan rast poslovnih i ukupnih prihoda uz povremene korekcije koje ne smanjuju prihod ispod ranije niže razine. Najveća korekcija je zabilježena 2014. godine nakon čega se prihod značajno oporavlja već u idućoj godini (grafikon 10).



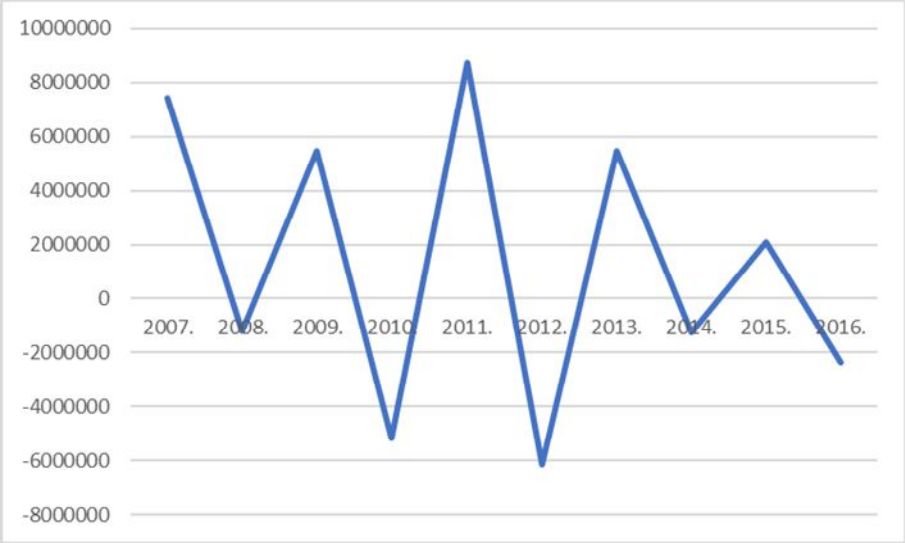
Grafikon 10: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Jamnice d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Jamnica opravdava svoj liderski položaj jer čak i u godinama krize posluje pozitivno. Iz grafikona 11 vidimo da neto dobit i EBIT rastu sve do 2014. uz manje korekcije. Značajna korekcija je vidljiva posljednje dvije godine analize. Uzrok tome svakako nije korekcija prihoda jer su prihodi rasli u tim godinama već u povećanju troškova poslovanja. Koliko i je li rast troškova bio opravdan vidjet će se iz trenda ostalih pokazatelja uspjeha poslovanja.



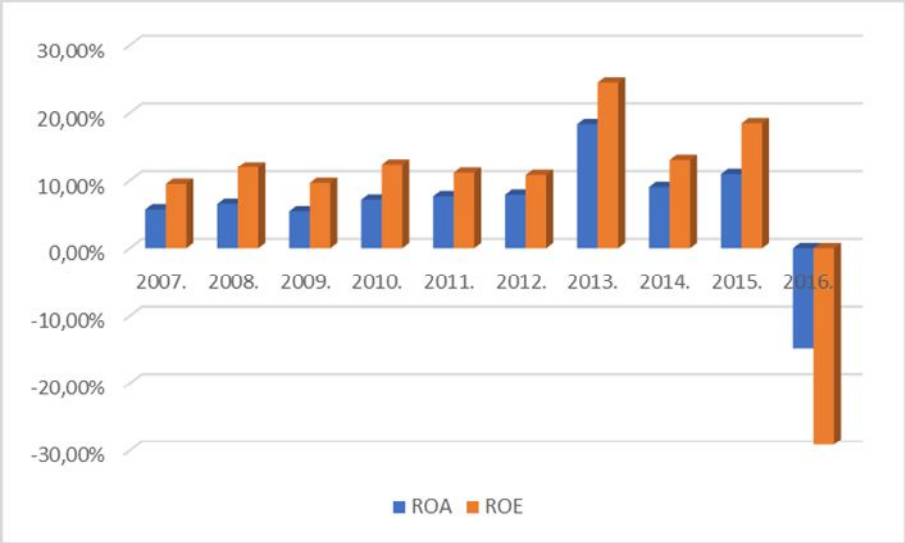
Grafikon 11: Kretanje neto dobiti i EBIT Jamnice d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Neto novčani tijek ukazuje na stalne i značajne oscilacije (grafikon 12). Svake druge godine neto tijek je negativan što povećava rizik likvidnosti poduzeća. Najveći neto novčani tijek je ostvaren 2011. godine, a najmanji 2012. godine.



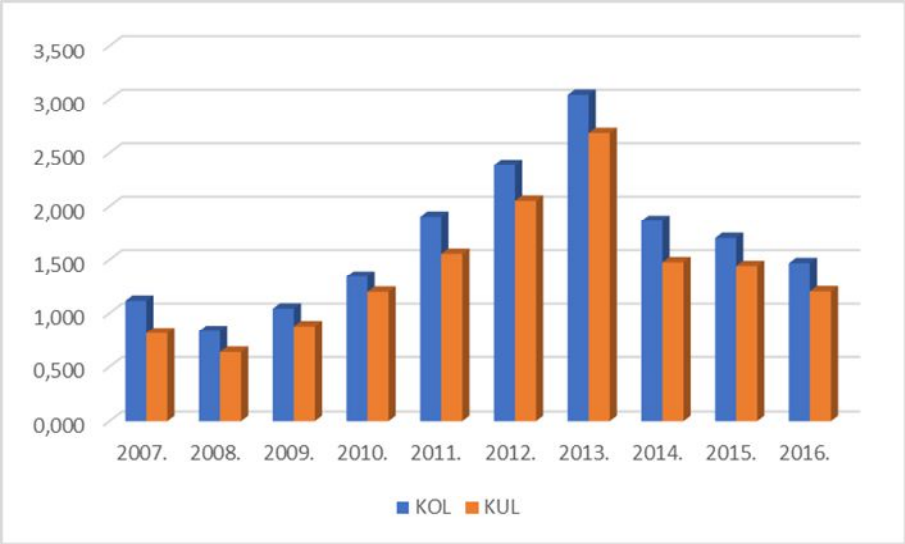
Grafikon 12: Kretanje neto novčanog tijeka Jamnice d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Prosječni povrat na imovinu od preko 6% i na kapital od gotovo 10% pokazatelj je snage brenda i potvrda liderskoj poziciji (grafikon 13). Oba pokazatelja bilježe rast sve do 2014. godine kada se javlja manja korekcija koja je zamijenjena uzlaznim trendom već u idućoj godini. Negativni ishod poslovanja posljedica je negativnih prinosa tj. stope povrata imovine i kapitala u posljednjoj godini analize.



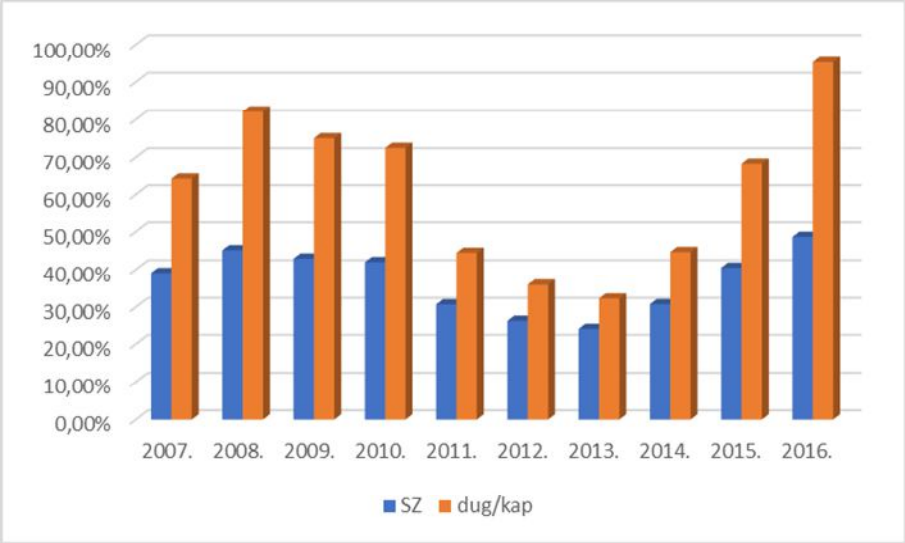
Grafikon 13: Kretanje ROA i ROE Jamnice d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Iz grafikona 14 je vidljivo da se pokazatelji likvidnosti od 2010. godine nalaze na razini standardiziranih vrijednosti tj. konvergiraju ka 1 odnosno 2. To ukazuje na stabilnu likvidnost i kontrolu rizika likvidnosti poslovanja. Ranijih godina analize pokazatelji su smanjeni što je posljedica poteškoća naplate potraživanja, ali i rasta kratkoročnih obveza kao posljedica krize i zaštite likvidnih sredstava za pokrivanje kritičnih segmenata poslovanja.



Grafikon 14: Kretanje pokazatelja likvidnosti Jamnice d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Stupanj zaduženosti je ispod 50% tijekom svih promatranih godina uz smanjenje i na nižu razinu od 2011. do 20013. (grafikon 15). To je pokazatelj kontrole duga u razdoblju nakon krize te snage poslovanja u financiranju obveza vlastitim sredstvima.

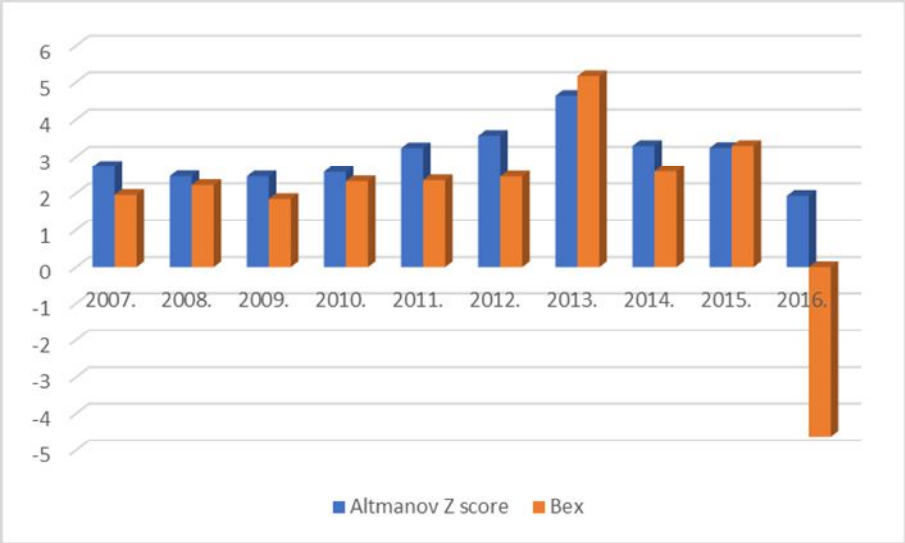


Grafikon 15: Kretanje pokazatelja zaduženosti Jamnice d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Kao kruna analize poslovanja na grafikonu 16 je prikazano kretanje Bex indeksa i Altmanovog Z pokazatelja. Altmanov pokazatelj ukazuje na potpunu odsutnost rizika u slučaju šest godina (2007. te 2011.-2015.), dok se u ostalim godinama nalazi u vrijednosti minimalnog rizika bankrota.

Beks indeks varira od dobro preko vrlo dobro do izvrsno tijekom čitavog perioda. Indeks je negativan u posljednjoj godini analize zbog negativnog poslovnog rezultata. Poslovanje je dobro 2007. godine s potrebnim unapređenjima za očuvanje stabilnosti i ostvarenje rasta. Nakon toga poslovanje prelazi u vrlo dobro u narednih pet godina tj. sve do 2013. s kojom prelazi u izvrsno da bi slijedeće dvije godine ponovno bilo u kategoriji vrlo dobro.

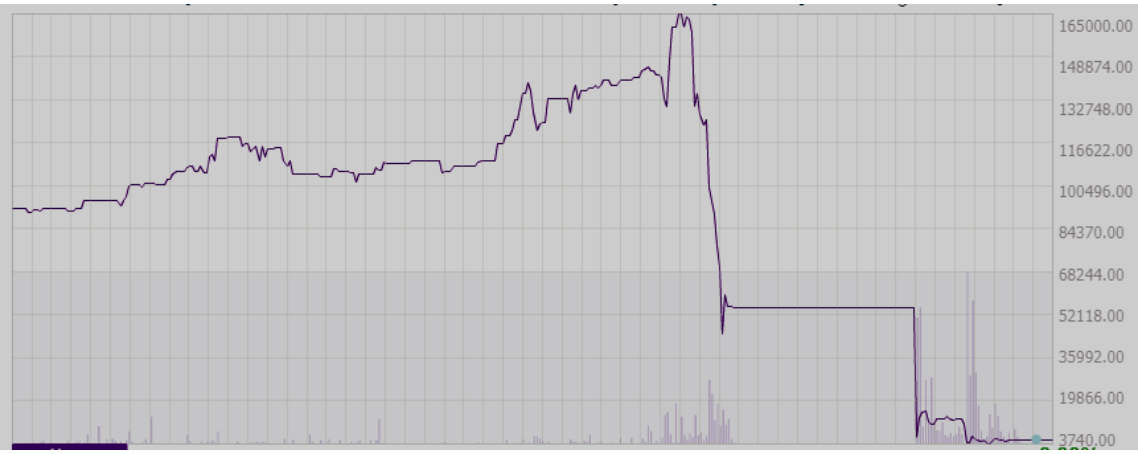
Bez obzira na oscilacije poslovanje Jamnice se može ocijeniti u prosjeku vrlo dobrim što potvrđuju i svi ostali podaci poslovanja. Ipak, važno je napomenuti da kod analize poslovanja i ocjene rizika velikih poduzeća koja posluju unutar grupacija, treba obratiti pažnju na izvanbilančne pozicije i transakcije s povezanim društvima što predstavlja dodatnu kategoriju rizika.



Grafikon 16: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Jamnice d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Potreba dublje i složene analize kod procjene rizika je potrebna što potvrđuje slučaj Jamnice kao kompanije Agrokor koncerna. Jamnica je jamčila za zaduživanja koncerna od kojih nije imala koristi u vidu ulaganja, ali je njena imovina opterećena te umanjuje vrijednost kompanije. Nadalje, smanjuje se potencijal i rating same Jamnice po pitanju mogućnosti zaduživanja u cilju financiranja vlastitih projekata. Upravo je to potvrđeno uslijed izlaska informacija i čitavog slučaja u javnost kada je Jamnica izgubila na tržištu kapitala, što potvrđuje kretanje cijene dionice (slika 1). Vanjski korisnici nerijetko imaju ograničene podatke za dubinsku analizu poslovanja i procjenu rizika ali menadžment se svakako treba pri procjeni povoditi za višestrukim aspektima poslovanja koji imaju dalekosežne i dugoročne posljedice.

Uočeni rizik s povezanim poduzećima i kao posljedice garancija za koncern predstavljaju latentnu krizu poduzeća i svakako ne znače loše poslovanje same Jamnice koja je perspektivno poduzeće koje ima stabilnu poziciju na tržištu. Ipak, dok se ne riješi problem s dugovima koncerna izloženost riziku krize je izražena te treba biti na oprezu pri ocjeni poslovanja i budućih perspektiva pri donošenju investicijskih odluka.

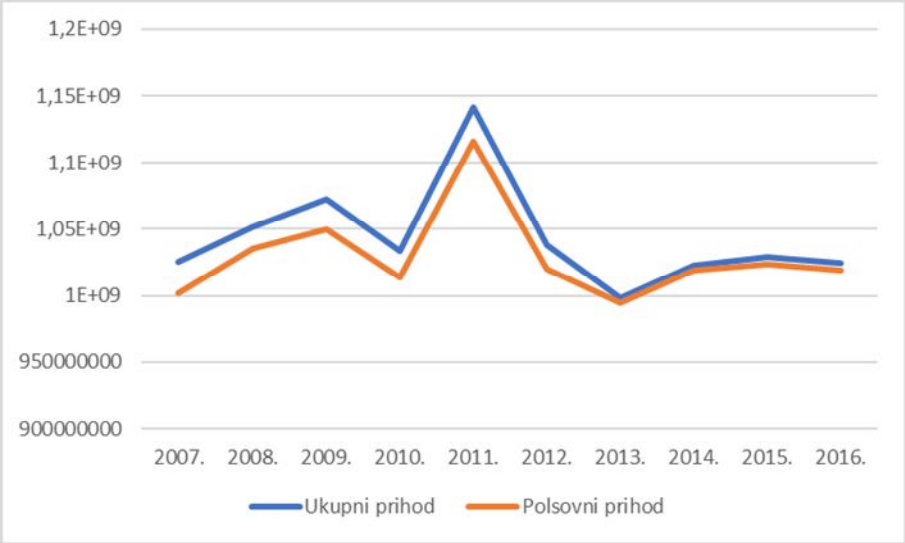


Slika 1: Kretanje cijene dionice Jamnice d.d. 2015-2018.
Izvor: Zagrebačka burza, dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=282, [26.03.2018.]

4.3. Analiza poslovanja poduzeća Kraš d.d.

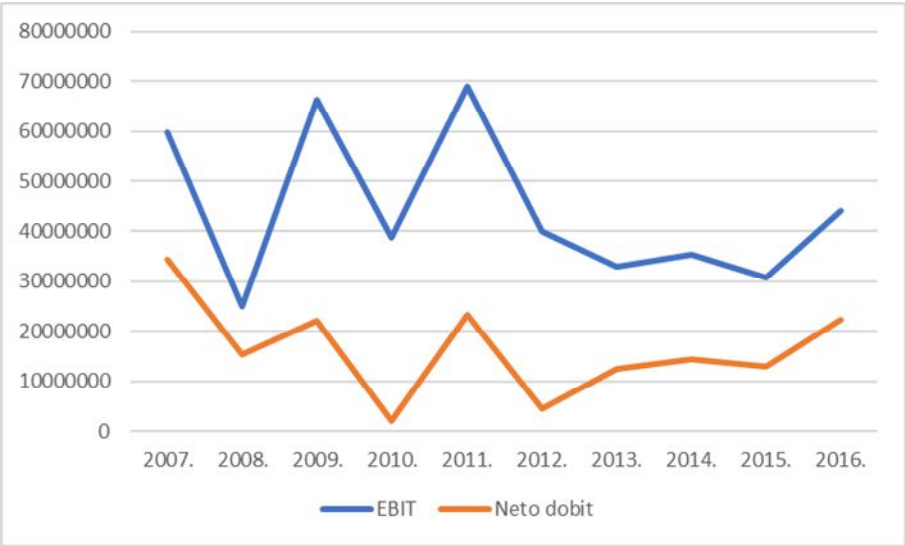
Kraš je vodeći konditor domaćeg tržišta s iskustvom i tradicijom duljom od sto godina. Tvornica današnjeg Kraša osnovana je davne 1911. godine u Zagrebu pod imenom Union. Prva Kraš Bomboniera prodavaonica otvorena je u Zagrebu 1952 godine, a već dvije godine iza započinju s proizvodnjom poznate Bajadere. 1992. godine Kraš postaje dioničko društvo. Tijekom prvog desetljeća 21. stoljeća započinje širenje Kraša na susjedna tržišta poput BiH kroz preuzimanja poduzeća konditorske industrije.

Analiza poslovanja Kraša ukazuje na vrlo dinamičan trend prihoda (grafikon 17). Trend odlikuje brz i oštar rast ali i brza te velika korekcija. 2009. godine je zabilježen prvi skok, a već iduće godine značajnija korekcija na razinu prihoda iz 2007. godine. Već 2011. godine se prihodi korigiraju na razinu značajno iznad svih ranijih godina analize da bi se u roku od godine smanjili gotovo ispod razine prihoda prve godine analize. Nakon te korekcije prihodi se nisu oporavili na razinu iznad one prije razdoblja krize. Poslovanje Kraša više je pogodila kriza likvidnosti vodećeg partnera (Agrokora) koja se na poslovanje ovog konditora odrazila i ranije tj. prije eskalacije krize i izlaska menadžmenta koncerna u javnost te intervencije države.



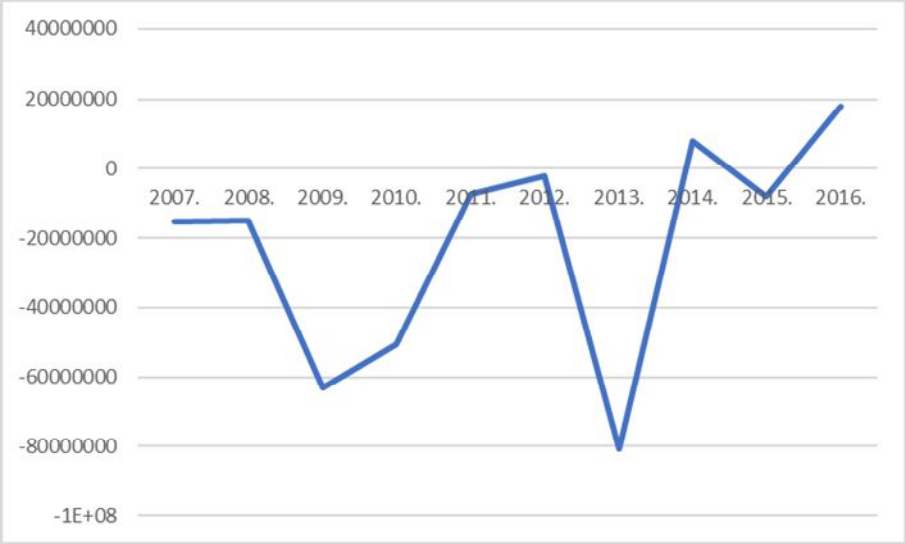
Grafikon 17: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Kraša d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Nelikvidnost partnera utjecala je na poslovanje Kraša što je korigiralo ponudu i potražnju, produbljivanje krize domaće ekonomije dodatno je otežavalo upravljanje prodajom i prihodima. To se odražava na financijski rezultat poslovanja koji znatno varira svake godine, ali je ipak pozitivan tijekom čitavog analiziranog razdoblja (grafikon 18). EBIT prati kretanje neto dobiti. Korekcija dobiti nakon 2013. godine ne bilježi oporavak na razinu prije same korekcije sve do 2016. godine.



Grafikon 18: Kretanje neto dobiti i EBIT Kraša d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

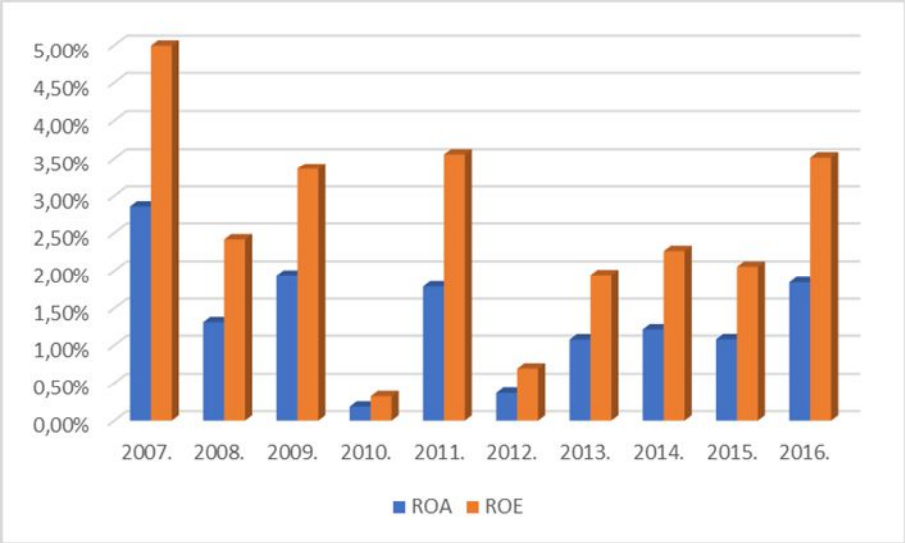
Važno je istaknuti da produljenje naplate potraživanja i stalne oscilacije u prodaji vode rezultiraju negativnim neto novčanim tijekovima koji ukazuju na povećanje rizika likvidnosti poduzeća (grafikon 19). Neto novčani tijek je negativan čak sedam godina za redom. Pozitivan je tek 2014. godine nakon čega ponovno postaje negativan. Oporavak je zabilježen u posljednjoj godini analize (2016.) kada je pozitivan i to na razini od gotovo 2 milijuna kuna.



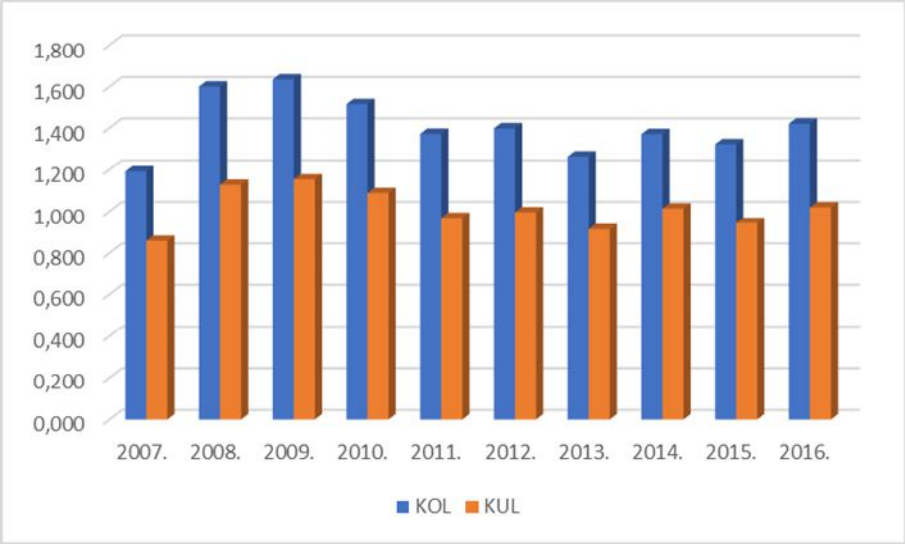
Grafikon 19: Kretanje neto novčanog tijeka Kraša d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Usprkos oscilacijama u prodaji, poslovanje ostaje pozitivno tijekom svih godina te prinos oscilira, vidljivo iz grafikona 20, ali u prosjeku iznosi 1,31% (ROA) odnosno 1,5% (ROE). S obzirom na elastičnost cijena konditorskih proizvoda na inflaciju te ostale posljedice krize jasno je da je Kraš i dalje tržišni predvodnik čije poslovanje biva osjetljivije, ali još uvijek pod kontrolom.

To potvrđuju podaci o koeficijentu opće i ubrzane likvidnosti koji u slučaju koeficijenta opće likvidnosti nadmašuje standardiziranu vrijednost od 1 u svim godinama analize (grafikon 21). Koeficijent ubrzane likvidnosti je u svim godinama značajnije ispod standardizirane vrijednosti od 2 što je posljedica velikog udjela zaliha u kratkotrajnoj imovini zbog prirode djelatnosti. Kretanje pokazatelja opće likvidnosti je posljedica intenzivnije ovisnosti djelatnosti o sirovinama tj. kratkotrajnoj imovini te jačeg financiranja iz dugoročnih izvora u odnosu na kratkoročne obveze.

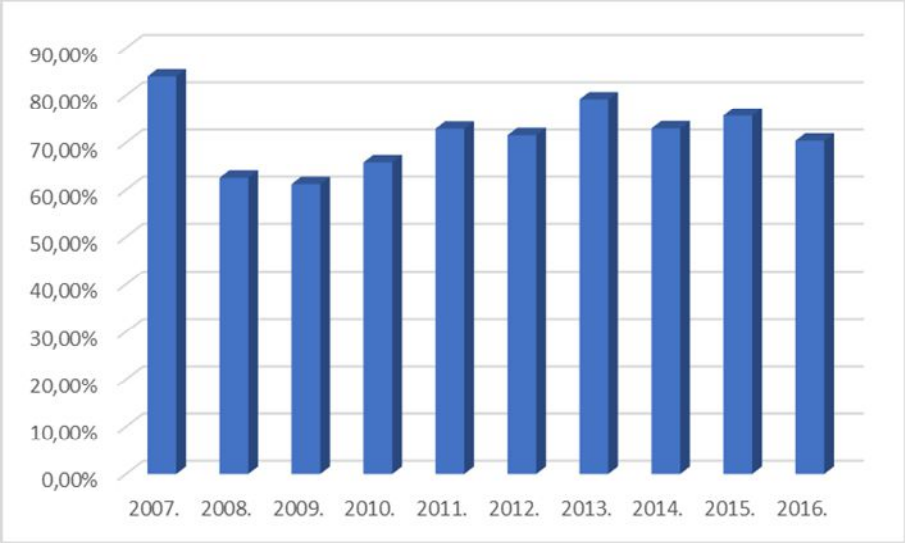


Grafikon 20: Kretanje ROA i ROE Kraša d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća



Grafikon 21: Kretanje koeficijenata opće i ubrzane likvidnosti Kraša d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

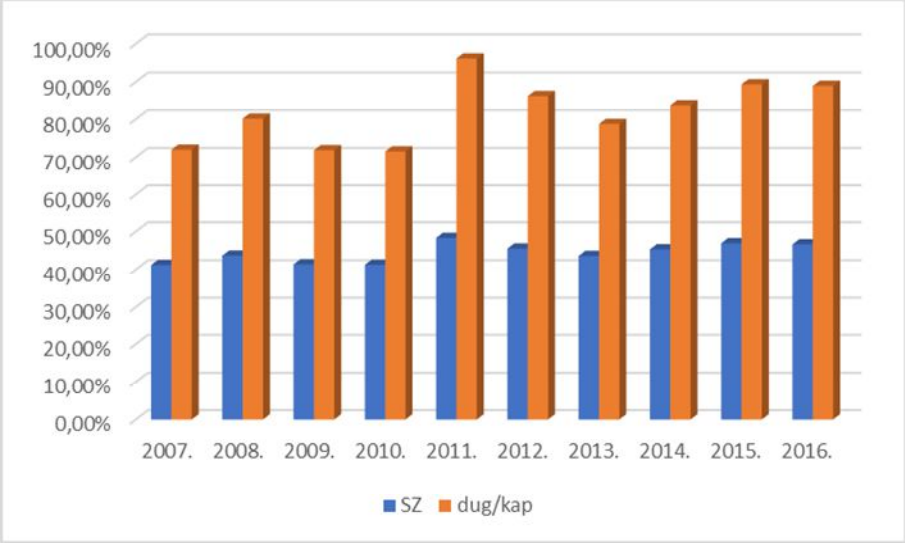
Potonje potvrđuje i koeficijent financiranja kratkotrajne imovine iz kojeg je vidljivo da se s vremenom sve veći dio te kategorije imovine financira iz dugoročnih izvora (grafikon 22).



Grafikon 22: Kretanje stupnja financiranja kratkotrajne imovine kratkoročnim obvezama Kraša d.d. 2007.-2016.

Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

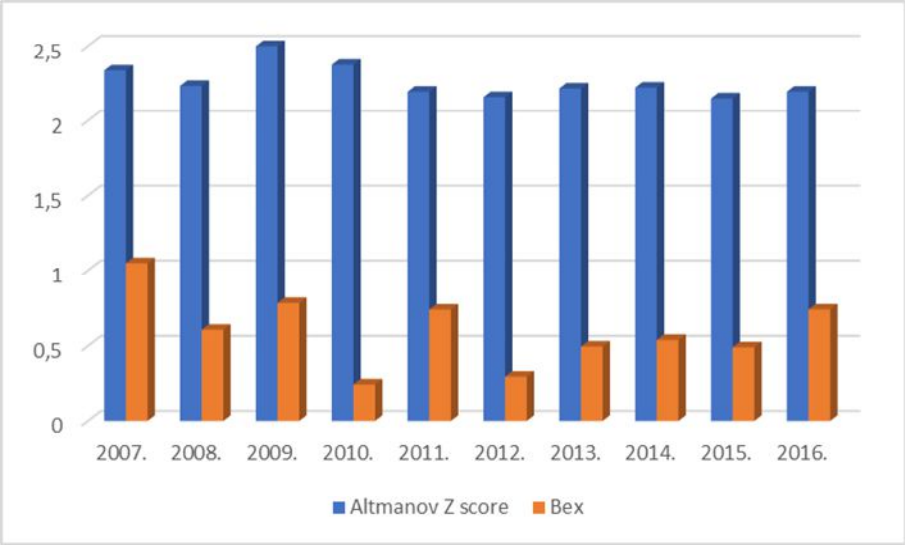
Prilagodba strukture u financiranju te kontrola udjela duga koji je vidljiv kroz trend pokazatelja stupnja zaduženosti te odnosa duga i kapitala ukazuju na strateško djelovanje menadžmenta da u turbulentnim uvjetima konditorkse industrije osiguraju stabilnost poslovanja Kraša (grafikon 23). Što se tiče upravljanja dugom vidljivo je da je stupanj zaduženosti tijekom svih godina analize ispod standardizirane gornje granice od 50% što ukazuje na odmjereno upravljanje dugom u cilju očuvanja stabilnosti i s ciljem upravljanja likvidnošću poduzeća.



Grafikon 23: Kretanje pokazatelja zaduženosti Kraša d.d. 2007.-2016

Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Kao finalna ocjena poslovanja te rizika krize i osjetljivosti poduzeća na turbulencije, na grafikonu 24 je prikazano kretanje Bex indeksa te Altmanovog Z pokazatelja. S obzirom da se vrijednost Altmanovog Z pokazatelja tijekom svih godina kreće iznad 2 jasno je da je poslovanje dobro te da poduzeće nije ugroženo, ali da vjerojatnost postoji ukoliko se naruše vitalni aspekti poslovanja uslijed određenih poteza ili promjena prije nego u slučaju poslovanja van sive zone. Analiza Bex indeksa ukazuje na nešto izraženiji rizik tj. svrstava poslovanje Kraša u granično tj. s izraženim rizikom bankrota tj. krize.



Grafikon 24: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Kraša d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

S obzirom na blagu kontradiktornost pokazatelja rizika krize i bankrota jasno je da je za precizniju analizu potrebno uzeti u obzir sve ranije opisane pokazatelje jer likvidnost ne čini samo sposobnost pokrića obveza prodajom čitave likvidne imovine već stvarna likvidnost poduzeća koja proizlazi iz naplate potraživanja te upravljanja prihodima kako i strukturom dospijeća obveza i ročnosti unutar bilance. Analiza pokazatelja ukazala je na stabilno poslovanje Kraša i kvalitetu strategija što umanjuje signale rizia prema Bex modelu. To potvrđuje i tržište kapitala koje nakon dulje korekcije od 2015. godine provodi korekciju cijene na više sve do kraja 2017. godine (grafikon 25).

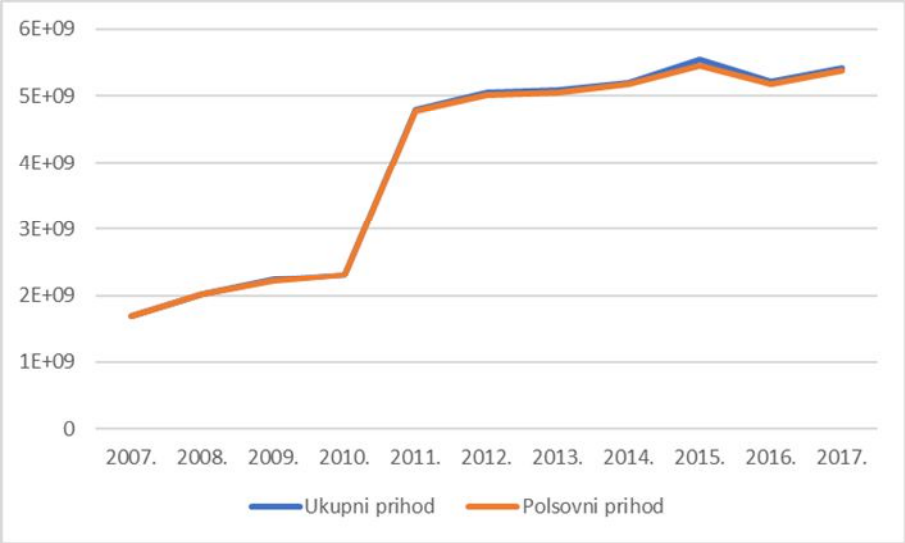


Grafikon 25: Kretanje cijene dionice Kraša d.d. 2008.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka Zagrebačke burze

4.4. Analiza poslovanja poduzeća Atlantic d.d.

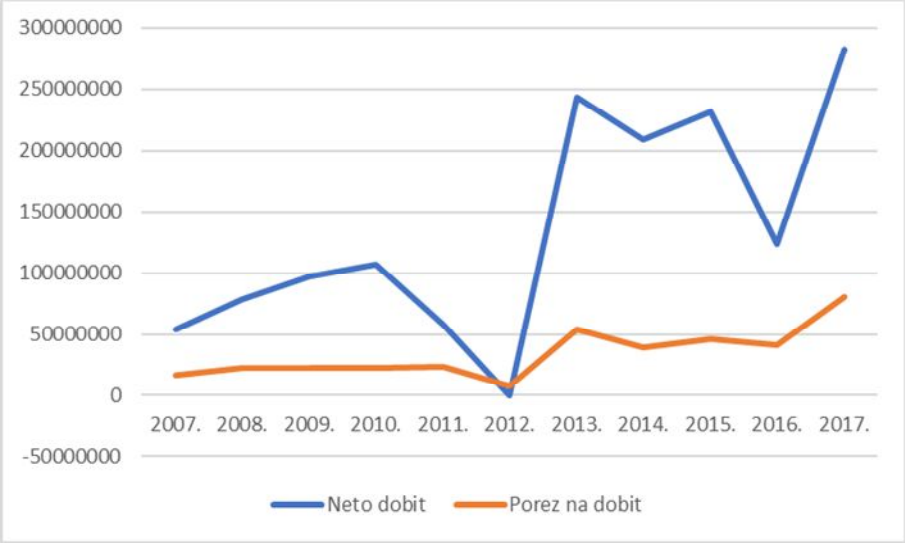
Atlantic Grupa je organizacija koja se bavi distribucijom i trgovinom te je jedan od najdinamičnijih poslovnih sustava u ovom dijelu Europe, koji značajan dio poslovanja realizira na području EU. Proizvodi Grupe imaju veliku prisutnost u Rusiji, Bjelorusiji, Ukrajini i zemljama zapadne Europe, a s asortimanom sportske prehrane Atlantic je vodeća europska kompanija u ovom segmentu. Atlantic Grupa zapošljava oko 5300 ljudi. Sjedište kompanije je u Zagrebu, a proizvodni pogoni se nalaze u Hrvatskoj, Sloveniji, BiH, Srbiji i Makedoniji.

Analiza prohida od prodaje i ukupnih prihoda ukazuje na dominaciju glavne djelatnosti u stvaranju prihoda, što je vidljivo iz grafikon 26. Zanimljivo je istaknuti da se prihodi povećavaju degresivno sve do 2010., nakon čega bilježe udvostručenje da bi ponovno sve do 2015. godin nastavili polagano rasti, nakon čega bilježi manju korekciju i od naredne godine ponovni oporavak. Iz trenda kretanja prihoda vidljivo je da ova kompanija bilježi rast i u razdoblju krize iako posluje na većini tržišta južne Europe koja su se oporavljala od krize.



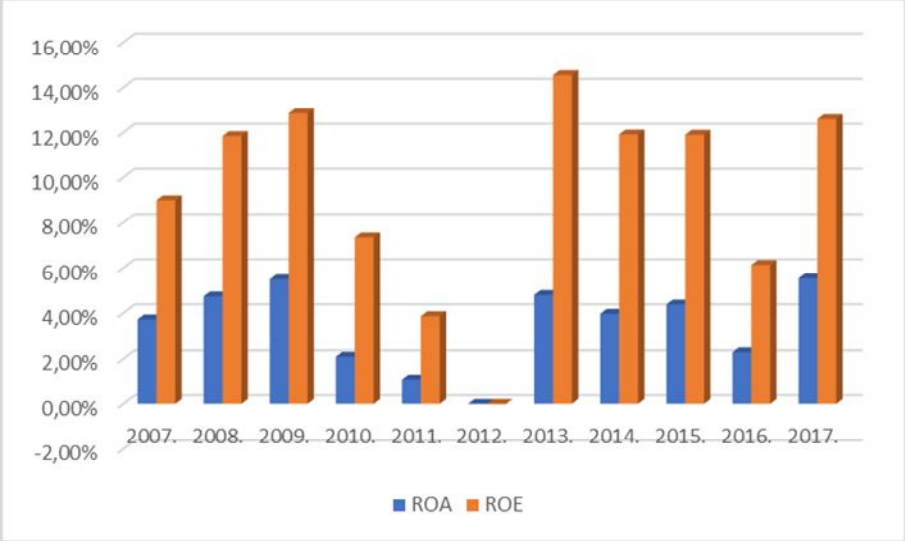
Grafikon 26: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Atlantica d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Kretanje neto dobiti poslovanja ipak ne prati dosljedno trend prihoda jer se upravo u godini najvećeg skoka prihoda (2011.) te 2012. godini neto dobit značajno smanjuje što nije posljedica rasta rashoda poslovanja već rashoda od tečajnih razlika te poslova u svezi zaštite novčanih tijekova (grafikon 27). U 2012. godini su obje kategorije bile negativne. Ukoliko se zanemare troškovi po dugovima tada (EBIT) se ostvaruje povećanje kategorije dobiti prije kamata i poreza u skladu s rastom prihoda od poslovanja. To ukazuje na stabilnu i efikasnu strategiju upravljanja troškovima poslovne aktivnosti.



Grafikon 27: Kretanje EBIT i neto dobiti Atlantica d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

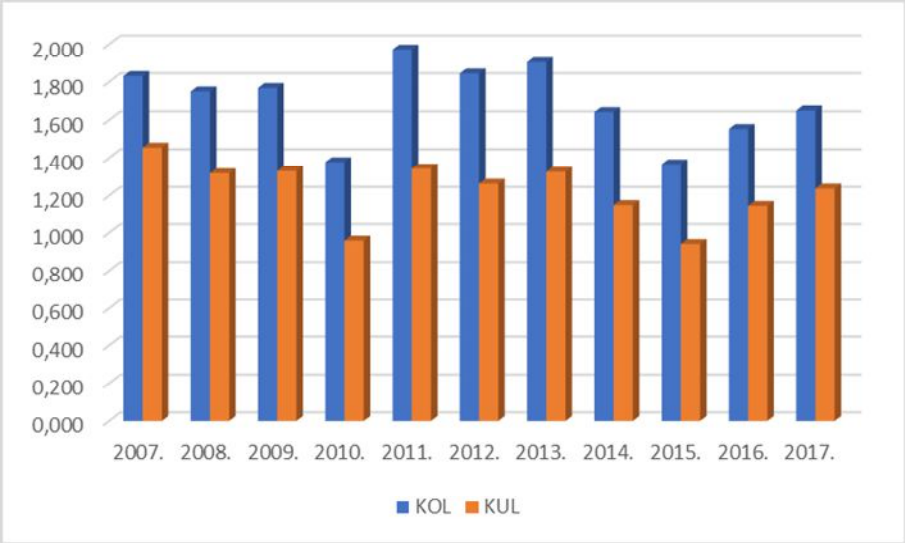
Potvrda dobrog poslovanja je kretanje ROA i ROE, prikazanih na grafikonu 28, koje se kreću uzlaznom putanjom izuzev u godini ostvarenja negativnog financijskog rezultata. Prosječna profitabilnost imovine je 3,46%, odnosno kapitala 9,27%. U prosjeku to odgovara povratu dva od tri proizvodna poduzeća iz analize.



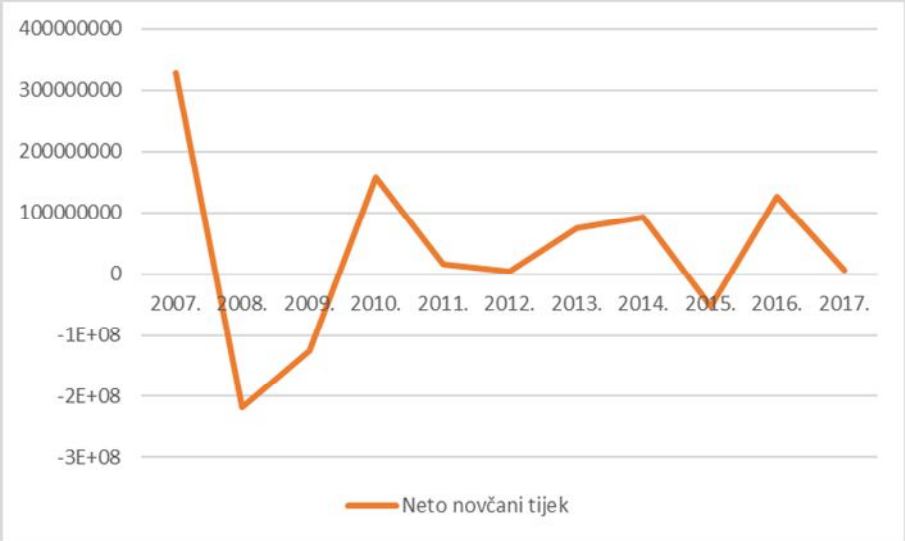
Grafikon 28: Kretanje ROA i ROE Atlantica d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Dobro poslovanje vidljivo je i na grafikonu 29, kroz kretanje pokazatelja likvidnosti. Koeficijent opće likvidnosti konvergira u prosjeku ka standardiziranoj vrijednosti pokazatelja tj. ka 2, dok koeficijent ubrzane likvidnosti svih godina iznosi više od standardizirane vrijednosti od 1 izuzev dvije godine (2010. i 2015.) kada je blizu 1. To znači da je poduzeće sposobno pokrivati svoje tekuće obveze bez teškoća.

Sigurnost likvidnosti podupire i neto novčani tijek koji je pozitivan svih godina izuzev dvije godine (2010. i 2015.) što znači da nakon pokrića tekućih obveza, zaliha likvidnih sredstava se povećava jačajući stabilnost po pitanju likvidnosti (grafikon 30).



Grafikon 29: Kretanje koeficijenta opće i ubrzane likvidnosti Atlantica d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

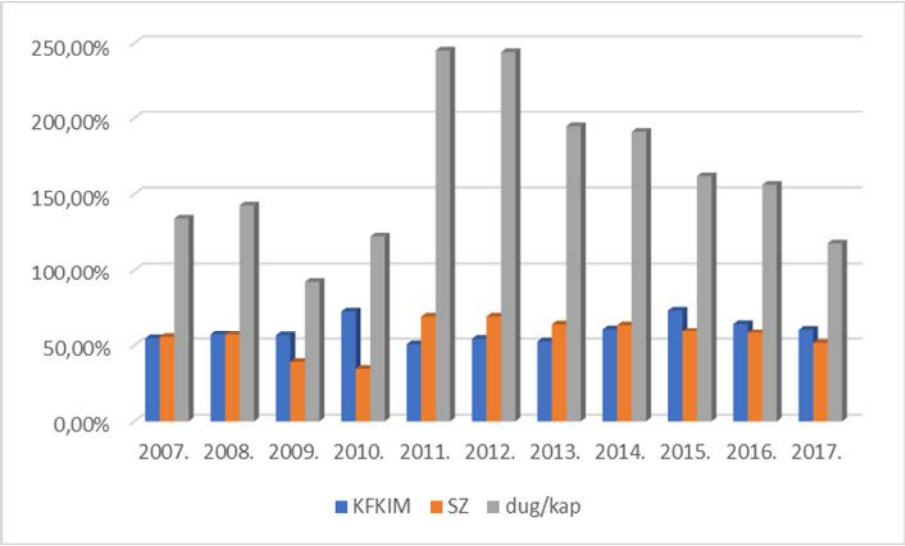


Grafikon 30: Kretanje novčanog tijeka Atlantic d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

O uspješnosti poslovanja kao i strategiji upravljanja govori i pokazatelj stupnja zaduženosti kao omjer duga i imovine koji malo kad prelazi standardiziranu vrijednost maksimuma od 50% (grafikon 31). Strukture izvora financiranja i usklađenosti ročnosti stavki bilance vidljiva je iz pokazatelja financiranja kratkotrajne imovine, koji stavlja u odnos kratkoročne obveze i kratkotrajnu imovinu (grafikon 31). Iz kretanja pokazatelja je vidljivo da se uglavnom ona financira oko 50% vrijednosti kratkoročnim izvorima, a ostalo dugoročnim što ukazuje na

rasterećivanje tijekova i prostor konverziji obrtne imovine, posebno zaliha što je bitno kod cikličnih kretanja u slučaju usporavanja prodaje ili naplate potraživanja.

Omer duga i kapitala ukazuje na nešto veći udio duga u odnosu na vlastita sredstva u četiri godine kada on značajnije prelazi vrijednost od 100% kapitala (grafikon 31). To je definirano strategijom rasterećenja tekućeg poslovanja i upravljanjem tijekovima. Obveze se ubrzano povećavaju te se dvije godine za redom udvostručuju dok kapital bilježi jednoznamenkaste stope promjene. Na duge staze i u slučaju velikih šokova izvana može voditi ozbiljnijim teškoćama. Ipak s obzirom na tržišnu poziciju i stabilnu likvidnost rizik takve krize je nizak.

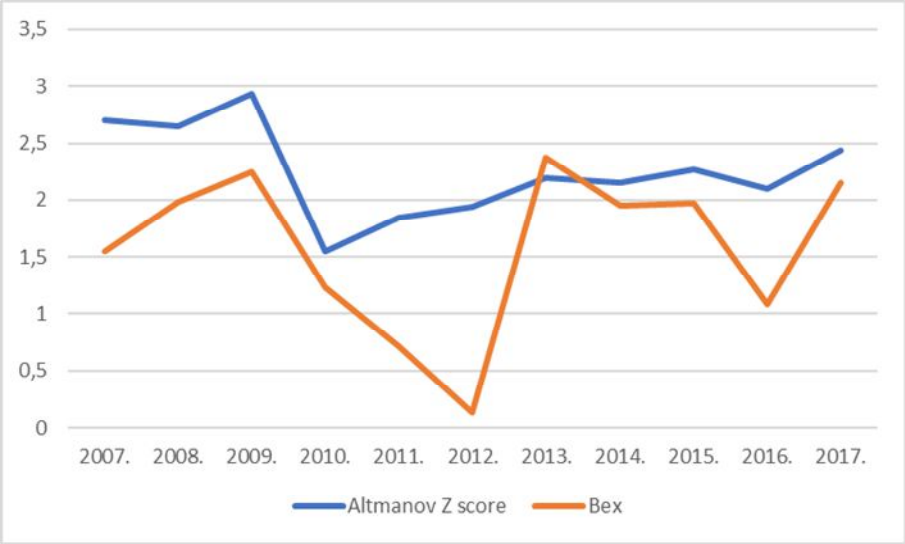


Grafikon 31: Kretanje pokazatelja zaduženosti i kretanje stupnja financiranja kratkotrajne imovine kratkoročnim obvezama Atlantic d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Konačno za ocjenu osjetljivosti poslovanja tj. procjenu vrijednosti rizika krize i bankrota grupe, na grafikonu 32, prikazano je kretanje Bex modela i Altmanovog Z pokazatelja tijekom godina. Kretanje Altmanovog Z pokazatelja ukazuje na minimalan rizik bankrota u prve dvije godine analize nakon čega slijedi oštra korekcija i ulazak u zonu relativno ozbiljnog rizika u 2010. godini kada se sve komponente tj. pokazatelji modela gotovo prepolovljuju zbog naglog skoka vrijednosti ukupne imovine. Nakon toga se Altmanov Z pokazatelj povećava, ali nešto sporije.

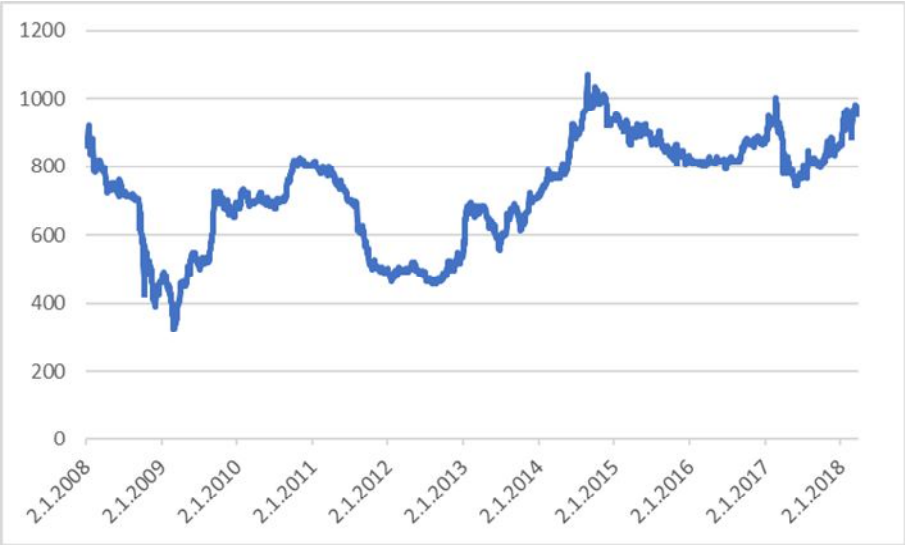
Bex indeks kao nešto stroži model ukazuje na vrlo dobro poslovanje tek u slučaju tri godine analize dok je ostalih godina na razini dobrog izuzev godina korekcije. Poslovanje je stabilno

i dobro do vrlo dobro ali svakako ne bez rizično ukoliko se ne zadrži trend ulaganja i unapređenja.



Grafikon 32: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Atlantica d.d. 2007.-2017.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Stabilnost poslovanja vidljiva je iz relativno malih oscilacija cijene dionice jer korekcije se događaju po malo tijekom godine, a dugoročno promatrano trend je uzlazan (grafikon 33). Korekcije cijena se ne poklapaju s promjenama u pokazateljima što ukazuje na povjerenje tržišta u poslovanje Atlantica i korekcije pod utjecajem raspoloženja investitora.

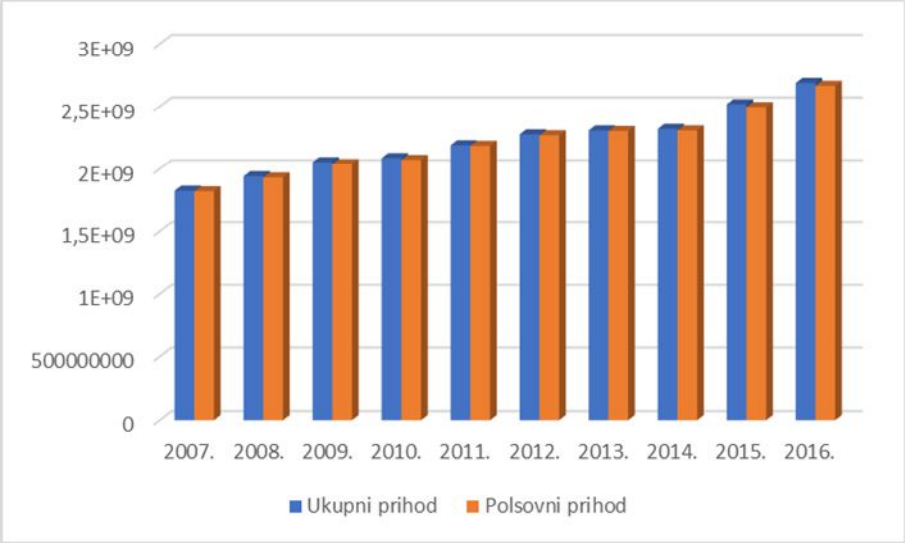


Grafikon 33: Kretanje cijene dionice Atlantica d.d. 2007.-2018.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka Zagrebačke burze

4.5. Analiza poslovanja Medika d.d.

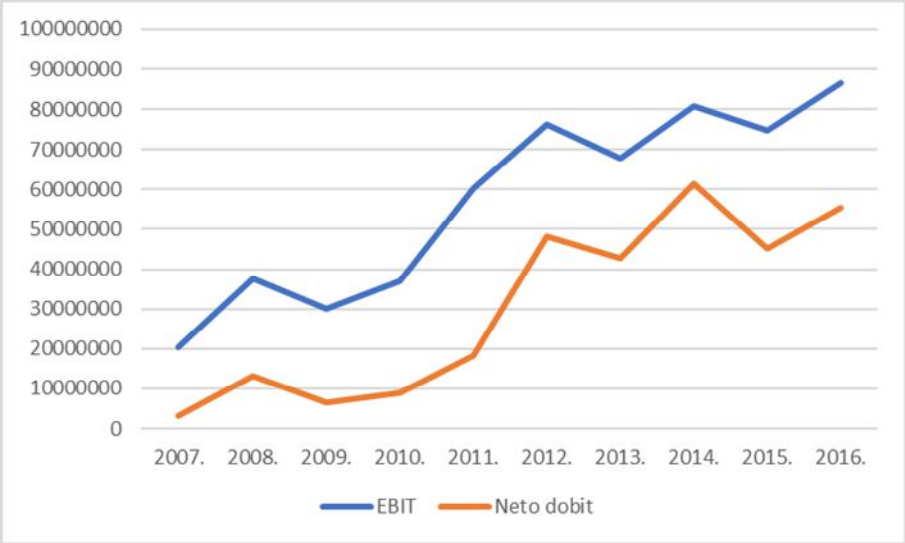
Medika je utemeljena 1922. godine u Zagrebu kada je iz laboratorija ljekarnika Straussa i Hafnera utemeljeno dioničko društvo za proizvodnju kemijsko - farmaceutskih preparata te prodaju droga i kemikalija Pod današnjim imenom posluje od 1947. te je organizirana isključivo kao veleprodaja. 2005. godine provodi akviziciju Farmakona i Farmisa.

Poslovanje u farmaceutskom sektoru osigurava stabilnost i potražnju kao rastuće industrije sve turbulentnijeg ritma življenja i osvješćivanja ljudi o ulozi preventive i očuvanja zdravlja. To potvrđuje trend kretanja ukupnih i poslovnih prihoda, prikazan na grafikonu 34. Poslovni i ukupni prihodi bilježe kontinuirani rast tijekom čitavog razdoblja analize. Glavninu prihoda čine poslovni prihodi. 2016. godinu zaključili su s 2,5 milijardi kuna prihoda.



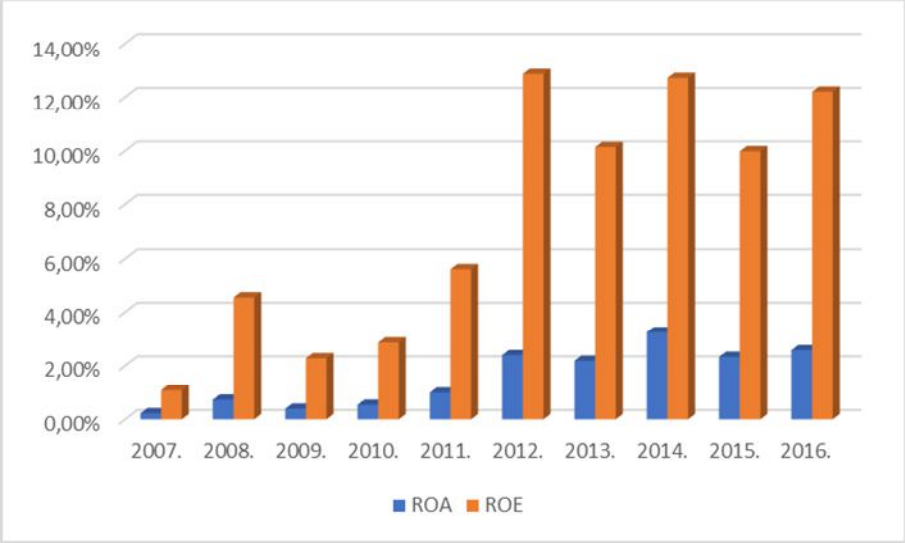
Grafikon 34: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

U skladu s trendom prihoda jača i neto dobit te EBIT uz manje oscilacije u prosjeku svake druge godine što je pokazatelj racioniranja troškova za očuvanje rasta i prelaska ostvarenja na novu razinu (grafikon 35). Iako se javljaju godine ostvarenja nižeg poslovnog rezultata, važno je istaknuti da je tijekom svih godina ostvaren pozitivan financijski rezultat tj. dobit.



Grafikon 35: Kretanje neto dobiti i EBIT Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

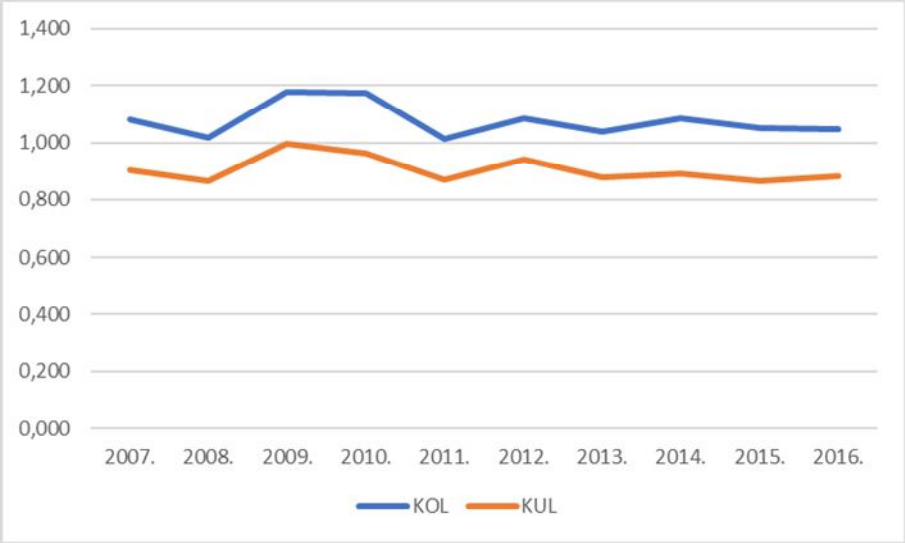
Snaga poslovanja potvrđuje i stopa prinosa koja doseže čak 13% u pojedinim godinama na sto jedinica uloženog kapitala, te 3% na sto jedinica uložene imovine (grafikon 36).



Grafikon 36: Kretanje ROA i ROE Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

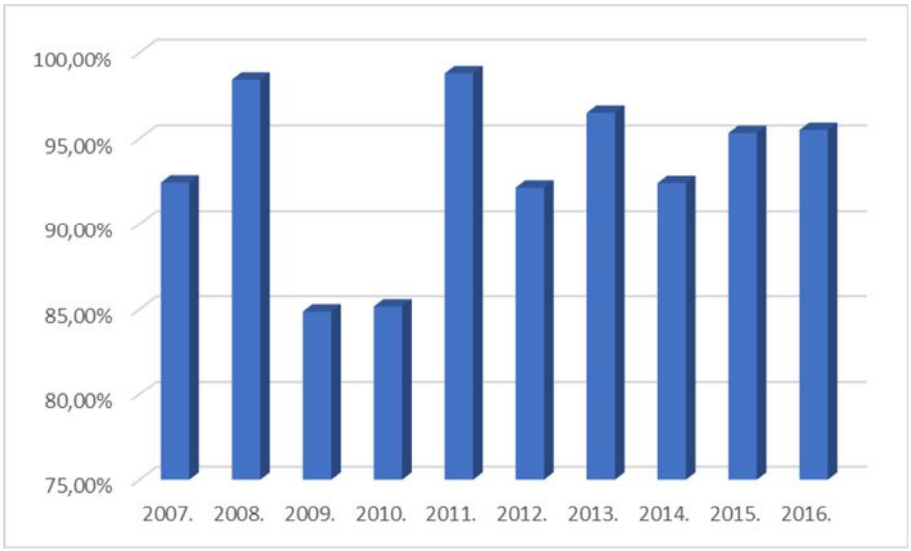
Što se tiče likvidnosti, iz grafikona 37 je vidljivo da se koeficijent opće likvidnosti kreće oko 1, maksimalno do 1,2, a ubrzane oko 1 s prosjekom od 0,9. S obzirom na standardiziranu vrijednost tih pokazatelja od 2, odnosno 1 uočava se da poduzeće posluje stabilno te nema poteškoća s likvidnošću. Sličan trend koeficijenta opće i ubrzane likvidnosti posljedica je

relativno malenog udjela zaliha u kratkotrajnoj imovinu. Odstupanje pokazatelja opće likvidnosti od standardizirane vrijednosti od 2 posljedica je financiranja kratkotrajne imovine pretežito kratkoročnim obvezama, a tek dijelom iz dugoročnih obveza.



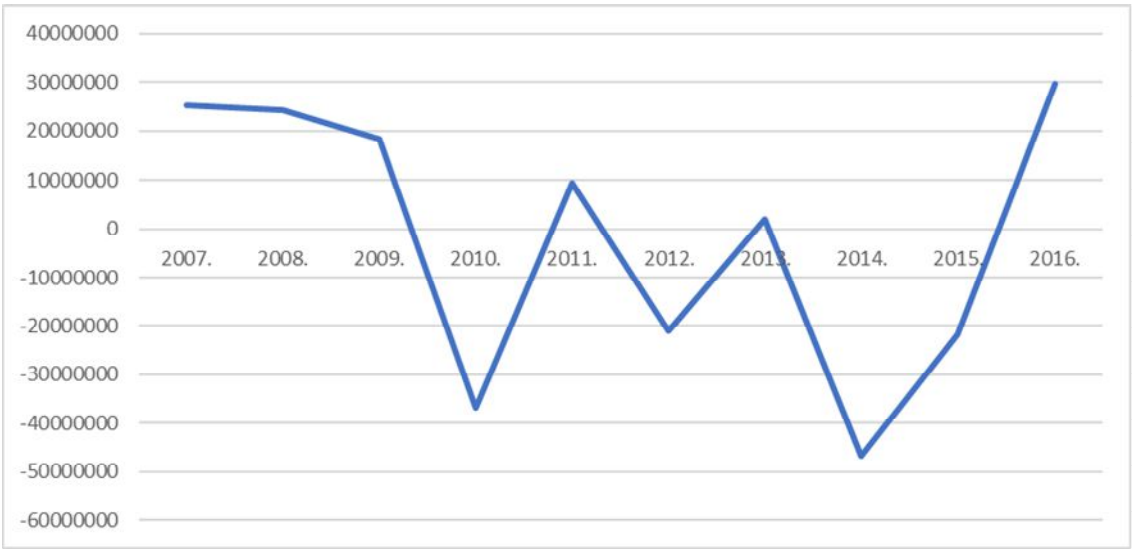
Grafikon 37: Kretanje Koeficijenta opće i ubrzane likvidnosti Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Financiranje kratkotrajne imovine kratkoročnim obvezama oscilira i najviše se smanjuje 2009.-2010. godine u razdoblju udara krize kao prevencija opterećenja tijekova poduzeća te se ispod 85% imovine financira kratkotrajnim obvezama, dok prije i nakon toga taj udio seže čak iznad 90%. Financiranje većeg dijela kratkotrajne imovine kratkoročnim obvezama smanjuje likvidnost, ali je ista i dalje zadovoljavajuća s obzirom na prilike u okruženju.



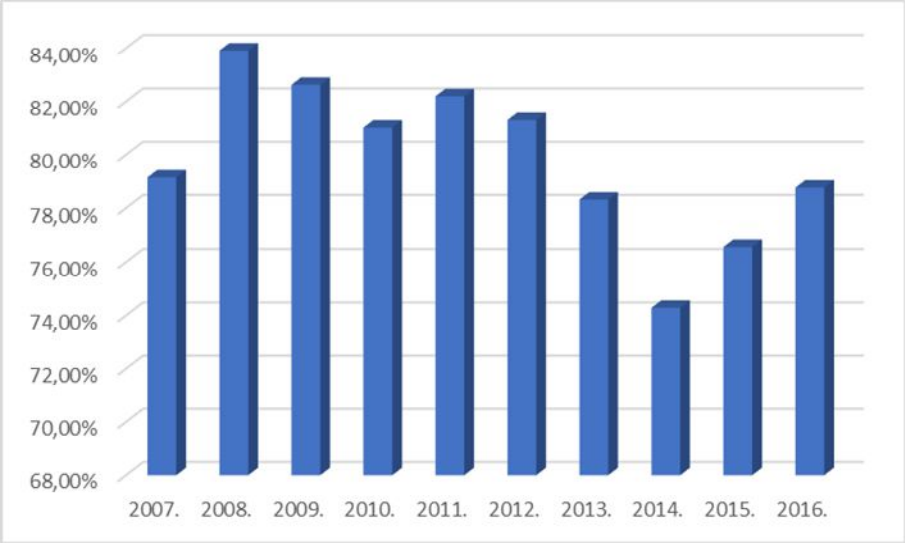
Grafikon 38: Stupanj financiranja kratkotrajne imovine Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Da bi se ipak trebalo smanjiti dodatno opterećenost tijekova i povećati stupanj likvidnosti potvrđuje trend kretanja neto novčanog tijeka kroz godine koji je negativan u čak četiri godine od devet analiziranih godina (grafikon 39). Povećanje financiranja kratkotrajne imovine dugoročnim obvezama rasteretit će ročnu strukturu bilance i ojačati novčane tijekove te ih stabilizirati.



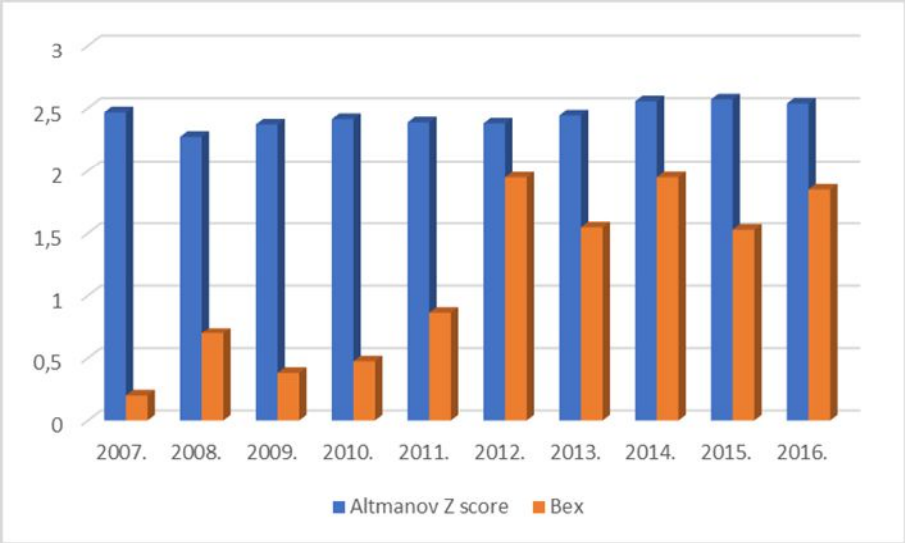
Grafikon 39: Kretanje neto novčanog tijeka Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Prije povećanja stupnja zaduženosti nužna je dokapitalizacija zbog visokog udjela duga u kapitalu ali i općenito visokog udjela obveza u imovini tj. financiranja imovine dugom iznad 75% u svim promatranim godinama što potvrđuje i grafikon 40.



Grafikon 40: Kretanje stupnja zaduženosti Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Kretanje pokazatelja ocjene rizika i procjene stabilnosti poslovanja (Bex indeksa i Altmanovog Z pokazatelja) prikazano je na grafikonu 41. Altmanov Z pokazatelj je u zoni povišenog rizika tijekom svih analiziranih godina dok je Bex indeks nešto niži prvih godina te se povećava u zonu dobrog poslovanja tek od 2013. godine uz potrebna unapređenja za upravljanje rizikom. Nužno je dokapitalizirati poduzeće kako bi se mogla smanjiti zaduženost ali u isto vrijeme rasteretiti tekuće poslovanje tj. novčane tijekove.

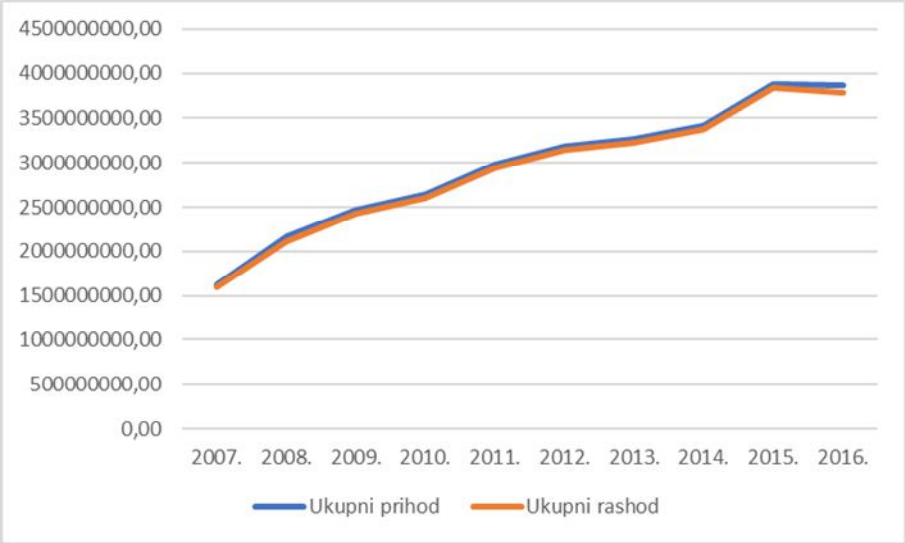


Grafikon 41: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Medika d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

4.6. Analiza poslovanja Plodine d.d.

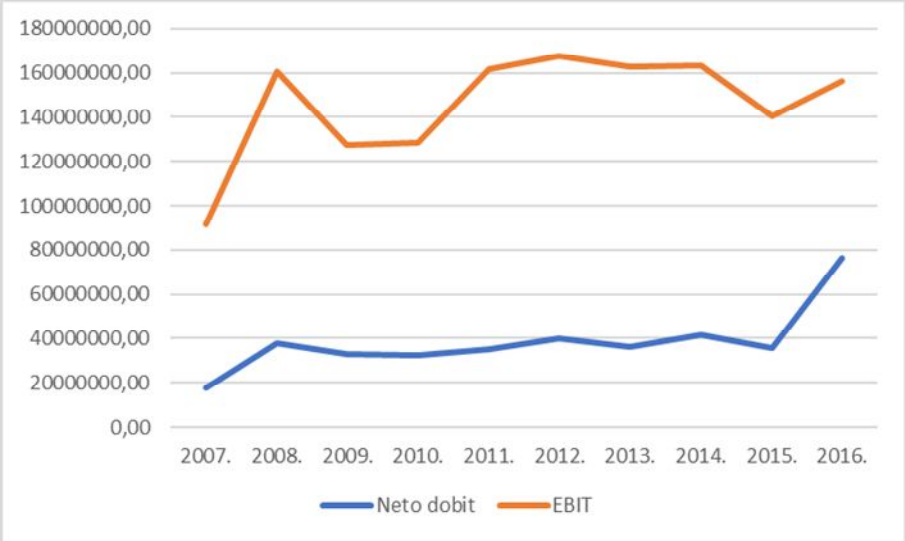
Tvrtka Plodine d.d. osnovana je 1993. godine u Rijeci kada je otvoren prvi prodajni centar, specifičan po širokom asortimanu proizvoda gdje dominiraju hrvatski proizvođači. Ekspanzija širenja izvan regije započinje 2000. godine otvorenjima unificiranih supermarketa suvremenog izgleda u skladu sa europskim standardima. Danas imaju maloprodajnu mrežu od 81 supermarketa diljem Hrvatske. Svoj su položaj osnažili te učinili svoju ponudu dostupnijom uvođenjem proizvoda robne marke Plodine te tako potvrdili uspješno poslovanje i suradnju s domaćim proizvođačima.

Na grafikonu 42 je vidljivo da Plodine posluju na uzlaznoj putanji kontinuirano dugi niz godina čak i u razdoblju krize na domaćem tržištu. Prihodi su iznad rashoda u svim promatranim godinama. Strogo je uzlazna putanja korigirana manjom stopom rasta u posljednjoj godini analize, ali je ujedno to i godina u kojoj je ostvaren najveći jaz ukupnog prihoda spram ukupnog rashoda poslovanja.



Grafikon 42: Kretanje ukupnih prihoda i rashoda Plodine d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

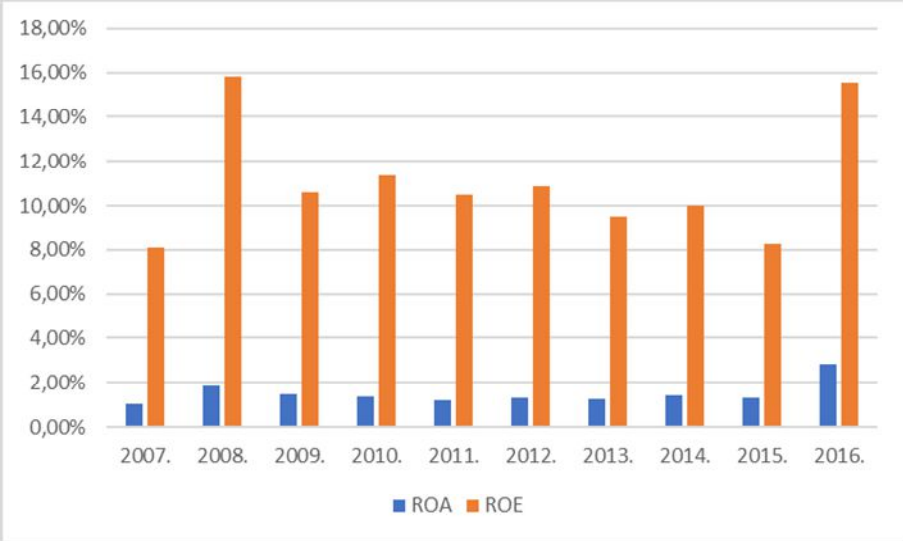
Stabilnost poslovanja potvrđuje uzlazan trend neto financijskog rezultata tijekom svih godina analize prikazan na grafikonu 43. Neto dobit oscilira u razdoblju krize te je značajan oporavak vidljiv u posljednjoj godini analize kada ostvaruju nova ulaganja, širenje i povećanje tržišnog udjela.



Grafikon 43: Kretanje neto dobiti i EBIT Plodine d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

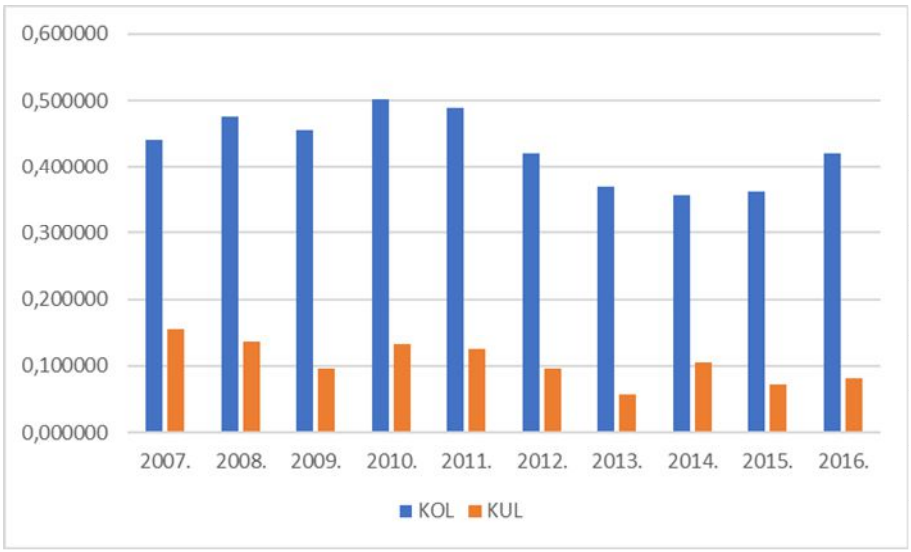
EBIT je također pozitivna, a značajnije smanjenje bilježi u udarnim godinama krize što je odraz kontrole duga u tim godinama i nastojanje rasterećenja tijekova s ciljem očuvanja likvidnosti poslovanja.

Profitabilnost ukazuje na prinos od imovine u prosjeku od 1,5% te kapitala od 11,06%. (grafikon 44). Prinos od kapitala se kreće uglavnom iznad 8% što ukazuje na snagu ostvarenja poslovnog rezultata.

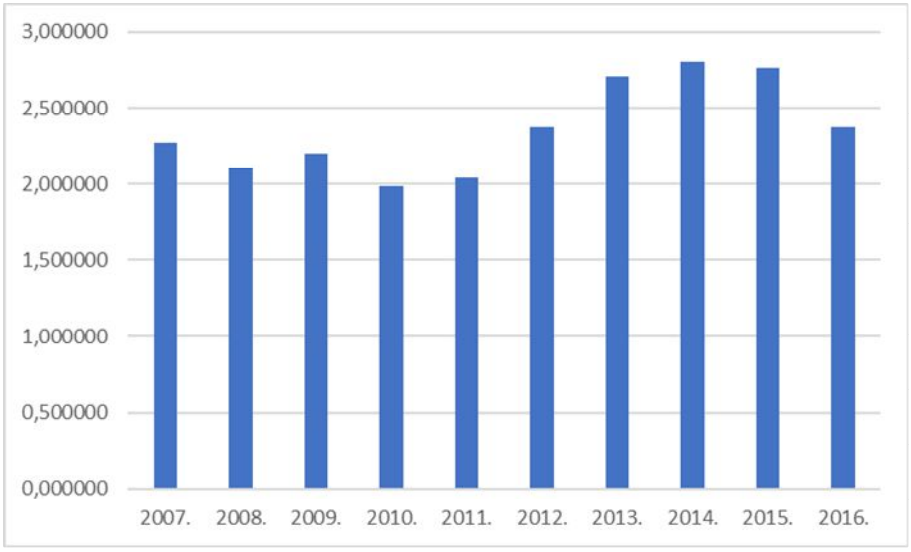


Grafikon 44: Kretanje ROA i ROE Plodine d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

Likvidnost analizirana preko koeficijenta opće i ubrzane likvidnosti ukazuje na snižen stupanj likvidnosti jer oba koeficijenta tijekom analize imaju vrijednost nižu od standardizirane vrijednosti od 1, odnosno 2 (grafikon 45). To je posljedica relativno visokog udjela kratkoročnih obveza u financiranju što potvrđuje i koeficijent financiranja kratkotrajne imovine, prikazan na grafikonu 46, koji je u svim godinama analize iznad 1 što znači da se čitava kratkotrajna imovina i dio dugotrajne financira kratkoročnim izvorima što stvara pritisak na novčane tijekove. Ipak, uz kontinuirano praćenje i planiranje novčanih sredstava upravlja se rizikom likvidnošću.

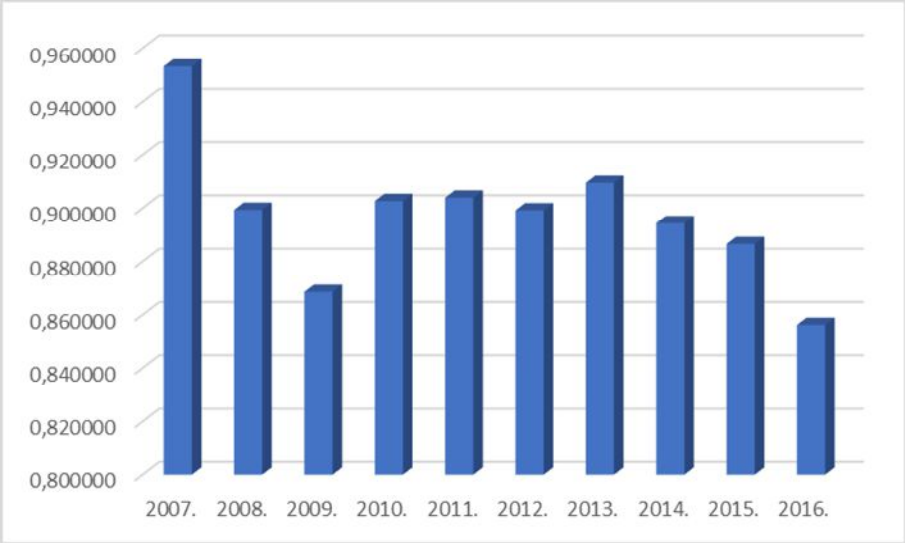


Grafikon 45: Koeficijent opće i ubrzane likvidnosti Plodine d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća



Grafikon 46: Koeficijent financiranja kratkotrajne imovine Plodine d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

S ciljem stabilizacije poslovanja općenito i kvalitetnijeg upravljanja rizicima, posebno rizikom likvidnosti smanjuje se financiranje dugom što je vidljivo kroz strukturu izvora tj. udio duga u izvorima što je prikazano na grafikonu 47.

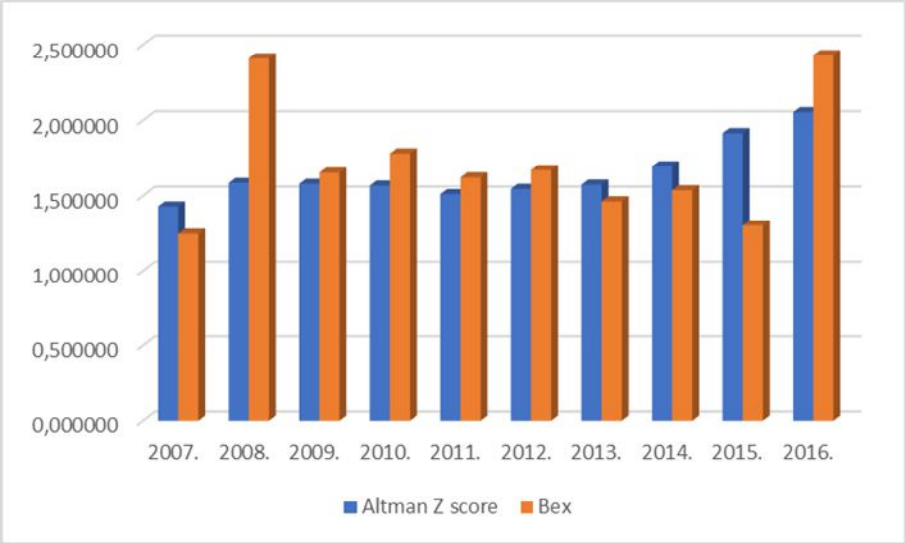


Grafikon 47: Kretanje udjela duga Plodine d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

U prvoj godini analize, 2007., što je godina ekspanzije domaće ekonomije prije krize, je udio duga ima maksimalan iznos od preko 90%. U razdoblju krize se smanjuje te se uz oscilacije nastoji smanjiti do 80% u narednim godinama analize. 2016. je udio duga 85%.

Visok udio duga i nedostatna likvidnost iziskuju iznimne napore u planiranju tijekova. Uz nedostatno smanjenje udjela duga te rasterećenje tijekova izražen postaje rizik bankrota koji može biti potaknut turbulencijama iz vani. To potvrđuje vrijednost Altmanovog Z pokazatelja te vrijednost Bex indeksa koji poslovanje u prosjeku svrstavaju u kategoriju višeg rizika bankrota (grafikon 48).

Menadžment Plodina treba uvrstiti u poslovnu praksu smanjenje duga i zadržavanje istoga tek povremeno iznad standarda koje definira struka te rasteretiti tekuće poslovanje ulaganjem viška novčanih tijekova kako bi se dodatno ojačala likvidnost. To će osigurati dodatna sredstva i dugoročno doprinijeti smanjenju duga u izvorima.



Grafikon 48: Altmanov Z pokazatelj i Bex indeks Plodine d.d. 2007.-2016.
Izvor: Izrada autorice na temelju podataka financijskih izvještaja poduzeća

4.7. Testiranje hipoteza

Mnoga su poduzeća u razdoblju krize i nakon nje posrnuli i nisu mogli opstati uslijed pretrpljene štete koje je kriza ostavila. Posljedica je to trajanja krize, problema u domaćem gospodarstvu ali i nedovoljno razvijene poduzetničke klime, napora za oporavak u takvim situacijama te kvalitete poslovanja i spremnosti poduzeća na turbulencije. Svjedoci smo da su čak i lideri hrvatske gospodarske scene posrnuli i upali u poteškoće u periodu krize jer je ista pogodila globalne ekonomije u kojima mnogi posluju. Ipak, kolikih razmjera su bile posljedice teško je reći bez dodatne analize.

Većina prezentiranih poduzeća se oporavilo relativno brzo od pritisaka krize, a neka ju nisu značajno niti osjetila. Također se uočava da se velika poduzeća suočavaju s mnogim rizicima koji su izraženiji u odnosu na manja poduzeća što je posljedica kompleksnosti poslovanja. Ipak, takva velika poduzeća koja djeluju na međunarodnim tržištima imaju određenu stabilnost po pitanju pristupa izvorima kapitala, ali i mogućnosti po pitanjima provedbe raznih strategija, od preuzimanja do spajanja preko vertikalnih ili integralnih strategija i sl.

Kriza je nesumnjivo pogodila sve sektore i to uglavnom sva poduzeća bez obzira na veličinu i sektor. Usprkos tome neka su se oporavljala brže i drugačije od drugih što je svakako

determinirano mnogim faktorima od kojih su neki upravo u menadžmentu i strategijama u slučajevima krize, zatečenom stanju i poziciji poduzeća suočenim s promjenama i krizama. U kojim segmentima je najprije uočen efekt krize i kako se odrazio na sektore naših poduzeća biti će prezentirano kroz testiranje hipoteza rada u nastavku.

Za testiranje hipoteza rada proveden je najprije test korelacije ključnih pokazatelja profitabilnosti i varijable krize. Prema tablici vidljivo je da je značajna veza uočena samo u slučaju krize i povrata na imovinu (ROA) jer je empirijska razina signifikantnosti ispod uvjeta značaja od maksimalno 5% te iznosi 2,8%. Izračunati koeficijent iznosi -0,195 što označava negativnu korelaciju tj. odnos koji ukazuje to da se s pojavom krize može očekivati smanjenje profitabilnosti imovine.

Negativan odnos krize i preostala dva pokazatelja (ROE i NPM) ipak nije ocijenjen statistički značajnim. Prezentirani rezultati idu u prilog tvrdnji glavne hipoteze rada da kriza negativno utječe na poslovanje poduzeća bez obzira na sektor što će pak detaljnije biti istraženo u nastavku rada.

Tablica 3: Korelacija krize i izabranih pokazatelja profitabilnosti

			kriza	ROA	ROE	NPM
Spearman's rho	kriza	Correlation Coefficient	1,000	-,195	-,088	-,177
		Sig. (2-tailed)	.	,028	,498	,168
		N	62	62	62	62
	ROA	Correlation Coefficient	**-,195**	1,000	,804**	,969**
		Sig. (2-tailed)	**,028**	.	,000	,000
		N	**62**	62	62	62
	ROE	Correlation Coefficient	**-,088**	,804**	1,000	,732**
		Sig. (2-tailed)	**,498**	,000	.	,000
		N	**62**	62	62	62
	NPM	Correlation Coefficient	**-,177**	,969**	,732**	1,000
		Sig. (2-tailed)	**,168**	,000	,000	.
		N	**62**	62	62	62

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Kako bi se testiralo je li i koji sektor kriza više pogađa izračunate su prosječne vrijednosti pokazatelja profitabilnosti prema sektorima za razdoblje krize i nakon krize. U tablici 4 su vidljivi rezultati u periodu krize za sektor proizvodnje i trgovine. Rezultati ukazuju da je veći prinos od imovine ostvario sektor proizvodnje, ali i veći prinos od kapitala sektor trgovine. Neto profitna marža je također veća u poduzeća proizvodnog sektora. Ovi rezultati ukazuju da su dva od tri pokazatelja profitabilnosti bolji u slučaju poduzeća proizvodnog sektora.

Tablica 4: Pokazatelji profitabilnosti za vrijeme krize prema sektoru

Sektor		ROA	ROE	NPM
proizvodnja	Mean	,03648116	,05732457	,03887734
	N	18	18	18
	Std. Deviation	,046550035	,065415788	,049131529
trgovina	Mean	,01878582	,08742489	,01828856
	N	18	18	18
	Std. Deviation	,015706894	,045623909	,015221934
Total	Mean	,02763349	,07237473	,02858295
	N	36	36	36
	Std. Deviation	,035395534	,057641080	,037336509

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Podaci u tablici 5 ukazuju na to da su sektori izjednačeni tj. da postoje minimalne razlike po pitanju povrata od imovine, ali da je sektor proizvodnje bolji kada je u pitanju neto profitna marža, ali ne i povrat od kapitala.

Kako bi se uočila utemeljenost uočenih razlika u korist proizvodnog sektora potrebno je testirati značaj razlika primjenom testa razlika aritmetičkih sredina dvaju nezavisnih uzoraka.

Tablica 5: Pokazatelji profitabilnosti nakon krize prema sektoru

Sektor		ROA	ROE	NPM
proizvodnja	Mean	,02629959	,04117597	,03279601
	N	13	13	13
	Std. Deviation	,062360352	,113811010	,063515903
trgovina	Mean	,02680980	,09956865	,02377236
	N	13	13	13
	Std. Deviation	,014875800	,036406699	,014588176
Total	Mean	,02655469	,07037231	,02828418
	N	26	26	26
	Std. Deviation	,044417531	,087978136	,045384706

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Iako razlike u prosječnim pokazateljima profitabilnosti postoje potrebno je testirati statistički značaj uočenih razlika testom razlika aritmetičkih sredina. U svrhu tog testa postavljaju se dvije hipoteze:

$H_0 ... \overline{X}_1 - \overline{X}_2 = 0$

$H_1 ... \overline{X}_1 - \overline{X}_2 \neq 0$

Postavljaju se hipoteze da su razlike aritmetičkih sredina pokazatelja poduzeća dvaju sektora jednake, odnosno nisu jednake nuli. Rezultati testa u tablici 6 ukazuju na to da su uočene razlike statistički značajne u slučaju neto profitne marže i povrata od imovine jer je empirijska signifikantnosti ispod uvjeta maksimuma značaja od 5% te iznosi 0,3%, odnosno 0,1%. Uočene razlike nemaju statistički značaj u slučaju povrata kapitala jer empirijska razina signifikantnosti iznad maksimuma uvjeta značaja.

Rezultati ukazuju na to da je tvrdnja glavne hipoteze rada tek djelomično utemeljena. Kriza je svakako ostavila trag na poslovanje bez obzira na sektor, ali nije značajno utjecala na poslovanje proizvodnog već trgovačkog kada je u pitanju profitabilnost.

Tablica 6: Test razlika aritmetičkih sredina pokazatelja profitabilnosti dvaju sektora

		Levene's Test for Equality of Variances	
		F	Sig.
ROA	Equal variances assumed	10,003	,003
	Equal variances not assumed		
ROE	Equal variances assumed	1,438	,239
	Equal variances not assumed		
NPM	Equal variances assumed	13,065	,001
	Equal variances not assumed		

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Kao dodatno testiranje provest će se analiza i ocjena značaja razlika performansi poslovanja prema ostalim pokazateljima (likvidnosti i zaduženosti). Po pitanju upravljanja ročnošću imovine i izvora vidljivo je da proizvodna poduzeća manji dio kratkotrajne imovine financiraju kratkoročnim obvezama u odnosu na trgovačka poduzeća, ali za samo 0,03. Kada je u pitanju likvidnost proizvodna poduzeća su bliža standardiziranoj vrijednosti od 2 odnosno 1. Zaduženost je izraženija kod poduzeća trgovačkog sektora i to za preko 50% kao i višestruko veća vrijednost duga spram vlastitog kapitala.

Tablica 7: Srednje vrijednosti izabranih pokazatelja tijekom krize po sektorima

Sektor		KFKI	KOL	KUL	SZ	dug/kapital
proizvodnja	Mean	,68717860	1,58100675	1,17632931	,472989	,878847
	N	18	18	18	18	18
	Std. Deviation	,199300711	,506843843	,487307420	,1856777	,3379633
trgovina	Mean	,65026917	1,10169058	,76073899	,756300	4,519209
	N	18	18	18	18	18
	Std. Deviation	,215992139	,567368084	,504017748	,1712419	2,4054295
Total	Mean	,66872388	1,34134866	,96853415	,614645	2,699028
	N	36	36	36	36	36
	Std. Deviation	,205677151	,583272754	,532111127	,2272184	2,5047122

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Uočene razlike u pokazateljima likvidnosti i zaduženosti testirane su testom značaja razlika aritmetičkih sredina dvaju nezavisnih uzoraka kako bi se dodatno istražio zaključak o tome koji sektor je bio otporniji na pritiske krize.

Rezultati u tablici 8 ukazuju na to da su uočene razlike značajne samo u slučaju udjela duga u kapitalu tj. omjera duga i kapitala koji je značajno viši kod trgovačkih nego proizvodnih poduzeća. Zaključak je donesen na temelju empirijske signifikantnosti testa koja je 0%.

Tablica 8: Test razlika aritmetičkih sredina pokazatelja likvidnosti i zaduženosti dvaju sektora

		Levene's Test for Equality of Variances	
		F	Sig.
KFKI	Equal variances assumed	1,664	,206
	Equal variances not assumed		
KOL	Equal variances assumed	,986	,328
	Equal variances not assumed		
KUL	Equal variances assumed	1,534	,224
	Equal variances not assumed		
SZ	Equal variances assumed	,453	,506
	Equal variances not assumed		
dug/kapital	Equal variances assumed	33,267	,000
	Equal variances not assumed		

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Prezentirani rezultati ukazuju na to da je tvrdnja glavne hipoteze rada tek djelomično utemeljena kao i na to da su proizvodna poduzeća značajno bolja u performansama tek u slučaju dvaju pokazatelja profitabilnosti te pokazatelja omjera duga i kapitala.

Koja poduzeća su imala veće korekcije i koliko im je trebalo za oporavak od posljedica krize područje je analize prve pomoćne hipoteze rada što je istraženo korelacijom stupnja

zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti te likvidnosti. U analizu su uzete godine tijekom i nakon krize što su gotovo podjednako duga razdoblja što daje snagu testu u analizi utjecaja i kretanja izabranih pokazatelja s obzirom na zaduženost, ali i efekt krize. Rezultati u tablici 9 ukazuju na negativne koeficijente korelacije stupnja zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti i likvidnosti. To znači da se s povećanjem zaduženosti može očekivati opterećenje poslovanja tj. smanjenje likvidnosti na srednji rok te profitabilnosti na dugi rok uslijed slabljenja likvidnosti te pojave teškoća u zadovoljenju potražnje te mogućnosti diferenciranja. To potvrđuje tvrdnju prve pomoćne hipoteze rada o težem oporavku više zaduženih poduzeća od posljedica krize te se ona smatra utemeljenom. Zaključak o značaju koeficijenata korelacije je donesen na temelju empirijske signifikantnosti testa koja je do uvjeta maksimuma značaja od 5%.

Tablica 9: Korelacija stupnja zaduženosti i izabranih pokazatelja

			SZ
Spearman's rho	ROA	Correlation Coefficient	-,454**
		Sig. (2-tailed)	,000
		N	62
	ROE	Correlation Coefficient	-,023
		Sig. (2-tailed)	,861
		N	62
	NPM	Correlation Coefficient	-,582**
		Sig. (2-tailed)	,000
		N	62
	SZ	Correlation Coefficient	1,000
		Sig. (2-tailed)	.
		N	62
	KFKI	Correlation Coefficient	-,014
		Sig. (2-tailed)	,912
		N	62
	KOL	Correlation Coefficient	-,657**
		Sig. (2-tailed)	,000
		N	62
	KUL	Correlation Coefficient	-,626**
		Sig. (2-tailed)	,000
		N	62

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Nadalje je dodatno hipoteza testirana ocjenom značaja razlika u pokazateljima poslovanja između poduzeća s visokim dugom tijekom i nakon krize. Rezultati u tablici 10 ukazuju na to da su poduzeća s višim udjelom duga (iznad 50%) ostvaruju niže rezultate nakon krize.

Tablica 10: Rezultati poslovanja tijekom krize poduzeća s obzirom na zaduženost

udio duga		KOL	KUL	ROA	ROE	NPM
unutar standarda	Mean	1,69594430	1,16970352	,02772503	,04382168	,03509564
	N	12	12	12	12	12
	Std. Deviation	,442754757	,231084964	,064911679	,118453436	,065772520
iznad standarda	Mean	1,08885427	,77251599	,02555155	,09312999	,02244580
	N	14	14	14	14	14
	Std. Deviation	,516908441	,468809381	,015047656	,042472101	,014868799
Total	Mean	1,36904967	,95583331	,02655469	,07037231	,02828418
	N	26	26	26	26	26
	Std. Deviation	,566085843	,422560334	,044417531	,087978136	,045384706

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

U tablici 11 vidljivi su rezultati tijekom krize koji ukazuju na jednak položaj više zaduženih poduzeća što ukazuje na to da takva poduzeća teže ostvaruju održive pozitivne rezultate, a uslijed krize trebaju značajno dulje razdoblje za oporavak.

Tablica 11: Rezultati poslovanja nakon krize poduzeća s obzirom na zaduženost

udio duga		KOL	KUL	ROA	ROE	NPM
unutar standarda	Mean	1,62126544	1,24529479	,04623579	,07776861	,05050618
	N	15	15	15	15	15
	Std. Deviation	,541310559	,514803821	,047203787	,064875701	,048699433
iznad standarda	Mean	1,14140811	,77084798	,01434613	,06852195	,01292350
	N	21	21	21	21	21
	Std. Deviation	,538061673	,459893147	,013704844	,053204873	,012705571
Total	Mean	1,34134866	,96853415	,02763349	,07237473	,02858295
	N	36	36	36	36	36
	Std. Deviation	,583272754	,532111127	,035395534	,057641080	,037336509

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Na temelju prezentiranih rezultata se zaključuje da je prva pomoćna hipoteza rada utemeljena. Osim toga kroz analizu poslovanja se željelo istražiti i to kako veličina poduzeća determinira nošenje s krizom stoga se istražilo da li veća poduzeća posluju efikasnije u razdoblju krize u odnosu na manja. U tu svrhu su analizirane razlike u ostvarenim rashodima poslovanja između poduzeća s obzirom na veličinu s aspekta broja zaposlenika te je proveden test analize razlika u visini rashoda u razdoblju krize između poduzeća dvije kategorije.

Rezultati u tablici 12 ukazuju na to da su razlike u uočenim razinama rashoda tijekom vremena značajno različite između poduzeća s brojem zaposlenih iznad 1500 u odnosu na ona do tog broja zaposlenika jer je empirijska razina signifikantnosti ispod maksimuma uvjeta značaja od 5% te iznosi 0,1%.

Tablica 12: Testiranje razlika u aritmetičkim sredinama rashoda poduzeća prema broju zaposlenika

		Levene's Test for Equality of Variances	
		F	Sig.
rashodi	Equal variances assumed	11,228	,001
	Equal variances not assumed		

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Za kraj se istražila praksa zaduživanja domaćih poduzeća kroz analizu udjela duga tijekom čitavog analiziranog perioda s obzirom na sektor. Prosječni udio duga u izvorima tijekom krize veći je u slučaju trgovačkih poduzeća i to za preko 30 postotnih bodova kako prije tako i nakon krize. To je vidljivo u tablicama 13 i 14.

Udio duga u izvorima kod proizvodnih poduzeća i trgovačkih tijekom i nakon krize se razlikuje za oko 2,5 postotnih bodova. Ipak udio duga u izvorima je kod trgovačkih poduzeća ostao gotovo jednako visok kako u razdoblju bez tako i u razdoblju s krizom. To potvrđuje tvrdnju treće pomoćne hipoteze rada o poslovnoj praksi visokog udjela duga u izvorima financiranja kod domaćih poduzeća trgovačkog sektora.

Tablica 13: Udio duga u izvorima financiranja prema sektoru tijekom krize

Sektor	Mean	N	Std. Deviation
proizvodnja	,472989	18	,1856777
trgovina	,756300	18	,1712419
Total	,614645	36	,2272184

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Tablica 14: Udio duga u izvorima financiranja prema sektoru u razdoblju bez krize

Sektor	Mean	N	Std. Deviation
proizvodnja	,459906	13	,1467130
trgovina	,735458	13	,1446313
Total	,597682	26	,2002852

Izvor: Izračun autorice na temelju podataka izvještaja poduzeća

Zaključno se može istaknuti da je za kvalitetno upravljanje rizicima krize, te ostalim rizicima poslovanja koje kriza može pojačati, potrebno smanjenje jaza ročne strukture u bilanci, korištenje ekonomije obujma i obuhvata s ciljem racioniranja troškova u razdobljima turbulencija i inflacije pojedinih tržišta, kao i upravljanja novčanim tijekovima kao praksom za zaštitu likvidnosti poslovanja te razvoja prednosti. Poduzeća krizu ne mogu izbjeći u potpunosti, ali mogu upravljati rizicima iste stoga je nužno osigurati preduvjete za kvalitetno upravljanje poslovanjem u sve dinamičnijim okruženjima i vremenu potrebe za održivim rastom. Jedino poduzeća koja imaju prednosti po pitanju procesa mogu posvetiti pažnju unapređenju istih s aspekta fundamentalnih načela održivog rasta poduzeća.

Praksa domaćih poduzeća, posebno onih trgovačkog sektora, te upravljanje poslovanjem ukazuju na potrebu prilagodbi strategija prilikama u okolini te stanju u gospodarstvu. Praksa prekomjernog zaduživanja se treba napustiti te težiti rastu kroz nova ulaganja i inovacije. Kontrola novčanih tijekova i planiranje te kontrola duga osigurati će stabilnost i fleksibilnost poslovanja u turbulentnim razdobljima što će smanjiti izloženost poduzeća rizicima. Analiza je ukazala da je rizik bankrota na domaćoj gospodarskoj sceni izražen upravo zbog visokih pojedinih pokazatelja poput udjela duga te nižih vrijednosti nekih drugih poput prinosa i sl.

Praćenje poslovanja zahtjeva kontinuitet i integralni pristup ocjeni uspijeha kroz sve dimenzije procesa koji poslovanje čine. Analiza Bex indeksa, koji je rađen upravo za hrvatsko tržište, ukazala je na poslovanje unutar sive zone čak i u slučaju poduzeća koja su fundamentalno dobra i perspektivna što ukazuje na ne tako dobre prakse poduzeća kada je u pitanju upravljanje dugom, financiranje te upravljanje ročnim strukturama. Niža razina Bex indeksa na razini čitave domaće ekonomije pokazatelj je potrebe prilagodbe novim standardima i gospodarskim trendovima na nacionalnoj i globalnoj razini.

5. ZAKLJUČAK

Upravljanje poslovanjem složen je proces i zadaća top menadžmenta poduzeća. Ono ne podrazumijeva samo praćenje uspješnosti poslovanja kroz analizu financijskih izvještaja i internih dokumenata o poslovnim ciljevima već i donošenje odluka i oblikovanje strategija za prilagođavanje promjenama u okruženju kao i održavanje rasta poduzeća.

Kvalitetno upravljanje poslovanjem zahtijeva praćenje i upravljanje rizicima. To se ostvaruje procjenom rizika i primjenom preventivnih i represivnih mjera u razdobljima kriza. Analiza poslovanja također zahtijeva kontinuitet te analizu okruženja i poslovnih procesa van financijskih pokazatelja kao i usporedbu unutar industrije i s industrijskim prosjekom jer pojedini standardi struke ne vrijede za sve industrije ni tržišta te ih treba tumačiti s dozom opreza i uz dublju analizu.

Praćenje poslovanja se temelji na izvještajima funkcija poduzeća poput marketinške, proizvodne i računovodstveno financijske funkcije. Struka je razvila mnoge pokazatelje i standarde ocjene poslovanja ali i modele procjene rizika. Uobičajeni pokazatelji analize su pokazatelji profitabilnosti, zaduženosti, likvidnosti, povrata dioničara i sl. Modeli koji su popularni u procjeni rizika, posebno rizika bankrota, jesu Altmanov Z pokazatelj i Bex indeks.

Istraživanje poslovanja hrvatskih poduzeća ukazalo je na posljedice koje je kriza ostavila na poslovanje poduzeća proizvodnog i trgovačkog sektora. Posljedice su svakako bile velike. Mnoga mala poduzeća nisu opstala dok su velika trebala nakon krize proći restrukturiranja. Poduzeća nisu lišena rizika te utjecaja krize zbog svoje veličine. Mnoga velika poduzeća su

zbog svoje složenosti troma i izložena nekim dodatnim rizicima to zna otežati neke situacije pri turbulencijama. Velika poduzeća koja imaju fundamentalnu vrijednost su stabilna i mogu odgovoriti izazovima krize. To znači da politika poslovanja vodi računa o ročnosti bilance, upravlja likvidnošću i dugom te ulaže u inovacije.

Analiza poslovanja je ukazala na višu razinu zaduženosti domaćih poduzeća što je dio poslovne prakse na domaćoj gospodarskoj sceni. Profitabilnost je veća u trgovačkom sektoru ali uspješnost poslovanja promatrana kroz više dimenzija uspjeha ukazuje na bolji položaj proizvodnih poduzeća u pojedinim područjima.

Ocjena poslovanja i usporedba između sektora ukazala je na djelomičnu utemeljenost glavne hipoteze rada te utemeljenost pomoćnih hipoteza rada. Potonje znači da niti jedan sektor nije manje ili više pogođen krizom kada se promatra ukupno poslovanje, ali da su ipak u trgovačkom sektoru poduzeća nešto više zadužena te stoga trebaju dulje vrijeme oporavka od pritisaka krize. Kada je u pitanju upravljanje troškovima tada se uočava da su veća poduzeća nešto fleksibilnija i vještija u tome kao posljedica primjene ekonomije obujma i obuhvata.

Zaključno se može reći da je za kvalitetno upravljanje poslovanjem i procjenom rizika te ocjenu izvrsnosti neophodno uzeti u obzir sve aspekte poslovanja te provesti trend analizu kroz srednji ili dulji period jer se određene promjene strategija ili pojedini šokovi na tržištu vide tek s vremenskim odmakom. Jednako tako se određene informacije mogu dobiti uvidom u tržište kapitala, za poduzeća koja kotiraju na burzi, jer nerijetko tržište kapitala tj. trendovi na istome ukazuju ranije na turbulencije povezanih tržišta i rizike šokova.

Svaki pokazatelj treba razmotriti s aspekta samog poduzeća, konkurencije, ali i industrije jer mnogi standardi nisu primjenjivi. Jednako tako usporedba između industrija treba stoga uključivati dugoročnu analizu što više pokazatelja uz dubinsku analizu vrijednosti koje se uzimaju kod izračuna pokazatelja. Kada su u pitanju modeli procjene tada treba istaći potrebu njihove nadogradnje i prilagodbe stanju na tržištu za koje se odnose kroz pondere i referentne vrijednosti ali i po pitanju uzimanja u obzir pokazatelja poput novčanog tijeka.

Upravljanje poslovanjem nema svrhu ako se analiza provodi radi nje same. Ocjena uspješnosti tek je polazna točka definiranja područja problema i determiniranja mogućih unapređenja kao i oblikovanja strategija koje će osigurati povećanje izvrsnosti i uspješnosti

poslovanja. Cilj je formirati strategije koje će svrstati poduzeće u poslovanje niskog rizika bankrota te visokog stupnja izvrsnosti koje je sposobno konkurirati na tržištima na kojima djeluje te razvija perspektive za širenje na nova tržišta.

Na praksi, ali i struci je da osigura set dinamičnijih pokazatelja koji će osigurati kompletniju i precizniju usporedbu poduzeća unutar industrija prilagođenu pojedinim odlikama iste bez obzira na veličinu poduzeća te univerzalne modele i ocjene uspjeha za usporedbu industrijskih grana na razini globalnog tržišta. Svrha izrade takvih modela je cjelovitiji i precizniji obuhvat svih aspekata poslovanja kako bi se dobila što preciznija slika izvrsnosti i rizika poslovanja.

LITERATURA

Knjige:

1. Belak, V., Profesionalno računovodstvo, Zgombić i Partneri – nakladništvo i informatika d.o.o., Zagreb, 2009.
2. Belak, V., Analiza poslovne uspješnosti, RRiF, Zagreb, 2014.
3. Belak, V., Aljinović –Barać, Z., Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Belak Excellens, 2008.
4. Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF Zagreb, 1995.
5. Butorac , N. et. al., Financijski menadžment: Analiza rizika u poslovanju, str. 32,. Financijski klub, 2014.
6. Cirkveni, T., Izvanredni rashodi, Računovodstvo, revizija i financije, 10/2009.
7. Grčić, B.: Poslovna statistika u Microsoft Excelu, Ekonomski fakultet Split, 2004.
8. Guzić, Š., Godišnje izvješće i izvješće poslovodstva, RRiF, 4/2017.
9. Marković, I., Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća, RRiF, Zagreb, 2010.
10. Rozga, A.: Statistika za ekonomiste, V. Izdanje, Ekonomski fakultet Split, 2009.
11. Skupina autora, (2008.), Primjena hrvatskih standarda financijskog izvještavanja, RFI, Zagreb
12. Vidučić, Lj., Financijski menadžment, IX. Izdanje, RRiF plus, Split, 2008.
13. Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M.: Financijski menadžment, IX. Izdanje, RriF plus, Zgreb, 2015.
14. Zelenika, R.: Metodologija i tehnika izrade znanstvenog i stručnog djela, IV. Izdanje, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2000.

Internet izvori:

15. http://finance.hr/financijski-menadzment/, [15.09.2017.]
16. Stečajni zakon, NN, 71/15, čl. 11., dostupno na: https://www.zakon.hr/z/160/Ste%C4%8Dajni-zakon, [18.04.2017.]
17. ZOR, NN, 78/2015.,134/15. i 120/16., č. 19.
18. Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dobit (NN 115/16), dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_12_115_2527.html, [21.11.2017.]
19. HSFI, NN, 78/15: http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/136/137/Hrvatski_standardi_financijskog_izvjestavanja.pdf, [29.12.2017.]

20. www.atlantic.hr
21. www.dzs.hr
22. www.fina.hr
23. www.jamnica.hr
24. www.kraš.hr
25. www.medika.hr
26. www.poslovni.hr
27. www.plodine.hr
28. www.podravka.hr
29. www.zse.hr

Popis tablica, slika i grafikona

Tablica 1: Zaključci temeljeni na Altman Z Score modelu 27
Tablica 2: Vrijednosti Bex indeksa i njihovo značenje 30
Tablica 3: Korelacija krize i izabranih pokazatelja profitabilnosti 67
Tablica 4: Pokazatelji profitabilnosti za vrijeme krize prema sektoru 68
Tablica 5: Pokazatelji profitabilnosti nakon krize prema sektoru 69
Tablica 6: Test razlika aritmetičkih sredina pokazatelja profitabilnosti dvaju sektora 70
Tablica 7: Srednje vrijednosti izabranih pokazatelja tijekom krize po sektorima 70
Tablica 8: Test razlika aritmetičkih sredina pokazatelja likvidnosti i zaduženosti dvaju sektora 71
Tablica 9: Korelacija stupnja zaduženosti i izabranih pokazatelja 72
Tablica 10: Rezultati poslovanja tijekom krize poduzeća s obzirom na zaduženost 73
Tablica 11: Rezultati poslovanja nakon krize poduzeća s obzirom na zaduženost.....73
Tablica 12: Testiranje razlika u aritmetičkim sredinama rashoda poduzeća prema broju zaposlenika.....74
Tablica 13: Udio duga u izvorima financiranja prema sektoru tijekom krize 75
Tablica 14: Udio duga u izvorima financiranja prema sektoru u razdoblju bez krize 75

Slika 1: Kretanje cijene dionice Jamnice d.d. 2015-2018.....44

Grafikon 1: Poslovni i ukupni prihodi Podravke d.d. u 000 kn 2007.-2017.....32
Grafikon 2: Neto dobit i EBITDA Podravke d.d. u 000 kn 2007.-2017. 33
Grafikon 3: Neto novčani tijek Podravke d.d. u 000 kn 2007.-2017. 34
Grafikon 4: ROA i ROE Podravke d.d. 2007.-2017.....34
Grafikon 5: Koeficijent opće i ubrzane likvidnosti Podravke d.d. 2007.-2017. 35
Grafikon 6: Kretanje pokazatelja zaduženosti Podravke d.d. 2007.-2017. 35
Grafikon 7: Kretanje Bex indeksa Podravke d.d. 2007.-2017. 36
Grafikon 8: Kretanje Altmanova Z Scorea Podravke d.d. 2007.-2017. 38
Grafikon 9: Kretanje cijene dionice Podravke d.d. 2007.-2018.....38
Grafikon 10: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Jamnice d.d. 2007.-2016.....39
Grafikon 11: Kretanje neto dobiti i EBIT Jamnice d.d. 2007.-2016. 40
Grafikon 12: Kretanje neto novčanog tijeka Jamnice d.d. 2007.-2016. 40
Grafikon 13: Kretanje ROA i ROE Jamnice d.d. 2007.-2016. 41
Grafikon 14: Kretanje pokazatelja likvidnosti Jamnice d.d. 2007.-2016. 41
Grafikon 15: Kretanje pokazatelja zaduženosti Jamnice d.d. 2007.-2016. 42
Grafikon 16: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Jamnice d.d. 2007.-2016. 43
Grafikon 17: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Kraša d.d. 2007.-2016. 45
Grafikon 18: Kretanje neto dobiti i EBIT Kraša d.d. 2007.-2016.....45
Grafikon 19: Kretanje neto novčanog tijeka Kraša d.d. 2007.-2016.....46
Grafikon 20: Kretanje ROA i ROE Kraša d.d. 2007.-2016. 47
Grafikon 21: Kretanje koeficijenata opće i ubrzane likvidnosti Kraša d.d. 2007.-2016. 47
Grafikon 22: Kretanje stupnja financiranja kratkotrajne imovine kratkoročnim obvezama Kraša d.d. 2007.-2016.....48
Grafikon 23: Kretanje pokazatelja zaduženosti Kraša d.d. 2007.-2016 48
Grafikon 24: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Kraša d.d. 2007.-2016. 49
Grafikon 25: Kretanje cijene dionice Kraša d.d. 2008.-2017. 50
Grafikon 26: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Atlantica d.d. 2007.-2017. 51
Grafikon 27: Kretanje EBIT i neto dobiti Atlantica d.d. 2007.-2017. 51
Grafikon 28: Kretanje ROA i ROE Atlantica d.d. 2007.-2017. 52
Grafikon 29: Kretanje koeficijenta opće i ubrzane likvidnosti Atlantica d.d. 2007.-2017.....53
Grafikon 30: Kretanje novčanog tijeka Atlantic d.d. 2007.-2017. 53
Grafikon 31: Kretanje pokazatelja zaduženosti i kretanje stupnja financiranja kratkotrajne imovine kratkoročnim obvezama Atlantic d.d. 2007.-2017. 54
Grafikon 32: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Atlantica d.d. 2007.-2017.....55

Grafikon 33: Kretanje cijene dionice Atlantica d.d. 2007.-2018. 55
Grafikon 34: Kretanje poslovnih i ukupnih prihoda Medika d.d. 2007.-2016. 56
Grafikon 35: Kretanje neto dobiti i EBIT Medika d.d. 2007.-2016. 57
Grafikon 36: Kretanje ROA i ROE Medika d.d. 2007.-2016. 57
Grafikon 37: Kretanje Koeficijenta opće i ubrzane likvidnosti Medika d.d. 2007.-2016. 58
Grafikon 38: Stupanj financiranja kratkotrajne imovine Medika d.d. 2007.-2016. 59
Grafikon 39: Kretanje neto novčanog tijeka Medika d.d. 2007.-2016. 59
Grafikon 40: Kretanje stupnja zaduženosti Medika d.d. 2007.-2016. 60
Grafikon 41: Kretanje Bex indeksa i Altmanova Z pokazatelja Medika d.d. 2007.-2016. 61
Grafikon 42: Kretanje ukupnih prihoda i rashoda Plodine d.d. 2007.-2016. 62
Grafikon 43: Kretanje neto dobiti i EBIT Plodine d.d. 2007.-2016. 62
Grafikon 44: Kretanje ROA i ROE Plodine d.d. 2007.-2016. 63
Grafikon 45: Koeficijent opće i ubrzane likvidnosti Plodine d.d. 2007.-2016. 64
Grafikon 46: Koeficijent financiranja kratkotrajne imovine Plodine d.d. 2007.-2016. 64
Grafikon 47: Kretanje udjela duga Plodine d.d. 2007.-2016. 65
Grafikon 48: Altmanov Z pokazatelj i Bex indeks Plodine d.d. 2007.-2016. 66