

# Vrednovanje poslovnog subjekta - primjer društva "x"

---

**Balent, Valentino**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2020**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:245015>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-27**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**VALENTINO BALENT**

Vrednovanje poslovnog subjekta – primjer društva  
„X“

Diplomski rad

Pula, 2020.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**VALENTINO BALENT**

Vrednovanje poslovnog subjekta – primjer društva  
„X“

Diplomski rad

**JMBAG:0303057469, redoviti student**

**Studijski smjer: Financijski management**

**Predmet: Strateško računovodstvo**

**Znanstveno područje: društvene znanosti**

**Znanstveno polje: ekonomija**

**Znanstvena grana: računovodstvo**

**Mentor: prof.dr.sc. Robert Zenzerović**

Pula, 9. srpnja 2020.



## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani Valentino Balent, kandidat za magistra poslovne ekonomije, smjera financijski management ovime izjavljujem da je ovaj Diplomski rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Završnog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student

---

U Puli, 9. srpnja 2020. godine



## IZJAVA

### o korištenju autorskog djela

Ja, Valentino Balent dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj diplomski rad pod nazivom *Vrednovanje poslovnog subjekta – primjer društva „X“* koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama.

Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, 9. srpnja 2020. godine

Potpis

---

# SADRŽAJ

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
1.1. Definiranje problema .....	1
1.2. Ciljevi istraživanja .....	1
1.3. Metode istraživanja .....	2
1.4. Struktura diplomskog rada .....	2
<b>2. VREDNOVANJE PODUZEĆA</b> .....	<b>3</b>
2.1. Pojam vrednovanja poduzeća .....	3
2.2. Motivi za vrednovanje poduzeća .....	4
2.3. Komponente vrijednosti poduzeća .....	5
2.4. Mitovi o procijeni vrijednosti poduzeća .....	6
2.5. Problem vrednovanja i određivanja cijena .....	7
2.6. Vrijednost i koncepti vrijednosti .....	9
2.6.1. Knjigovodstvena vrijednost .....	11
2.6.2. Reprodukcijska vrijednost.....	11
2.6.3. Likvidacijska vrijednost .....	11
2.6.4. Raskomadana vrijednost .....	12
2.6.5. Tržišna vrijednost .....	12
2.6.6. Ekonomska vrijednost .....	12
2.6.7. Going - concern vrijednost.....	13
2.7. Klasifikacija metoda procijene vrijednosti poduzeća .....	13
2.7.1. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini.....	14
2.7.2. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na profitnoj snazi.....	15
2.7.3. Kombinirane metode vrednovanja poduzeća .....	16
2.8. Vrednovanje poduzeća temeljeno na multiplikatorima .....	17
2.8.1. Multiplikator P/E.....	18
2.8.2. Multiplikator P/B .....	18
2.8.3. Multiplikator P/EBIT .....	19
2.8.4. Multiplikator P/EBITDA .....	19
<b>3. ANALIZA FINACIJSKIH IZVJEŠTAJA</b> .....	<b>21</b>
3.1. Pojam i svrha analize financijskih izvještaja .....	21

3.2. Temeljni instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja .....	22
3.2.1. Komparativni financijski izvještaji i postupak horizontalne analize .....	23
3.2.2. Strukturni financijski izvještaji i postupak vertikalne analize .....	23
3.2.3 Financijski pokazatelji .....	24
3.2.3.1 .Pokazatelji likvidnosti.....	25
3.2.3.2. Pokazatelji zaduženosti .....	26
3.2.3.3. Pokazatelji aktivnosti .....	29
3.2.3.4. Pokazatelji ekonomičnosti .....	30
3.2.3.5. Pokazatelji profitabilnosti .....	31
3.3. Kralicekov DF pokazatelj .....	32
<b>4. VREDNOVANJE POSLOVNOG SUBJEKTA – PRIMJER DRUŠTVA „X“ .....</b>	<b>34</b>
4.1. Općenito o društvu „X“ .....	34
4.2. Analiza financijskih izvještaja društva „X“ .....	35
4.2.1. Horizontalna analiza bilance društva „X“ .....	36
4.2.2. Vertikalna analiza bilance društva „X“ .....	42
4.2.3. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka društva „X“ .....	46
4.2.4. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka društva „X“ .....	51
4.2.5. Analiza poslovanja društva „X“ pomoću financijskih pokazatelja .....	55
4.2.5.1. Analiza pokazatelja likvidnosti .....	55
4.2.5.2. Analiza pokazatelja zaduženosti .....	57
4.2.5.3. Analiza pokazatelja aktivnosti .....	62
4.2.5.4. Analiza pokazatelja ekonomičnosti .....	64
4.2.5.5. Analiza pokazatelja profitabilnosti .....	66
4.2.6. Kralicekov DF pokazatelj .....	69
4.3. Vrednovanje društva „X“ .....	71
4.3.1 Knjigovodstvena vrijednost društva „X“ .....	71
4.3.2. Tržišna vrijednost društva „X“ .....	72
4.3.3. Vrednovanje društva „X“ primjenom multiplikatora .....	73
4.3.3.1 Multiplikator P/E .....	73
4.3.3.2. Multiplikator P/B.....	75
4.3.3.3. Multiplikator P/EBIT .....	77
4.3.3.4. Multiplikator P/EBITDA .....	78
4.3.4. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom metode kapitalizacije dobiti .....	79

4.3.5. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom stuttgardske metode .....	82
4.3.6. Usporedba dobivenih procijenjenih vrijednosti društva „X“ primjenom odabranih metoda procijene vrijednosti .....	89
<b>5. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>90</b>
<b>POPIS LITERATURE .....</b>	<b>91</b>
<b>POPIS TABLICA I SLIKA .....</b>	<b>92</b>
<b>PRILOZI .....</b>	<b>94</b>
<b>SAŽETAK .....</b>	<b>95</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>96</b>



# 1. UVOD

## 1.1. Definiranje problema

Poduzeće kao i svaka druga roba na tržištu ima određenu vrijednost. Svrha procjene vrijednosti jest utvrđivanje vrijednosti poduzeća koje predstavlja objekt vrednovanja. Brojne su pobude poradi kojih se vrši postupak vrednovanja, ali kao jedna od najčešćih pobuda može se izdvojiti kupoprodaja poduzeća između prodavača i potencijalnog kupca. U svrhu određivanja vrijednosti poduzeća razvijene su brojne metode kojima se procjenjuje vrijednost poduzeća. U samom postupku procjene značajnu ulogu ima sam procjenitelj jer njegove procjene određenih varijabli u konačnici utječu na dobiveni rezultat. U tom kontekstu može se reći kako je postupak procjene vrijednosti u određenoj mjeri subjektivne naravi jer se procjenitelj oslanja na povijesne podatke, ali isto tako izrađuje buduće projekcije na temelju povijesnih podataka, tržišnih kretanja, ali i na temelju vlastitog iskustva. Prije samog postupka procjene vrijednost odabranog poduzeća potrebno je provesti dubinsku analizu (due diligence) koja uključuje financijsku, pravnu, tehničko – tehnološku i ostale analize rezultati kojih mogu utjecati na procjenu vrijednosti poduzeća.

## 1.2. Ciljevi istraživanja

Kao ciljevi istraživanja koji će se ostvariti ovim diplomskim radom jesu sljedeći:

- Kroz teorijski okvir prikazati problematiku vrednovanja poduzeća i klasifikaciju metoda
- Prikazati teorijski okvir problematike analize financijskih izvještaja
- Provesti analizu financijskih izvještaja na praktičnom primjeru analiziranog društva „X“
- Provesti postupak procjene vrijednosti društva „X“ kroz primjenu odabranih metoda
- Temeljem provedenog postupka procjene vrijednosti društva „X“ primjenom odabranih metoda izvesti konačni zaključak

### 1.3. Metode istraživanja

Prilikom izrade diplomskog rada korištene su sljedeće znanstvene metode:

- *Metoda klasifikacije:* primijenjena je u podijeli financijskih izvještaja kao i podjeli odabranih metoda vrednovanja društva „X“
- *Povijesna metoda:* ogleda se kroz podatke sadržane u financijskim izvještajima u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine koji služe kao temelj za provođenje financijske analize i postupka procijene vrijednosti društva „X“
- *Matematička metoda:* vidljiva je u postupku izračuna financijskih pokazatelja kao i postupku izračuna procijenjene vrijednosti društva „X“ primjenom odabranih metoda
- *Komparativna metoda:* vidljiva je kroz postupak horizontalne i vertikalne analize financijskih izvještaja društva „X“ kao i kroz postupak komparacije dobivenih procijenjenih vrijednosti društva „X“ primjenom odabranih metoda
- *Induktivna – deduktivna metoda:* zahvaljujući induktivno – deduktivnoj metodi diplomski rad poprima jednu zaokruženu cjelinu tako da je teorijska problematika vrednovanja poduzeća pokrepljena kroz primjenu na praktičnom primjeru društva „X“

### 1.4. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad podijeljen je na pet poglavlja koja zajedno čine svrhovito povezanu cjelinu. U prvom poglavlju definirana je problematika istraživanja koja će biti razložena u narednim poglavljima rada kao i ciljevi koji će biti ostvareni kroz diplomski rad. U drugom poglavlju prikazana je problematika vrednovanja poduzeća kroz teorijsko motrište te su objašnjene odabrane metode vrednovanja poduzeća koje će biti razložene na primjeru društva „X“. U trećem poglavlju prikazana je problematika analize financijskih izvještaja s teorijskog aspekta. U četvrtom poglavlju prikazan je postupak analize financijskih izvještaja i postupak procijene vrijednosti poduzeća na primjeru društva „X“ kroz odabrane metode vrednovanja. U petom poglavlju prikazan je zaključak analiziranih problematika vezanih uz analizu financijskih izvještaja i vrednovanje poduzeća primjenom odabranih metoda na primjeru društva „X“.

## 2. Vrednovanje poduzeća

### 2.1. Pojam vrednovanja poduzeća

Sagledavajući imovinu s financijskog aspekta može se utvrditi kako svaki pojavni oblik imovine bez obzira da li se radi o materijalnoj, nematerijalnoj ili financijskoj imovini ima određenu vrijednost. Jedno od temeljnih pravila uspješnog investiranja i upravljanja investicijama, razumjeti je s jedne strane samu vrijednost određene investicije, a s druge strane poznavati izvore financiranja te iste investicije. Iz navedenog može se zaključiti kako je temelj za „zdravo“ investiranje da investitor ne plaća za imovinu višu cijenu nego što ta imovina vrijedi.

Razmatrajući problematiku vrednovanja poduzeća može se reći kako vlasnik poduzeća ili pak glavni izvršni direktor s vremena na vrijeme zasigurno sam sebe priupita koliko vrijedi poduzeće koje se nalazi u njegovom vlasništvu ili pak kojim on upravlja. Iskustva iz poslovnog okružja pokazuju da i sama poduzeća kao gospodarski subjekti sve češće postaju predmetom kupoprodaje čime poduzeća predstavljaju svojevrsnu robu na tržištu koju je određena druga strana spremna kupiti po određenoj cijeni. Temeljem navedenog, vrijednost samog poduzeća ističe se kao jedan od temeljnih ciljeva njegova poslovanja pri čemu pitanje njegove vrijednosti postaje još značajnije (Orsag, 1997., str. 46.).

Cilj vrednovanja odnosno procjene vrijednosti utvrđivanje je očekivane vrijednosti imovine koja predstavlja onu cijenu po kojoj bi vlasništvo nad određenom imovinom razmijenili zainteresirani kupac i zainteresirani prodavatelj, pri čemu zainteresirani kupac nema obvezu kupiti navedenu imovinu, a zainteresirani prodavatelj nije prisiljen prodati te su oba subjekta kupoprodaje upoznati sa svim relevantnim činjenicama što znači da ne postoje asimetrične informacija između njih (Miloš Srpčić i Orešković Sulje, 2012., str. 17.).

Kada je riječ o procjenjivanju vrijednosti poduzeća, vrlo često dolazi do ispreplitanja termina vrijednosti, cijene i mogućnosti određenog subjekta da izvrši plaćanje za određeno poduzeće. Temeljem toga nužno je napraviti diferencijaciju navedenih termina koji su neophodni za razumijevanje cjelokupne problematike procesa vrednovanja poduzeća, kupoprodaje te izvođenja različitih oblika poslovnih kombinacija. Termin vrijednost označava koliko nešto vrijedi bez obzira da li je riječ o

poduzeću ili pak određenoj vrsti dobara, roba ili usluga. Vrijednost može biti objektivna mjera ako se mjeri prema nečemu sličnome s poznatom vrijednošću ili pak može biti subjektivna kao rezultat individualne korisnosti nečega za pojedinca. Termin cijena označava novčano izraženi iznos koji kupac plaća za nešto. Ovisi o vrijednosti, ali u konačnici je stvar individualnog dogovora postignut između prodavatelja i kupca u postupku kupoprodaje. Termin mogućnost nekoga da plati za nešto određuje hoće li se postupak kupoprodaje u konačnici i realizirati (Orsag, 1997., str. 46 – 47.).

U procesu vrednovanja poduzeća postoje brojni čimbenici koji utječu na vrednovanje poduzeća. Brojni od tih čimbenika subjektivne su naravi. Subjektivnost u procesu vrednovanja poduzeća rezultanta je upotrebne vrijednosti koju poduzeće ima odnosno procjeniteljeve ocjene korisnosti toga poduzeća. Unatoč postojanju subjektivnosti u procesu utvrđivanju vrijednosti poduzeća, povjerenje u procijenjenu vrijednost ovisi od povjerenja u samog procjenitelja. Shodno tome, povjerenje u procjenitelja ovisno je o ocjeni njegove stručnosti i njegove nepristranosti u samom procesu utvrđivanja vrijednosti poduzeća. Poradi navedenog, profesija procjenitelja posebno se licencira i kontinuirano podliježe postupku kontrole kako bi se povećala vjera i sigurnost subjekata u poslovnim aktivnostima vezanim uz vrijednost poduzeća (Orsag, 1997., str. 47.).

## **2.2. Motivi za vrednovanje poduzeća**

Postoje mnogobrojni motivi za vrednovanje poduzeća odnosno vrednovanje imovine koje poduzeće posjeduje. Shodno tome, motiv za vrednovanje poduzeća odnosno njegove imovine može poteći iz potrebe samog poduzeća, sadašnjih i potencijalnih budućih vlasnika poduzeća kao i brojnih drugih zainteresiranih strana. Neki od najčešćih motiva za vrednovanje poduzeće jesu (Orsag, 1997., str. 49.):

- Kupoprodaja poduzeća, dijela poduzeća ili vlasničke glavnice poduzeća
- Fuzija (pripajanje) poduzeća
- Razgolićavanje poduzeća
- Kriza poduzeća i njezino rješavanje
- Legalne potrebe
- Osiguranje imovine, kredita i sl.

- Sudski sporovi i rješenja
- Fiskalne potrebe

Različiti motivi za vrednovanje poduzeća rezultiraju primjenom različitih metoda i koncepata koji se primjenjuju prilikom utvrđivanja vrijednosti. Prilikom utvrđivanja vrijednosti u svrhu preuzimanja prevladavat će koncepti ekonomske i netounovčive vrijednosti – tržišne tj. likvidacijske. Za svrhu osiguranja imovine procjenjivat će se vrijednost same imovine uzimajući u obzir tržišnu vrijednost imovine, ali isto tako i želju osiguranika u svezi s osiguranom vrijednošću. Prilikom procjene vrijednosti za svrhu osiguranja kredita primijenit će se procjena imovine koja se daje kao jamstvo odnosno kolateral po nižoj vrijednosti od tekuće tržišne vrijednosti (Orsag, 1997., str. 49.).

### **2.3. Komponente vrijednosti poduzeća**

Vrijednost svakog poduzeća bez obzira na njegovu veličinu sačinjena je od tri temeljne komponente (Orsag, 1997., str. 65.):

1. Što poduzeće posjeduje,
2. Što poduzeće zarađuje, i
3. Što poduzeće čini jedinstvenim.

Svako poduzeće posjeduje određenu vrstu imovine koju koristi u svom poslovanju u cilju ostvarivanja budućih ekonomskih koristi. Imovina poduzeća može se diferencirati na dugotrajnu i kratkotrajnu imovinu odnosno na osnovna te obrtna sredstva. Agregatna vrijednost pojedinog imovinskog oblika imovine koju poduzeće posjeduje evidentirana je u aktivi bilance. Detaljnije informacije o imovini poduzeća moguće je pronaći u analitičkim evidencijama dugotrajne i kratkotrajne imovine. Slijedom izloženog, bilanca kao jedan od temeljnih financijskih izvještaja čini početnu točku za vrednovanje imovine koju određeno poduzeće posjeduje.

Poduzeće ostvaruje zaradu odnosno profit obavljanjem svojih poslovnih aktivnosti. U tom kontekstu, zarade mogu se promatrati kao profiti poduzeća ili pak kao njegovi novčani tokovi. Profiti i novčani tokovi koje je poduzeće ostvarivalo u prethodnim izvještajnim razdobljima mogu se promatrati kroz izvještaj o dobiti ili račun

dobiti i gubitka. Temeljem navedenog, izvještaj o dobiti služi kao ishodišna točka za postupak vrednovanja zarada određenog poduzeća.

Svako poduzeće koje posluje unutar određenog gospodarskog sustava jedinstveno je i unikatno. Čimbenici koji određuju jedinstvenog poduzeća istovremeno definiraju i stupanj rizika ulaganja u takvo poduzeće. Nasuprot tome, unikatnost pojedinog poduzeća u usporedbi s njegovim određuje i poželjnost za ulaganje u poslovanje navedenog poduzeća od strane potencijalnih investitora. U konačnici unikatnost poduzeća odražava se kroz različite rizike i poželjnosti s jedne strane na vrijednost imovine poduzeća, a s druge strane na vrijednost zarada koje poduzeće ostvaruje (Orsag, 1997., str. 65.).

Svaka od navedenih komponenti ima određenu vrijednost. Isključivo uvažavanjem svih triju komponenti vrijednosti poduzeća i njihove međusobne međuzavisnosti može rezultirati vrijednošću koja se može ocijeniti kao fer i koja kao takva može predstavljati relevantnu polaznu osnovu za pregovaranje o kupoprodaji poduzeća. Temeljem navedenog važno je naglasiti kako je potrebno vrednovati s jedne strane imovinu, a s druge strane profitnu snagu poduzeća pri čemu je potrebno uzeti u obzir rizik koji proizlazi iz držanja imovine i ostvarivanja profita (Orsag, 1997., str. 66.).

#### **2.4. Mitovi o procijeni vrijednosti poduzeća**

S obzirom na sve veći značaj procijene vrijednosti poduzeća u literaturi spominju se i mitovi o procijeni vrijednosti poduzeća. Neki od najčešćih mitova vezanih uz procjenu vrijednosti jesu:

a.) *Procjena vrijednosti je objektivna.* Unatoč činjenici što su modeli koji se upotrebljavaju za procjenu vrijednosti u većini slučajeva kvantitativni, ulazne varijable koje se uključuju u sam model u većini slučajeva rezultanta su subjektivne procijene procjenitelja. Shodno tome, dobivena procijenjena vrijednost u velikom stupnju počiva na subjektivnim procjenama. Kako bi se navedene predrasude minimizirale, nužno je suzdržavanje od bilo kakvog oblika javnog izricanja mišljenja o vrijednosti prije nego li je cjelokupni proces procjene vrijednosti dovršen. Isto tako, potrebno je minimizirati vlastiti interes vezan uz precijenjenost ili podcijenjenost procjenjivanog poduzeća na najnižu moguću razinu.

b.) *Procjena vrijednosti je bezvremenska.* Rezultat dobiven primjenom modela za procjenu vrijednost poduzeća pod utjecajem je kako tržišnih informacija tako i informacija vezanih uz samo poduzeća koje je objekt procijene vrijednosti. Nove informacije kontinuirano dolaze na financijsko tržište što izravno utječe na procijenjenu vrijednost. Shodno tome, procjena vrijednosti vrlo brzo zastarijeva i potrebno ju je periodično ažurirati aktualnim podacima.

c.) *Kvalitetna procjena rezultira preciznom vrijednošću.* Bez obzira na kvalitetu i preciznost obavljenog procesa procjene vrijednosti, u svakom slučaju postojat će određeni stupanj nesigurnosti u svezi s konačnim dobivenim rezultatom. Nesigurnost je u prvom redu vezana uz pretpostavku o budućem poslovanju poduzeća koje je objekt procjene kao i o budućem kretanju gospodarstva na makroekonomskoj razini.

d.) *Veći stupanj kvantitete modela rezultira boljom procjenom.* Iskoristivost pojedinog modela za procjenu vrijednost poduzeća u prvom je redu rezultanta truda i vremena koje je uloženu u kreaciju samog modela. Što je više vremena utrošeno u prikupljanje potrebnih podataka i upoznavanje i razumijevanje procjenjivanog poduzeća to je veća kvaliteta procijenjene vrijednosti.

e.) *Tržište je u većini slučajeva u krivu.* Ako dobivena procijenjena vrijednost u značajnijem stupnju odstupa od tržišne, tada su moguća samo dva ishoda – ili je tržište ili procjena u krivu. Ako dođe do takve situacije, potrebno je krenuti pretpostavkom da je tržište u pravu te samim time pronaći uvjerljive argumente da je vlastiti model za procjenu vrijednosti prikladniji.

f.) *Važan je isključivo produkt procjene – vrijednost.* Iako je temeljni cilj cjelokupnog procesa procjene, procijenjena vrijednost, važno je istaknuti da se ne smije zanemariti cjelokupni proces koji prethodi procijenjenoj vrijednosti. Naime, i sam proces procjene vrijednost može iznjedrati čitav niz relevantnih informacija u poduzeću koje je objekt procjene kao i informacije o osnovnim izvorima vrijednosti (Miloš Srpčić i Orešković Sulje, 2012., str. 18. – 19.).

## **2.5. Problem vrednovanja i određivanja cijena**

Proces vrednovanja poduzeća subjektivne je naravi. Subjektivnost proizlazi iz činjenice što ne postoji objektivna mjera pod koju bi se moglo svesti veliki broj varijabli o kojima u konačnici ovisi utemeljenost vrijednosti poduzeća od strane procjenitelja.

Vrednovanje brojnih poslovnih učinaka kao i druge projekcije koje obavlja procjenitelj počivaju na procjenama. Budući da se radi o projekcijama uvijek je prisutan rizik neostvarivanja određene projicirane varijable u budućnosti. Čak i prilikom procjenjivanja temeljem najobjektivnijeg činitelja vrijednosti poduzeća – imovine, konačne procijenjene vrijednosti mogu rezultirati različitim dobivenim novčanim iznosima. Vrlo često u procesu vrednovanja upotrebljavaju se komparacije, ali one ne osiguravaju dovoljan stupanj objektivnosti. Prilikom procjene vrijednosti nekretnina, a posebice onih rezidencijalnog karaktera, dobro je koristi komparacija s tekućim prodajnim cijenama nekretnina sličnog karaktera, posebice u uvjetima kada je tržište nekretnina organizirano i transparentno. Isto tako, komparacija može se upotrebljavati i pri procjeni vrijednosnih papira koji kotiraju na organiziranim financijskim tržištima. Međutim, potrebno je naglasiti kako komparaciju u ovom slučaju ne pruža sigurni temelj za vrednovanje poduzeća, posebice privatno držanih (Orsag, 1997., str. 50.).

Prilikom sagledavanja položaja prodavatelja i potencijalnog kupca, lako se može zaključiti kako prodavatelj ima daleko veća saznavanja o ekonomskoj vrijednosti kao i daleko širi spektar informacija na raspolaganju u odnosu na potencijalnog kupca. Unatoč činjenici što značajni dio tih spoznaja je subjektivne prirode, prodavatelj je u mogućnosti preciznije odrediti vrijednost poduzeća u odnosu na potencijalnog kupca. Naspram navedenog, potencijalni kupac poduzeća je strana koju u kupoprodajnom procesu treba uvjeriti u realnost i objektivnost ponuđene vrijednosti poduzeća. Realizacija procesa kupoprodaje u velikoj mjeri ovisi o određivanju preliminarnih prodajnih cijena poduzeća koje će kasnije poslužiti kao temelj za pregovore oko postizanja konačne kupoprodajne cijene. Ukoliko se cijene odrede na preniskoj razini to za prodavatelja može rezultirati stvarnim gubitkom novca, dok previsoko određene cijene u većini će slučajeva rezultirati nemogućnošću dogovora o kupoprodajnoj cijeni jer će one biti obeshrabrujuće za potencijalnog kupca (Orsag, 1997., str. 51.).

Problemi vrednovanja poduzeća pored navedenog, povezani su i s njegovim pravnim organizacijskim oblikom. U svezi toga, javljaju se i problemi procjene koji su povezani sa samim načinom kupnje poduzeća. Kupuje li se imovina ili pak struktura kapitala samog poduzeća. Osim toga, javlja se i problem kojim je vezan uz visinu udjela u vlasništvu poduzeća koje je predmet kupoprodaje (većinski ili manjinski udjel). Pored izloženih problema, mogu se istaknuti problemi koji proizlaze iz tretmana nepotrebne imovine koje posjeduje poduzeće koje je predmet procjene (Orsag, 1997., str. 51.).



Ukoliko je predmet kupoprodaje imovina poduzeća, procjenjuje se bruto vrijednost poduzeća poradi toga što će se dugovi poduzeća podmiriti iz primljenog novca od kupoprodaje temeljem strukture kapitala poduzeća u slučaju likvidacije poduzeća ili pak u situaciji nastavka poslovanja takvog poduzeća. Ukoliko se radi o kupnji vlasničke glavnice poduzeća ili njezinog komponiranja u vlasničku glavnica poduzeća preuzimatelja, primjenjuje se neto vrijednost poduzeća jer će stečena glavnica biti nositelj odgovornosti za podmirenje preuzetih dugova poduzeća koje nastavlja poslovanje s identičnom strukturom glavnice koja je u tom slučaju pod kontrolom novog vlasnika tj. poduzeća preuzimatelja (Orsag, 1997., str. 52.).

## **2.6. Vrijednost i koncepti vrijednosti**

Vrijednost se u najširem smislu može definirati kao „temeljno svojstvo robe (poduzeća kao robe) da se u određenom odnosu može zamijeniti za neku drugu robu, odnosno novac“ (Perić, 2005., str. 34.). Temeljem navedene definicije može se zaključiti kako je vrijednost nerazdvojivo vezan uz razmjenu odnosno tržište koje svojim mehanizmima jedino daje točnu veličinu vrijednosti.

Termin vrijednost u ekonomskom terminu nije jasno definirana veličina i vrijednosti se može pristupiti s dva motrišta – objektivnog i subjektivnog. Objektivno motrište pretpostavlja da je vrijednost objektivna veličina koja se temelji na količini potrebnog rada za proizvodnju proizvoda i usluga. Subjektivno sagledavanje vrijednost određeno je korisnošću dobara i usluga za pojedince u uvjetima oskudnosti u kojima racionalni pojedinci odnosno potrošači nastoje maksimalizirati ukupnu korisnost prema svojim krivuljama indiferencije (Orsag, 1997., str. 13.).

Vrijednost poduzeća teško je određiva veličina. Mogućnost spoznaje određenih standardnih vrijednosti određenog poduzeća nastaje tek kada se postigne konačni dogovor o njegovoj kupoprodaji između strana – prodavatelja i kupca. Temeljem navedenog, utvrđivanje vrijednosti poduzeća čiji vrijednosni papiri kotiraju na aktivnom uređenom tržištu je mnogo jednostavnije od utvrđivanja vrijednosti privatno držanih poduzeća. Unatoč postojanju različitih pristupa utvrđivanju vrijednosti poduzeća, može se utvrditi da postoje dva temeljna pristupanja vrijednosti poduzeća: 1. utvrđivanje vrijednosti imovine koju poduzeće posjeduje ili 2. utvrđivanje vrijednosti strukture kapitala poduzeća (Perić, 2005., str. 35.).

Razmatranjem imovine s motrišta procesa vrednovanja podrazumijeva da je imovina profitabilna što znači da su određeni oblici imovine kroz svoju profitabilnu upotrebu u stanju odbacivati buduće ekonomske koristi. Buduće ekonomske koristi mjere se veličinama budućih novčanih tokova koji nastaju kao rezultanta korištenja profitabilne imovine. Emisijom financijske imovine na financijskom tržištu, poduzeće dolazi do potrebnih realnih imovinskih oblika. Navedena financijska imovina odnosi se na vrijednosne papire, bilo vlasničke ili dužničke koji predstavljaju dio financijske strukture. Shodno tome, logično je pristupiti vrednovanju poduzeća i temeljem vrednovanja njegove strukture kapitala (Perić, 2005., str. 36.).

Kako su i sama poduzeća često predmetom prodaje, a posebice instrumenti financiranja javnih dioničkih poduzeća s aktivnim tržištima, postavlja se pitanje o podudarnosti te vrijednosti s vrijednošću imovine koju koriste ta poduzeća. Navedene dvije vrijednosti podudarale bi se isključivo u uvjetima postojanja savršenog financijskog tržišta. Međutim, u praksi vrijednost imovine poduzeća i vrijednost poduzeća kao jedne cjeline u većini slučajeva će se razlikovati. Razlog nepodudarnosti navedene dvije vrijednosti leži u činjenici da je vrijednost poduzeća kao cjeline određena načinom korištenja kombinacije imovine koju poduzeće koristi u svom poslovanju, kao i specifičnostima poduzeća koje ga čine jedinstvenom i unikatnom jedinkom na tržištu, a koje se u konačnici reflektiraju na rizike investiranja u takvo poduzeće. Razloženi dualitet vrijednosti poduzeća sugerira na kompleksnost njezinog utemeljenja, kao i na različite moguće pristupe u samom vrednovanju poduzeća koji svoj puni izraz dobivaju u brojnosti metoda koje se koriste za procjenu vrijednosti poduzeća (Orsag, 1997., str. 15.).

U postupcima vrednovanja poduzeća uobičajeno se polazi od osnovnih koncepata vrijednosti. Najvažniji koncepti vrijednosti, uključujući temeljne i izvedene koncepte vrijednosti poduzeća jesu (Perić, 2005., str. 51.):

- Knjigovodstvena vrijednost
- Reprodukcijska vrijednost
- Likvidacijska vrijednost
- Raskomadana vrijednost
- Tržišna vrijednost
- Ekonomska vrijednost
- Going – concern vrijednost

### **2.6.1. Knjigovodstvena vrijednost**

Knjigovodstvena vrijednost jednaka je razlici između knjigovodstvene vrijednosti ukupne imovine tj. aktive i knjigovodstvene vrijednosti obveza (dugoročnih i kratkoročnih).

Knjigovodstvo pruža jedne od najpouzdanijih podataka vezane uz poslovanje poduzeća. Naime, knjigovodstvo temeljem knjigovodstvene vrijednosti evidentira stanje ključnih računovodstvenih kategorija u koje se ubrajaju imovina, kapital, obveze, prihodi, rashodi te ostvareni financijski rezultat. Podaci koje pruža knjigovodstvo javno su dostupni svim zainteresiranim korisnicima te se periodički kontroliraju od strane neovisnih i nepristranih subjekata tj. ovlaštenih revizora. Shodno razloženom, može se zaključiti kako je knjigovodstvena vrijednost prva aproksimacija vrijednosti imovine, odnosno cijelog poduzeća (Perić, 2005., str. 51.).

### **2.6.2. Reprodukcijska vrijednost**

Koncept reprodukcijske vrijednosti predstavlja derivat koncepta knjigovodstvene vrijednosti. Izvodi se na temelju vrijednosti koja se prosuđuje temeljem novčanih iznosa koji bi bili potrebni da se zamjeni postojeća stalna odnosno dugotrajna imovina poduzeća s potpuno istim imovinskim oblicima. Dakle, riječ je o zamjenskim troškovima postrojenja i opreme, strojeva, zgrada i sl. Ključna razlika između knjigovodstvene i reprodukcijske vrijednosti počiva na tome da reprodukcijska vrijednost uzima u obzir procijenjene nove troškove koji bi bili potrebni za zamjenu postojećih osnovnih sredstava dok knjigovodstvena vrijednost uzima u obzir povijesne troškove (Perić, 2005., str. 52.).

### **2.6.3. Likvidacijska vrijednost**

Likvidacijska vrijednost je vrijednost koju će realizirati financijeri poduzeća iz likvidacijske mase stvorene prodajom poduzeća, njegovih dijelova, odnosno njegove imovine. Dakle, to je vrijednost koja ostaje od likvidacijske mase koju će primiti vlasnici nakon podmirenja administrativnih troškova likvidacije, obveza prema poreznom

organu i potraživanja vjerovnika. Temeljem navedenog može se zaključiti kako je koncept likvidacijske vrijednosti poduzeća karakterističan za poduzeća koja se nalaze u krizi pa samim time ne može predstavljati temelj za procjenu vrijednosti takvog poduzeća (Perić, 2005., str. 52.).

#### **2.6.4. Raskomadana vrijednost**

Koncept raskomadane vrijednosti vezan je uz aktivnosti preuzimanja poduzeća i postupcima restrukturiranja poduzeća. Ishodište pronalazi u pretpostavci da kombinirana ekonomska vrijednost pojedinačnih dijelova složenog poduzeća premašuje vrijednost poduzeća kao cjeline poradi neodgovarajućeg upravljanja u prošlosti ili poradi neprepoznavanja tekućih tržišnih oportuniteta (Perić, 2005., str. 52.).

#### **2.6.5. Tržišna vrijednost**

Tržišna ili fer vrijednost je vrijednost po kojoj bi se izvršio kupoprodajni proces određene imovine između zainteresiranih strana odnosno prodavatelja i potencijalnog kupca pod pretpostavkom da niti jedna strana nije prisiljena kupiti odnosno prodati imovinu koja je predmet kupoprodaje. Tržišna vrijednost usmjerena je na sadašnjost. U slučaju primjene navedene definicije na poduzeće kao imovinu tada bi tržišna ili fer vrijednost pretpostavljala vrijednost ostvarenu u trenutku njegove kupoprodaje pod pretpostavkom kotacije njegovih instrumenata financiranja na uređenom i transparentnom tržištu kapitala (Miloš Srpčić i Orešković Sulje, 2012., str. 24.).

Sukladno razloženom, važno je naglasiti kako tržišna vrijednost ne predstavlja realnu mjeru vrijednosti poduzeća jer ona nastaje kao rezultanta procesa kupoprodaje odnosno nadmetanja između prodavatelja i kupca.

#### **2.6.6. Ekonomska vrijednost**

Koncept ekonomske vrijednosti temelji se na sposobnosti određenog oblika imovine, tražbina prezentiranih u vrijednosnim papirima ili pak, poduzeća kao cjeline

da njegovom vlasniku ili vlasnicima, u budućnosti osigura struju čistih novčanih tokova nakon oporezivanja (Orsag, 1997., str. 24.).

U konceptu ekonomske vrijednosti dolazi do izražaja međuovisnost rizika i profitabilnosti jer se buduća struja čistih novčanih tokova svodi preko oportunitetnog troška ulaganja novca tj. diskontne stope na sadašnju vrijednost. Shodno tome, može se reći da ekonomska vrijednost bilo kojeg ekonomskog dobra predstavlja iznos novca koji je investitor spreman platiti za takvo dobro u sadašnjosti kao zamjenu za očekivane buduće novčane tokove (Perić, 2005., str. 53.).

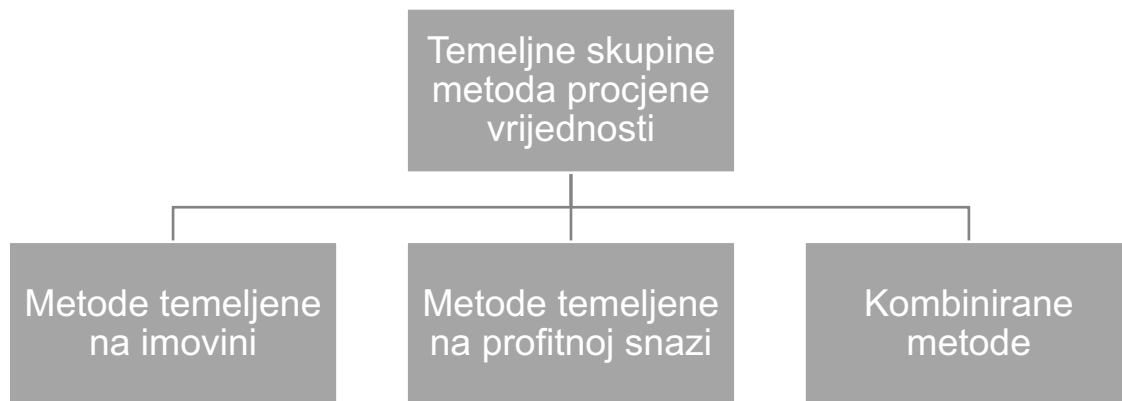
### **2.6.7. Going – concern vrijednost**

Going – concern vrijednost predstavlja varijantu koncepta ekonomske vrijednosti. Koncept je vrednovanja poduzeća i njegovih instrumenata financiranja za profitabilna poduzeća uz postojanje pretpostavke vremenski neograničenog poslovanja. To znači da se utvrđuje vrijednost poduzeća koje ima svoje mjesto, izgrađenu i razvijenu organizacijsku funkcionalnost i mogućnost za daljnje uspješno poslovanje. Najbliži je koncept realnoj procjeni vrijednosti poduzeća, te se može primijeniti isključivo na stabilna poduzeća (Perić, 2005., str. 53.).

### **2.7. Klasifikacija metoda procjene vrijednosti poduzeća**

Općenito, može se reći kako ne postoji jedinstvena klasifikacija metoda procjene vrijednosti poduzeća. Jedna od najčešćih klasifikacija metoda utemeljena je na dva moguća pogleda na vrijednost poduzeća. Prvi pogled odnosi se na vrijednost imovine koju poduzeće posjeduje, a drugi pogled odnosi se na profitnu snagu poduzeća. Shodno tome, metode za procjenu vrijednosti klasificiraju se na metode koje se temelje na vrijednosti imovini koju poduzeće posjeduje i metode koje se temelje na vrijednosti profitne snage poduzeća kao cjeline. Pored navedenih dviju klasifikacija, može se pridodati i treća klasifikacija metoda za procjenu vrijednosti poduzeća koja obuhvaća kombinirane metode koje kombiniraju dva moguća pogleda na vrijednost poduzeća (Orsag, 1997., str. 70.).

Slika 1. Temeljna klasifikacija metoda procjene vrijednosti poduzeća



Izvor: Orsag, S., Vrednovanje poduzeća, Zagreb, Infoinvest, 1997., str. 70

### 2.7.1. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini

Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini procjenjuju poduzeće kao skup imovinskih oblika koje ono posjeduje. Još se nazivaju i statičke metode procjene vrijednosti poduzeća. Vrijednost poduzeća kao cjeline određena je sumom vrijednosti svih pojedinačnih imovinskih oblika. Metode temeljene na imovini u prvom redu okrenute su prema sadašnjosti. Najveći dio imovine koju poduzeće posjeduje sastoji se od tzv. dodirljive imovine pa stoga metode temeljene na imovine pružaju određeni stupanj objektivnosti. Polazna točka procjene vrijednosti imovine poduzeća je izvještaj o financijskom položaju ili bilanca. Metode procjene temeljene na imovini jesu (Orsag, 1997., str. 76.):

- Knjigovodstvena vrijednost
- Neto unovčiva vrijednost
  - Tržišna
  - Likvidacijska
- Reprodukcijska vrijednost
- Ekonomska vrijednost

## 2.7.2. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na profitnoj snazi

Za razliku od metoda vrednovanja poduzeća temeljenih na imovini koje odgovaraju na pitanje što poduzeće posjeduje, metode vrednovanja temeljene na profitnoj snazi odgovaraju na pitanje što poduzeće zarađuje. Još se nazivaju dinamičkim metoda procjene vrijednosti. Prilikom vrednovanja zarada potrebno je uzeti u obzir rizik njihovog ostvarivanja. U središtu metoda temeljenih na profitnoj snazi nalaze se ostvarene zarade i novčani tokovi te mogućnost ostvarivanja zarada i budućih čistih novčanih tokova. Snaga ovih metoda proizlazi iz koncepta ekonomske vrijednosti i uvažavanja međuovisnosti rizika i profitabilnosti. Polazište metoda temeljenih na profitnoj snazi je izvještaj o dobiti odnosno račun dobiti i gubitka (Orsag, 1997., str. 105.).

Metode temeljene na profitnoj snazi poduzeća nastoje procijeniti vrijednost poduzeća na temelju profita predstavljenog zaradama (dobiti) ili novčanim tokovima koje je poduzeće u stanju generirati za svoje vlasnike u budućnosti. Ključni koncept za vrednovanje poduzeća temeljem njegove profitne snage jest ekonomski koncept vrijednost. Međutim, važno je naglasiti kako se za poduzeća čije su dionice uvrštene na organiziranim i uređenim tržištima, mogu upotrebljavati i metode procjene tržišne vrijednosti njihovih dionica koje se oslanjaju na temeljne tržišne pokazatelja za poduzeće (Perić, 2005., str. 110.).

Metode koje se upotrebljavaju za procjenu vrijednosti poduzeća, a koje se temelje na njegovoj profitnoj snazi jesu (Orsag, 1997., str. 106.):

- Metoda toka zarada
- Metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova
- Metoda tržišne kapitalizacije
- Metoda sadašnje vrijednosti budućih dividendi

### 2.7.3. Kombinirane metode vrednovanja poduzeća

Kombinirane metode procijene vrijednosti poduzeća nastoje pronaći srednji put između metoda koje se temelje na vrijednosti poduzeća kao zbroja vrijednosti njegove imovine i metoda koje se temelje na profitnoj snazi poduzeća. Osnovni razlog kreacije brojnih kombiniranih metoda procjene vrijednosti poduzeća je nemogućnost stvaranja objektivnog mišljenja o dominaciji jedne od temeljnih skupina metoda procjene vrijednosti poduzeća, odnosno šire, nemogućnost dominacije određenog koncepta vrijednosti za sve slučajeve vrednovanja poduzeća kao unikatnog i jedinstvenog poslovnog sustava. Korištenje kombiniranog odnosno srednjeg pristupa vrednovanju poduzeća može se shvatiti kao kompromis koji je veoma sličan pregovorima prodavatelja i kupca koji raspoložu s različitim spoznajama o poduzeću oko određivanja konačne kupoprodajne cijene poduzeće. Potencijalni kupac poduzeća ograničen je samo na vanjske čimbenike vrijednosti poduzeća dok su nasuprot tome prodavatelju na raspolaganju brojne unutarnje informacije koje mu omogućavaju znatno širi opseg informacija o vrijednosti poduzeća. Temeljem navedenog, potencijalnom kupcu mnogo je bliža i prepoznatljiva vrijednost imovine poduzeća dok je istovremeno prodavatelju bliža profitna snaga poduzeća (Orsag, 1997., str. 144.).

Razvoj kombiniranih metoda vrednovanja poduzeća određen je i subjektivnošću samog procesa vrednovanja. Iz subjektivizma procesa vrednovanja poduzeća izvodi se rizik donošenja odluka na temelju utemeljene vrijednosti. Povezivanjem sadašnjosti odnosno onoga što poduzeće posjeduje u određenom trenutku sa „sutrašnjosti“ odnosno onoga što će poduzeće zaraditi u budućnosti rezultira dobivanjem raznih vrijednosti poduzeća koje je predmet procjene što u konačnici rezultira postizanjem većeg stupnja vjere u ekonomsku utemeljenost procjene čime se izravno smanjuje i rizik poradi postojanja većeg opsega informacija. Shodno tome, povećava se i stupanj spoznaje korisnika procjene kao i stupanj procjene procjenitelja (Orsag, 1997., str. 145.).

Kombinirane metode vrednovanja poduzeća mogu se klasificirati u tri osnovne skupine (Orsag, 1997., str. 147.):

- METODE SREDNJE VRIJEDNOSTI
  - Metoda jednostavne sredine
  - Metode vagane sredine



- INTEGRATIVNE METODE
  - Metoda kapitalizacije ekstra zarada
  - Metoda procjene goodwilla
  - Metoda neposrednog otpisa vrijednosti imovine
  - Stuttgardska metoda
- METODE INDIREKTOG KOMBINIRANJA
  - Metoda kopiranih troškova

## **2.8. Vrednovanje poduzeća temeljeno na multiplikatorima**

U posljednje vrijeme jedan od najraširenijih pristupa vrednovanju poduzeća je vrednovanje temeljeno na bazi usporedbe tvrtkinih pokazatelja s odgovarajućim tržišnim pokazateljima. Ključna prednost ovog pristupa je u jednostavnosti postupka vrednovanja kao i lakoća izračunavanja. Međutim, važno je naglasiti kako vrednovanje pomoću multiplikatora zahtjeva visok stupanj opreznosti poradi činjenice što se poduzeća međusobno razlikuju po veličini, perspektivi budućeg rasta, opsegu ponude i potražnje, vlasničkoj strukturi, rizicima kojima su suočeni u poslovanju, stupnju profitabilnosti i likvidnosti i sl. (Kolačević i Hreljec, 2012., str. 323.)

Ključni dio procesa vrednovanja temeljenog na multiplikatorima je definiranje uzorka poduzeća koja po svojim karakteristikama nalikuju poduzeću koje se vrednuje. Shodno tome može se reći kako je pristup vrednovanju poduzeća temeljen na multiplikatoru jednostavan, jasan i vrlo lako primjenjiv u širokoj upotrebi. Nedostatak ovog pristupanju vrednovanja poduzeća leži u tome da i kada se uspije kreirati uzorak sličnih reprezentativnih poduzeća da još uvijek postoje razlike između poduzeća koja su odabrana u uzorak i poduzeća koje predstavlja predmet vrednovanja (Kolačević i Hreljec, 2012., str. 323.).

Najčešće korišteni multiplikatori usporedivih poduzeća ili tržišnih multiplikatora su (Miloš Srpcić i Orešković Sulje, 2012., str. 159.):

- Cijena dionice / Neto dobit po dionici (P/E)
- Cijena dionice / Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice po dionici (P/B)
- Vrijednost poduzeća / EBIT
- Vrijednost poduzeća / EBITDA

### 2.8.1. Multiplikator P/E

Multiplikator P/E (*price-to-earnings ratio*) predstavlja omjer tržišne kapitalizacije i neto dobiti poduzeća odnosno omjer cijene po dionici i dobiti po dionici (*earnings per share* – EPS). Navedeno može se izraziti sljedećom formulom:

$$P/E = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto dobit}} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Neto dobit po dionici}}$$

pri čemu tržišna kapitalizacija predstavlja umnožak cijene dionice i broja emitiranih dionica, a cijena dionice predstavlja tržišnu cijenu dionice, dakle cijenu ostvarenu kupoprodajom dionice na tržištu (Miloš Srpčić i Orešković Sulje, 2012., str. 159.).

Primjenom odnosa cijene i dobiti po dionici (P/E), može se izračunati vrijednost dioničke glavnice promatranog poduzeća na sljedeći način:

$$V_E = \left(\frac{P}{E}\right)_{\text{usporedivog poduzeća}} \times \text{neto dobitak vrednovanog poduzeća}$$

pri čemu VE označava vrijednost dioničke glavnice, a P/E omjer predstavlja odnos između cijene i dobiti po dionici. Kako bi se dobila procijenjena vrijednost poduzeća, dobivenu vrijednost dioničke glavnice potrebno je uvećati za vrijednost neto duga (Kolačević i Hreljec, 2012., str. 324.).

### 2.8.2. Multiplikator P/B

Multiplikator P/B (*price to book ratio*) izračunava kao omjer između tržišne kapitalizacije odnosno cijene dionice s knjigovodstvenom vrijednošću obične glavnice poduzeća (Miloš Srpčić i Orešković Sulje, 2012., str. 161.). Navedeno se može iskazati sljedećom formulom:

$$P/B = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice}}$$

Primjenom multiplikatora P/B može se izračunati procijenjena vrijednost dioničke glavnice poduzeća na sljedeći način:

$$V_E = \left(\frac{P}{B}\right)_{\text{usporedivog poduzeća}} \times \text{knjigovodstvena vrijednost obične glavnice vrednovanog poduzeća}$$

pri čemu  $V_E$  predstavlja vrijednost dioničke glavnice poduzeća, a koja se dobiva kao umnožak između omjera cijene dionice s knjigovodstvenom vrijednošću obične glavnice usporedivog poduzeća i knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice vrednovanog poduzeća (Kolačević i Hreljec, 2012., str. 326.).

### 2.8.3. Multiplikator P/EBIT

Multiplikator P/EBIT izračunava se kao omjer između vrijednosti poduzeća i dobiti prije kamata i poreza (engl. Earnings before interest and taxes – EBIT). Navedeni multiplikator često je korišten u industrijama koje kapitalne investicije koriste radi održavanja postojeće imovine te kod kojih su one približno jednake amortizaciji (Miloš Srpčić i Orešković Sulje, 2012., str. 161.).

Procjena vrijednosti poduzeća primjenom multiplikatora P/EBIT može se izraziti sljedećom jednadžbom:

$$VF = \left(\frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{EBIT}\right)_{\text{usporedivog poduzeća}} \times EBIT_{\text{vrednovanog poduzeća}}$$

Vrijednost poduzeća jednaka je zbroju tržišne vrijednosti obične glavnice, tržišne vrijednosti neto duga, nekontrolirajućih interesa i ostalih prava.

### 2.8.4. Multiplikator P/EBITDA

Multiplikator P/EBITDA izračunava se kao omjer između vrijednosti poduzeća i dobiti prije kamata, poreza i amortizacija (engl. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization – EBITDA) (Miloš Srpčić i Orešković Sulje, 2012., str. 161.).

Procjena vrijednosti poduzeća primjenom P/EBITDA multiplikatora može se izraziti sljedećom jednažbom:

$$VF = \left( \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{EBITDA}} \right)_{\text{usporedivog poduzeća}} \times \text{EBITDA}_{\text{vrednovanog poduzeća}}$$

### **3. Analiza financijskih izvještaja**

#### **3.1. Pojam i svrha analize financijskih izvještaja**

U svrhu osiguravanja uvjeta koji su neophodni za razvoj poduzeća i njegov opstanak na tržištu, pretpostavlja se upravljanje poslovanjem i razvojem. U svezi s navedenim ističe se značaj analize poslovanja čiji su konačni produkti informacije koje su neophodne za upravljanje. U cjelovitoj analizi poslovanja naglasak je na obuhvatu svih relevantnih podataka i informacija bez obzira da li je riječ o vrijednosnim odnosno novčanim vrijednostima ili pak količinskim (naturalnim) podacima i informacijama. Suprotno navedenom, analiza financijskih izvještaja usmjerena je u prvom redu na vrijednosne ili novčane podatke i informacije. Shodno navedenom, može se zaključiti kako je analiza financijskih izvještaja orijentirana na kvantitativne financijske informacije poradi čega se često naziva i financijskom analizom (Žager i Žager, 1999., str. 156.).

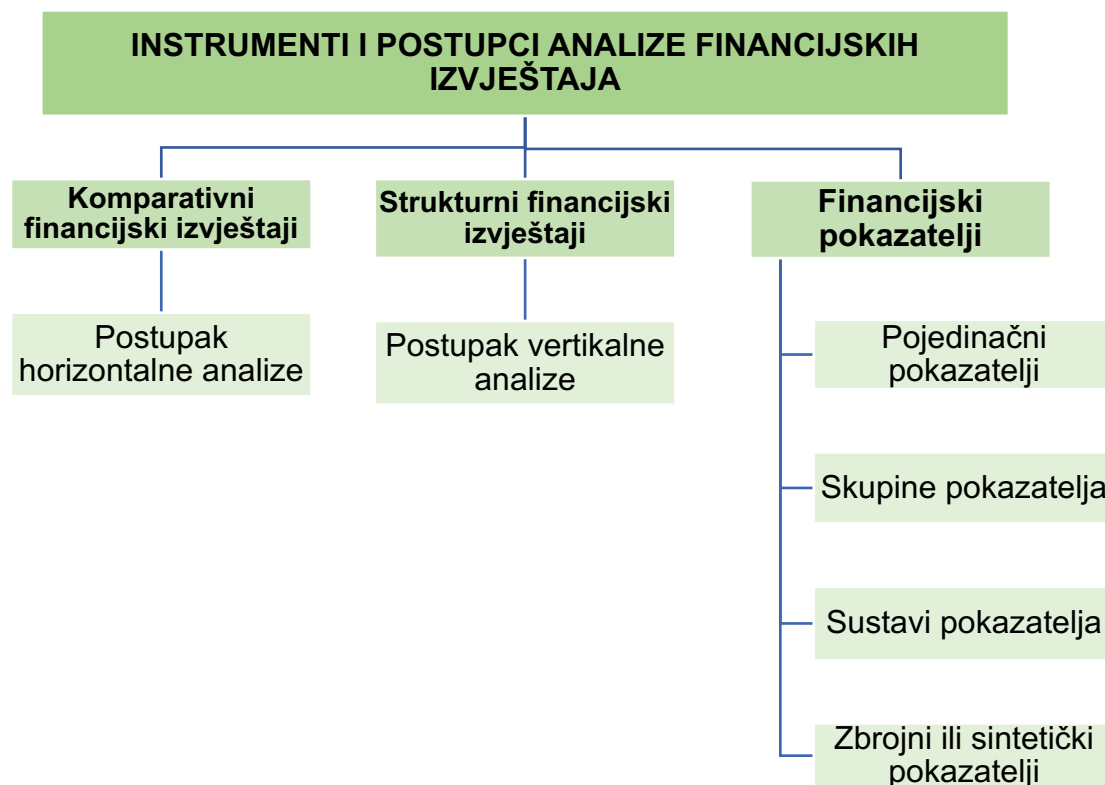
Analiza financijskih izvještaja može se definirati kao „znanstvena metoda koja, koristeći se različitim analitičkim sredstvima i tehnikom, podatke iz financijskih izvještaja pretvara u informacije kojima stvara mišljenje o stanju i uspješnosti poslovanja zainteresiranim korisnicima, internim, za donošenje upravljačkih odluka, a eksternim za mišljenje i zauzimanje stajališta o pitanjima za koja su zainteresirani“ (Tintor, 2014., str. 47.).

Temeljem navedene definicije može se izvesti zaključak kako analiza financijskih izvještaja kreira informacije zainteresiranim korisnicima samih financijskih izvještaja bilo da se radi o internim ili eksternim korisnicima. Najznačajniji interni korisnik je svakako menadžment poduzeća. Analiza financijskih izvještaja pruža menadžmentu informacije potrebne za donošenje poslovnih odluka. Važno je naglasiti kako analiza financijskih izvještaja pruža isključivo financijske informacije pa shodno tome ona ne pruža mogućnost razmatranja poduzeća kao jedne zaokružene cjeline. Najznačajniji eksterni korisnici analize financijskih izvještaja jesu dioničari (vlasnici) poduzeća, postojeći i potencijalni budući investitori, kreditori, revizori, analitičari fuzije i akvizicije poduzeća te svi ostali zainteresirani korisnici. Različiti korisnici zainteresirani su za različite dijelove analize financijskih izvještaja. Shodno tome, kratkoročne kreditore prvenstveno interesiraju informacije o likvidnosti dok dugoročni

kreditori su usmjereni na informacije o zaduženosti poduzeća. Nasuprot kreditorima, vlasnici (dioničari) zainteresirani su za dugoročnu profitabilnost i sigurnost (Žager i Žager, 1999., str. 158.).

### 3.2. Temeljni instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja

Slika 2. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja



Izvor: Žager, K, Mamić – Sačer, L., Sever, S., Žager, L. (2008), *Analiza financijskih izvještaja*, II. prošireno izdanje, Masmedia, Zagreb, str. 224.

Slikom 2. prikazana je klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja. Komparativni financijski izvještaji služe kao temelj za provođenje postupka horizontalne analize kojoj se nastoje utvrditi tendencije kretanja i dinamike promjena pojedinih pozicija financijskih izvještaja. Strukturni financijski izvještaji služe kao temelj za provođenje postupka vertikalne analize koja pruža uvid u strukturu financijskih izvještaja. Financijski pokazatelji smatraju se najznačajnijim pokazateljima

analize financijskih izvještaja, a mogu se razvrstati u pojedinačne pokazatelje, skupine i sustave pokazatelja te zbrojne (sintetičke) pokazatelje (Žager et al., 2008., str. 224.).

### **3.2.1. Komparativni financijski izvještaji i postupak horizontalne analize**

Horizontalna analizira financijskih izvještaja pruža mogućnost uspoređivanja podataka kroz određeno vremensko razdoblje u cilju otkrivanja tendencije i dinamike promjena određenih pozicija financijskih izvještaja. U postupku horizontalne analize primjenjuju se komparativni financijski izvještaji. U svezi s navedenim, uspoređivanje predstavlja temeljni oblik ispitivanja financijskih izvještaja (Žager et al., 2008., str. 228.).

Kako bi se provela horizontalna analiza potrebno je prilagoditi financijske izvještaje. Prilagodba se vrši tako da se najprije izračuna apsolutna razlika za svaku pojedinu poziciju financijskih izvještaja u tekućem i prethodnom razdoblju. Zatim, na temelju apsolutno utvrđenih veličina izračunava se relativna promjena svake pojedine pozicije u financijskim izvještajima.

U svrhu dobivanja detaljnijih podataka te kvalitetnijeg identificiranja dinamike kretanja pojedinih pozicija financijskih izvještaja, horizontalnom analizom potrebno je obuhvatiti financijske izvještaje za što veći broj obračunskih razdoblja. Minimalni broj poslovnih razdoblja koja se razmatraju u horizontalnoj analizi je pet godina.

### **3.2.2. Strukturni financijski izvještaji i postupak vertikalne analize**

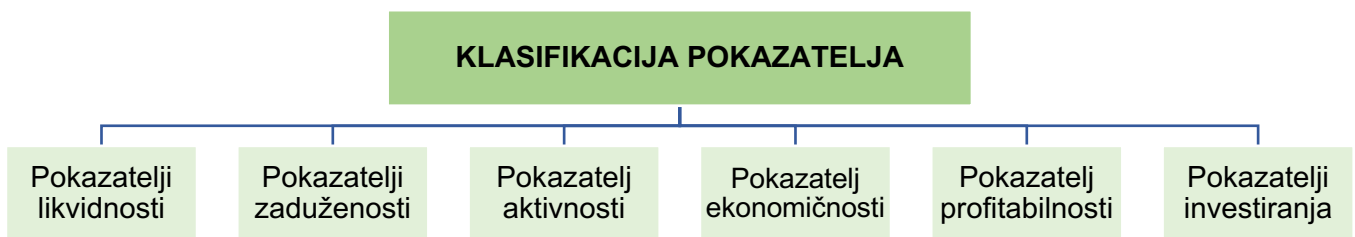
Vertikalna analiza financijskih izvještaja podrazumijeva uspoređivanje pozicija financijskih izvještaja u jednom obračunskom razdoblju odnosno u jednoj godini. Kako bi se omogućio postupak vertikalne analize potrebno je prilagoditi financijske izvještaje. Kod izvještaja o financijskom položaju odnosno bilance, aktiva i pasiva izjednačavaju se sa 100, što znači da se pozicije bilance izračunavaju kao postotak od ukupne aktive ili pasive. Kod izvještaja o dobiti odnosno računa dobiti i gubitka prihodi od prodaje izjednačavaju se sa 100, što znači da se pozicije računa dobiti i gubitka izračunavaju kao postotak od neto prodaje. Osim prihoda od prodaje, kao baza mogu se uzeti ukupni prihodi i ukupni rashodi. U tom se slučaju pozicije prihoda razmatraju

kao postotak od ukupnih prihoda, a pozicije rashoda kao postotak od ukupnih rashoda (Žager et al., 2008., str. 22.).

Strukturni financijski izvještaji koji se temelje na bilanci, pružaju informacije o dva vrlo važna segmenta. Prvi se odnosi na razmatranje strukture izvora financiranja imovine poduzeća tj. strukturu pasive, a drugi odnosi se na sagledavanje strukture imovine u aktivi bilance.

### 3.2.3. Financijski pokazatelji

Slika 3. Klasifikacija financijskih pokazatelja



Izvor: Žager, K, Mamić – Sačer, L., Sever, S., Žager, L. (2008), *Analiza financijskih izvještaja*, II. prošireno izdanje, Masmedia, Zagreb, str. 244.

Slikom 3. prikazana je klasifikacija temeljnih financijskih pokazatelja. Pokazatelji likvidnosti i zaduženosti smatraju se pokazateljima sigurnosti poslovanja odnosno pokazateljima koji pružaju detaljni uvid u financijski položaj poduzeća. Pokazatelji ekonomičnosti, profitabilnosti i pokazatelji investiranja jesu u suštini pokazatelji uspješnosti odnosno efikasnosti poslovanja. S druge strane, pokazatelji aktivnosti mogu se promatrati i kao pokazatelji sigurnosti i kao pokazatelji uspješnosti. Naime, koeficijent obrtaja sredstava u jednu ruku značajno utječe na likvidnosti i financijsku stabilnost, a u drugu ruku izravno utječe i na samu rentabilnost poslovanja poduzeća. Sukladno svemu navedenom može se zaključiti kako dobro upravljanje poduzećem podrazumijeva da su zadovoljeni kriteriji sigurnosti i uspješnosti (efikasnost). Kriterij sigurnosti odnosi se na likvidnost, financijsku stabilnost i zaduženost, a kriterij uspješnosti podrazumijeva profitabilnost. Navedena dva kriterija su u kratkom roku u pravilu suprotstavljeni, ali dugoročno gledano kriterij sigurnost preduvjet je kriteriju uspješnosti i obrnuto (Žager et al., 2008., str. 244.).



### 3.2.3.1. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti računaju se na temelju podataka koji se nalaze u izvještaju o financijskom položaju odnosno u bilanci. Mjere sposobnost poduzeća u podmirivanju dospjelih kratkoročnih obveza (Žager et al., 2008., str. 244.).

Tablica 1. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelj	Formula za izračun
koeficijent trenutne likvidnosti	$\frac{\text{novac} + \text{novčani ekvivalenti} + \text{utržive vrijednosnice}}{\text{kratkoročne obveze}}$
koeficijent ubrzane likvidnosti	$\frac{\text{novac} + \text{novčani ekvivalenti} + \text{utržive vrijednosnice} + \text{potraživanja}}{\text{kratkoročne obveze}}$
koeficijent tekuće likvidnosti	$\frac{\text{kratkotrajna imovina}}{\text{kratkoročne obveze}}$
koeficijent financijske stabilnosti	$\frac{\text{dugotrajna imovina}}{\text{glavnica} + \text{dugoročne obveze}}$
Udio novca u kratkotrajnoj imovini	$\frac{\text{novac} + \text{novčani ekvivalenti} + \text{utržive vrijednosnice}}{\text{kratkoročna imovina}}$
Udio radnog kapitala u imovini	$\frac{\text{radni kapital}}{\text{ukupna imovina}}$

Izvor: nastavni materijali iz kolegija *Revizija i analiza poslovanja*, Fakultet ekonomije i turizma Dr. Mijo Mirković Pula, ak. godina 2017./18.

Koeficijent trenutne likvidnosti pokazuje na sposobnost poduzeća da trenutačno podmiruje dospjele kratkoročne obveze. Referentna vrijednost obično se kreće u rasponu od 0,1 i 0,3 dok praksa pokazala da je njegova vrijednost u pravilo oko 0,1.

Koeficijent ubrzane likvidnosti prikazuje sposobnost poduzeća da iz najlikvidnijih kratkoročnih imovinskih oblika podmiri dospjele kratkoročne obveze. Njegova vrijednost trebala bi biti jednaka ili veća od 1 što ukazuje da bi poduzeće trebalo imati jednaki ili veći omjer između najlikvidnijih kratkoročnih imovinskih oblika i kratkoročnih obveza.

Koeficijent tekuće likvidnosti prikazuje pokrivenost kratkoročnih obveza s kratkotrajnom imovinom. U pravilu njegova vrijednost trebala bi biti jednaka ili veća od 2 što znači da poduzeće u svakom bi trebalo imati barem dvostruko više kratkotrajne imovine u odnosu na kratkoročne obveze kako bi osiguralo tekuću likvidnost i time spriječilo nepravovremeno podmirenje dospjelih kratkoročnih obveza. Razlika između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza naziva se radni kapital. Ukazuje na to da bi poduzeće jedan dio svoje kratkotrajne imovine trebalo financirati iz kvalitetnih dugoročnih izvora.

Koeficijent financijske stabilnosti izračunava se kao omjer dugotrajne imovine i kapitala uvećanog za vrijednost dugoročnih obveza. Njegova vrijednost treba biti niža od 1 jer jedan dio kratkotrajne imovine poduzeće bi trebalo financirati iz dugoročnih izvora odnosno radnog kapitala. Niža vrijednost koeficijenta financijske stabilnosti ukazuje na veći udio radnog kapitala i shodno tome na veći stupanj likvidnost i financijske stabilnost poduzeća i suprotno.

Udio novca u kratkotrajnoj imovini prikazuje koliko iznosi relativni udio novca u odnosu na ukupnu vrijednost kratkotrajne imovine dok udio radnog kapitala u kratkotrajnoj imovini pokazuje koliko iznosi relativni udio radnog kapitala u odnosu na ukupnu vrijednost kratkotrajne imovine.

### 3.2.3.2. Pokazatelji zaduženost

Tablica 2. Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelj	Formula za izračun
koeficijent zaduženosti	$\frac{\text{ukupne obveze}}{\text{ukupna imovina}}$
koeficijent vlastitog financiranja	$\frac{\text{glavnica}}{\text{ukupna imovina}}$
koeficijent financiranja	$\frac{\text{ukupne obveze}}{\text{glavnica}}$
pokriće troškova kamata	$\frac{\text{dobit prije poreza i kamata}}{\text{kamate}}$

faktor zaduženosti	$\frac{\text{ukupne obveze}}{\text{neto dobit} + \text{amortizacija}}$
stupanj pokrića I	$\frac{\text{glavnica}}{\text{dugotrajna imovina}}$
stupanj pokrića II	$\frac{\text{glavnica} + \text{dugoročne obveze}}{\text{dugotrajna imovina}}$
koeficijent financijske poluge	$\frac{\text{ukupna imovina}}{\text{obična glavnica}}$
indeks financijske poluge	$\frac{\text{rentabilnost glavnice (ROE)}}{\text{neto rentabilnost imovine (ROA)}}$
pokazatelj autonomije (kumulativne profitabilnosti)	$\frac{\text{zadržana dobit}}{\text{ukupna imovina}}$
neto dug / EBITDA pokazatelj	$\frac{\text{ukupne obveze} - \text{novac i novč. ekvivalenti}}{\text{dobit prije poreza i kamata} + \text{amortizacija}}$

Izvor: nastavni materijali iz kolegija *Revizija i analiza poslovanja*, Fakultet ekonomije i turizma Dr. Mijo Mirković Pula, ak. godina 2017./18.

Tablicom 2. prikazana je klasifikacije pokazatelja zaduženosti. Koeficijent zaduženosti i vlastitog financiranja prikazuju strukturu financiranja imovine poduzeća. Drugim riječima, pokazuju da li u financiranju imovine prevladavaju vlastiti ili tuđi izvori financiranja. Suma navedenih dvaju pokazatelja jednaka je 1.

Koeficijent financiranja pokazuje odnos između ukupnih obveza i glavnice poduzeća. Ukoliko je vrijednost veća od 1 znači da je vrijednost ukupnih obveza veća od vrijednost glavnice. Vrijednost manja od 1 ukazuje da vrijednost glavnice premašuje vrijednost ukupnih obveza.

Pokriće troškova kamata pruža informacije o tome koliko su puta kamate pokrivenne vrijednošću ostvarene dobiti prije poreza i kamata. Što je vrijednost veća to je i veća pokrivenost kamata iz dobiti prije poreza i kamata pa je shodno tome riječ o manjem stupnju zaduženosti.

Faktor zaduženosti pruža informaciju o tome koliko je potrebno godina da se iz neto dobiti i amortizacije podmiri vrijednost ukupnih obveza. U suštini riječ je o indikatoru zaduženosti jer se ukupne obveze ne mogu podmiri iz neto dobiti i amortizacije. Manja vrijednost faktora zaduženosti sugerira niži stupanj zaduženosti i obrnuto.

Stupnjevi pokrića I. i II. izračunavaju se na temelju podataka sadržanih u bilanci. Ukazuju na pokrivenost dugotrajne imovine glavnicom odnosno glavnicom uvećanom za vrijednost dugoročnih obveza. Stupanj pokrića II. uvijek treba poprimiti vrijednost veću od 1 poradi činjenice što dio dugoročnih izvora financiranja zbog održavanja likvidnost treba biti korišten u svrhu financiranja kratkotrajne imovine. Stupanj pokrića I. trebao bi poprimati vrijednost jednaku 1 jer općeprihvaćeno pravilo je da cjelokupna dugotrajna imovina bi trebala biti pokrivena glavnicom.

Koeficijent financijske poluge pruža informacije o tome koliko je imovine poduzeća generirano odnosno stvoreno iz obične glavnice.

Indeks financijske poluge pruža informacije da li se poduzeću isplati dodatno zadužiti. Ukoliko indeks poprima vrijednost veću od 1 znači da financijska poluga djeluje pa je samim time trošak kamata manji od rentabilnosti imovine pa shodno tome poduzeću se isplati dodatno zadužiti sve to granice u kojoj troškovi kamata premašuju rentabilnost imovine. Vrijednost indeksa manja od 1 upućuje na to da financijska poluga ne djeluje te u tom slučaju dodatno zaduživanje će smanjiti rentabilnost glavnice. Pokazatelj autonomije odnosno kumulativne profitabilnosti pokazuje stupanj financiranja imovine poduzeća iz zadržane dobiti.

Ukoliko se vrijednost neto duga podijeli s vrijednošću dobiti prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) dobiva se informacija o sposobnostima poduzeća za otplatom obveza u budućim razdobljima odnosno ukazuje na financijsku sposobnost poduzeća. Tablicom 3. prikazani su rasponi vrijednosti odnosa neto duga i EBITDA zajedno sa pripadajućim objašnjenjima financijskog stanja.

Tablica 3. Upozoravajući znakovi na temelju odnosa neto duga/EBITDA

Odnos neto dug/EBITDA	Intenzitet upozorenja	Financijsko stanje
Ispod 2,027	Ispodprosječna zaduženost	Izvrсна financijska situacija
2,027	Prosječna zaduženost	Dobra financijska situacija
2,028 – 2,99	Pojača zaduženost	Poduzeće je vjerojatno u intenzivnom investicijskom ciklusu. Potrebno je pričekati rezultate
3 - 4	Rano upozorenje	Poduzeće ide prema opasnoj zoni zaduživanja
4,01 – 5,0	Narančasto upozorenje	Poduzeće se nalazi u opasnoj zoni na granici izdržljivosti
5,01 – 5,513	Crveno upozorenje	Financijski slom je pred vratima
Iznad 5,513	Područje financijskog sloma	Potrebno je primijeniti posebne mjere stečaja ili oporavka

Izvor: Belak, V., lipanj 2017., *Odnos duga i EBITDA-e kao mjera financijske sposobnosti poduzeća*, RRiF, Zagreb, str. 179.

### 3.2.3.3. Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti poznati su pod imenom koeficijenti obrta koji se izračunavaju na temelju odnosa prometa i prosječnog stanja. Pružaju informacije o brzini cirkulacije imovine u poslovnom procesu. Ako je poznat koeficijent, tada je moguće izračunati i prosječne dane vezivanja sredstava odnosno prosječno trajanje obrta (Žager et al., 2008., str. 251.).

Tablica 4. Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelj	Formula za izračun
koeficijent obrta ukupne imovine	$\frac{\text{ukupni prihodi}}{\text{prosječno stanje imovine}}$
koeficijent obrta kratkotrajne imovine	$\frac{\text{ukupni prihodi}}{\text{prosječno stanje kratkotrajne imovine}}$
koeficijent obrta dugotrajne imovine	$\frac{\text{ukupni prihodi}}{\text{prosječno stanje dugotrajne imovine}}$
koeficijent obrta potraživanja	$\frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosječno stanje potraživanja}}$
prosječna naplata potraživanja u danima	$\frac{\text{broj dana u godini (365)}}{\text{pokazatelj obrta potraživanja}}$
koeficijent obrta zaliha	$\frac{\text{troškovi prodane robe}}{\text{prosječno stanje zaliha}}$
prosječno vezivanje zaliha u danima	$\frac{\text{broj dana u godini (365)}}{\text{pokazatelj obrta zaliha}}$
operativni ciklus	prosječno vezivanje zaliha u danima + prosječna naplata potraživanja u danima

Izvor: nastavni materijali iz kolegija *Revizija i analiza poslovanja*, Fakultet ekonomije i turizma Dr. Mijo Mirković Pula, ak. godina 2017./18.

Tablicom 4. prikazani su pokazatelji aktivnosti. Pokazatelji aktivnosti uobičajeno se izračunavaju za ukupnu imovinu, kratkotrajnu imovinu, dugotrajnu imovinu, potraživanja i zalihe. Svaki od navedenih pokazatelj ukazuje na brzinu cirkuliranja određene imovinske kategorije u poslovnom procesu tijekom jedne poslovne godine.

Što je vrijednost pokazatelja veća, to je i veća cirkulacija određenog imovinskog oblika tijekom jedne poslovne godine. Temeljem koeficijenta obrta potraživanja i koeficijenta obrta zaliha može se izračunati prosječna naplata potraživanja u danima kao i prosječno vezivanje zaliha u danima. Što je veća vrijednost koeficijenta obrta potraživanja i koeficijenta obrta zaliha to je potrebno manje vremensko razdoblje vezivanja naplate potraživanja i zaliha. Temeljem zbroja prosječnog vezivanja zaliha i prosječne naplate potraživanja iskazane u danima može se izračunati trajanje operativnog ciklusa. Operativni ciklus prikazuje vrijeme koje je potrebno poduzeću kako bi nabavilo potrebno zalihe za proizvodnju, zatim proizvelo proizvod koji će u narednom koraku prodati kupcu koji će taj kupac i konačnici platiti poduzeću.

### 3.2.3.4. Pokazatelji ekonomičnosti

Tablica 5. Pokazatelji ekonomičnosti

Pokazatelj	Formula za izračun
ekonomičnost ukupnog poslovanja	$\frac{\text{ukupni prihod}}{\text{ukupni rashodi}}$
ekonomičnost poslovnih aktivnosti	$\frac{\text{poslovni prihodi}}{\text{poslovni rashodi}}$
ekonomičnost financijskih aktivnosti	$\frac{\text{financijski prihodi}}{\text{financijski rashodi}}$
ekonomičnosti redovnih aktivnosti	$\frac{\text{poslovni + financijski prihodi}}{\text{poslovni + financijski rashodi}}$

Izvor: nastavni materijali iz kolegija *Revizija i analiza poslovanja*, Fakultet ekonomije i turizma Dr. Mijo Mirković Pula, ak. godina 2017./18.

Tablicom 5. prikazani su pokazatelji ekonomičnosti. Pokazatelji ekonomičnosti izračunavaju se na temelju podataka sadržanih u računu dobiti i gubitka te pokazuju koliko se prihoda ostvaruje po jedinici rashoda (Žager et al., 2008., str. 252.).

Odnos između ukupnih prihoda i rashoda ukazuje na ekonomičnost ukupnog poslovanja dok odnos između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda ukazuje na stupanj ekonomičnosti poslovnih aktivnosti. Odnos između financijskih prihoda i financijskih rashoda ukazuje na ekonomičnost financijskih aktivnosti poduzeća.

### 3.2.3.5. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti ukazuju na sposobnost menadžmenta da posredstvom odgovarajućih imovinskih oblika i usluga ostvari porast vrijednosti sredstava koja su uložena u poslovni subjekt od strane vlasnika tj. dioničara. Shodno navedenom, pokazatelji profitabilnost nalaze se u središtu pozornosti vlasnika kojima je primarni interes ostvariti što veću stopu povrata na uložena sredstva (Žager et al., 2008., str. 251.).

Tablica 6. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelj	Formula za izračun
Neto marža profita	$\frac{\text{neto dobit} + \text{kamate}}{\text{ukupni prihodi}}$
Bruto marža profita	$\frac{\text{dobit prije poreza} + \text{kamate}}{\text{ukupni prihod}}$
Operativna profitna marža	$\frac{\text{operativna dobit}}{\text{ukupni prihodi}}$
Neto rentabilnost imovine (ROA)	$\frac{\text{neto dobit} + \text{kamate}}{\text{prosječno stanje imovine}}$
Bruto rentabilnost imovine	$\frac{\text{dobit prije poreza} + \text{kamate}}{\text{prosječno stanje imovine}}$
Rentabilnost glavnice (ROE)	$\frac{\text{neto dobit}}{\text{prosječna glavnica}}$

Izvor: nastavni materijali iz kolegija *Revizija i analiza poslovanja*, Fakultet ekonomije i turizma Dr. Mijo Mirković Pula, ak. godina 2017./18.

Tablicom 6. prikazani su pokazatelji profitabilnosti. Pokazatelji marže profita (neto, bruto i operativna marža) izračunavanju se na temelju podataka sadržanih u računu dobiti i gubitka. Pokazatelj neto marže profita ukazuje na stupanj poslovne efikasnosti poduzeća bez utjecaja poreza. Pokazatelj bruto marže profita pokazuje koliko se novčanih jedinica dobiti prije poreza i kamata ostvaruje na jednu novčanu jedinicu ukupnih prihoda. Razlika između neto i bruto marže profita pokazuje relativno porezno opterećenje u odnosu na ukupni ostvareni prihod. Pokazatelj operativne profitne marže pokazuje koliko se novčanih jedinica operativne dobiti ostvaruje na

jednu novčanu jedinicu ukupnih prihoda. Operativna dobit jednaka je razlici između ostvarenih poslovnih prihoda i poslovnih rashoda.

Pokazatelj neto rentabilnosti imovine (engl. Return on assets – ROA) prikazuje koliko novčanih jedinica neto profita poduzeća ostvaruje po jednoj novčanoj jedinici uložene imovine. Pokazatelj bruto rentabilnosti imovine pokazuje koliko novčanih jedinica dobiti prije poreza uvećane za kamate ostvaruje poduzeće po jednoj novčanoj jedinici uložene imovine. Razlika između bruto i neto rentabilnosti imovine ukazuje na stupanj relativnog poreznog opterećenja.

Pokazatelj rentabilnosti glavnice (eng. Return on equity – ROE) ukazuje na stupanj rentabilnosti glavnice odnosno pokazuje stopu povrata koju poduzeće ostvaruje na uloženu vlastitu glavicu.

### **3.3. Kralicekov DF pokazatelj**

Kralicekov DF pokazatelj pripada u skupinu sintetičkih odnosno zbrojnih financijskih pokazatelja. Naspram pojedinačnih financijskih pokazatelja koji pružaju informacije o likvidnosti, zaduženosti, ekonomičnosti i profitabilnosti, sintetički financijski pokazatelji predstavljaju ponderirani zbroj većeg broja pojedinačnih financijskih pokazatelja pa shodno tome pružaju informaciju o cjelokupnom poslovanju poduzeća. Sintetički financijski pokazatelji još su poznati kao modeli predviđanja bankrota poduzeća (Žager et al., 2008., str. 269.).

Kralicekov DF pokazatelj razvijen je na uzorku europskih poduzeća. Peter Kralicek je na temelju bilance i računa dobiti i gubitka njemačkih, švicarskih i austrijskih poduzeća razvio model za procjenu poslovne krize u poduzeću tj. modela za predviđanje stečaja. Prilikom oblikovanja modela, Kralicek je diferencirao financijski „zdrava“ od financijski „nezdravih“ poduzeća. Temeljem postupka multivarijantne diskriminantne analize Kralicek je razvio model kojim se identificira kriza u poduzeću. Korištenjem statičkih i dinamičkih financijskih pokazatelja razvijen je sljedeći model predviđanja stečaja poduzeća (Žager et al., 2008., str. 273.):

$$DF = 1.5X_1 + 8.08X_2 + 10X_3 + 5X_4 + 0.1X_6$$



Pri čemu DF označava vrijednost Kralicekovog DF pokazatelja, a ostale veličine u modelu prikazane su u tablici 7.

Tablica 7. Kralicekov DF pokazatelj

Pokazatelj	Formula za izračun
X1	$\frac{\text{čisti novčani tok}}{\text{ukupne obveze}}$
X2	$\frac{\text{ukupna imovina}}{\text{ukupne obveze}}$
X3	$\frac{\text{dobit prije kamata i poreza}}{\text{ukupna imovina}}$
X4	$\frac{\text{dobit prije kamata i poreza}}{\text{ukupni prihodi}}$
X5	$\frac{\text{zalihe}}{\text{ukupni prihodi}}$
X6	$\frac{\text{poslovni prihodi}}{\text{ukupna imovina}}$

Izvor: izrada autora prema: Žager, K, Mamić – Sačer, L., Sever, S., Žager, L., 2008, *Analiza financijskih izvještaja*, II. prošireno izdanje, Masmedia, Zagreb, str. 270.

Temeljem Kralicekovog DF pokazatelja može se procijeniti financijska stabilnost poduzeća pri čemu je važno naglasiti kako pokazatelj može poprimiti pozitivne i negativne vrijednosti. Tablicom 8. prikazane su kritične vrijednosti Kralicekovog DF pokazatelja zajedno sa pripadajućom ocjenom financijske stabilnosti.

Tablica 8. Klasifikacija ocjena financijske stabilnosti

Vrijednost DF	Ocjena financijska stabilnost
>3	Izvrсна
>2.2	Vrlo dobra
>1.5	Dobra
>1	Osrednja
>0.3	Loša
≤0.3	Početak insolventnosti
≤0.0	Umjerena insolventnost
≤-1.0	Izrazita insolventnost

Izvor: Žager, K, Mamić – Sačer, L., Sever, S., Žager, L., 2008, *Analiza financijskih izvještaja*, II. prošireno izdanje, Masmedia, Zagreb, str. 270

## 4. Vrednovanje poslovnog subjekta – primjer društva „X“

### 4.1. Općenito o društvu „X“

Društvo „X“ jedna je od najvećih turističkih kompanija u Republici Hrvatskoj koja svoju turističku djelatnost obavlja na istarskom poluotoku. Na turističkom tržištu društvo „X“ prisutno je više od četiri desetljeća. Temeljna poslovna djelatnost društva je pružanje turističkih i ugostiteljskih usluga. Osim odmorišnog turizma koji predstavlja temelj turističke ponude u ljetnim mjesecima, značajnu ulogu u poslovanju društva „X“ ima i kongresni turizam zahvaljujući izvrsnim prometnim vezama s ostatkom Republike Hrvatske. Tijekom proteklih nekoliko godina, društvo „X“ proširilo je svoju turističku ponudu izvan granica Republike Hrvatske pa tako danas društvo je prisutno na turističkim tržištima Njemačke, Mađarske te na tržištu Srbije. Trenutni portfelj društva „X“ sadrži 15 hotela, četiri apartmanska naselja i osam kampova. Ukupni smještajni kapacitet iznosi 10 000 soba i smještajnih jedinica.

Prema Zakonu o trgovačkim društvima, pravni oblik društva „X“ je dioničko društvo što znači da je temeljni kapital društva podijeljen na dionice. Dionice društva „X“ uvrštene su na organizirano tržište kapitala odnosno na Zagrebačku burzu. Na dan 31.12.2019. društvo je imalo uvršteno 5.128.721 redovnih dionica na Zagrebačkoj burzi.

Prema članku 5. stavku 5. Zakona o računovodstvu (NN 78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/20, 47/20) društvo „X“ klasificirano je kao veliki poduzetnik. Sukladno članku 17. stavku 3. prethodno navedenog Zakona o računovodstvu, društvo „X“ obveznik je primjene Međunarodnih standarda financijskih izvještaja. Financijski izvještaji društva „X“ podliježu postupku revizije financijskih izvještaja sukladno članku 20. stavku 1. Zakona o računovodstvu.

U 2019. godini društvo „X“ imalo je zaposlenih 1 500 osoba od kojih je 480 bilo stalno zaposlenih, dok je nešto više od 1 000 osoba bilo zaposleno na temelju ugovora na određeno razdoblje tj. radilo se o sezonskim radnicima koji su bili zaposleni na razdoblje od 1.4. – 30.10.

## 4.2. Analiza financijskih izvještaja društva „X“

U ovom poglavlju biti će prikazana analiza financijskih izvještaja društva „X“. Financijski izvještaji koji će biti predmet analize jesu bilanca i račun dobiti i gubitka.

Bilanca i račun dobiti gubitka biti će analizirani kroz postupak horizontalne i vertikalne analize. Kao podlogu za analizu korišteni su nekonsolidirani i nerevidirani financijski izvještaji društva „X“ poradi činjenice što je društvo sve do 2016. javno objavljivalo isključivo nekonsolidirane i revidirane financijske izvještaje. Vremensko razdoblje analize obuhvaća desetogodišnje razdoblje (od 2010. do 2019. godine) u svrhu lakšeg identificiranja dinamike kretanje pojedinih pozicija samih financijskih izvještaja.

Nakon vertikalne i horizontalne analize, biti će prikazana analiza pomoću financijskih pokazatelja u svrhu dobivanja informacija o likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti i profitabilnosti društva „X“ u desetogodišnjem analiziranom razdoblju. Svaki dobiveni financijski pokazatelj društva „X“ biti će uspoređivan sa istim pokazateljem usporedive grupe. Usporediva grupa sastoji se od pet najvećih turističkih kompanija koje posluju u Republici Hrvatskoj i čije su vrijednosnice uvrštene na Zagrebačkoj burzi. Kako bi osiguralo usporedivost podataka između društva „X“ i usporedive grupe, kod usporedive grupe također su korišteni nekonsolidirani i revidirani financijski izvještaji u analiziranom desetogodišnjem razdoblju.

U posljednjem dijelu, biti će prikazana analiza Kralicekovog DF pokazatelja za društvo „X“ te za usporedivu grupu. Analiza Kralicekovog DF pokazatelja pružiti će informacija o financijskoj stabilnosti društva „X“ kao i informacije o financijskoj stabilnosti usporedive grupe.

#### 4.2.1. Horizontalna analiza bilance društva „X“

Komparativna bilanca služi kao podloga za provođenje horizontalne analize koja pruža informacije o dinamici kretanja bilančnih pozicija društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine.

Tablica 9. Komparativna bilanca društva „X“

Komparativna bilanca društva "X"									
Naziv pozicije	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
<b>AKTIVA</b>									
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	0,43%	13,93%	-0,13%	8,35%	1,23%	42,79%	5,58%	9,92%	10,12%
<b>I. NEMATERIJALNA IMOVINA</b>	76,49%	-7,18%	-18,37%	-27,76%	-32,97%	-17,55%	-3,73%	2,56%	-22,24%
1. Izdaci za razvoj	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Koncesije, patenti, licencije i ostala prava	243,01%	-19,27%	-22,39%	-41,10%	-49,93%	40,49%	-6,25%	4,40%	31,21%
3. Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Predujmovi za nabavu nematerijalne imovine	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Nematerijalna imovina u pripremi	0,00%	93,87%	0,00%	0,46%	0,12%	-48,92%	0,00%	0,00%	-100,00%
6. Ostala nematerijalna imovina	-24,92%	-28,81%	-34,58%	-37,97%	-100,00%	-	-	-	-
<b>II. MATERIJALNA IMOVINA</b>	-0,18%	14,29%	0,13%	8,42%	1,50%	-2,27%	0,07%	7,30%	14,37%
1. Zemljište	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,20%	5,08%	6,20%	3,35%	5,02%
2. Građevinski objekti	-1,99%	18,57%	-0,13%	8,74%	2,10%	-6,55%	0,32%	4,67%	15,03%
3. Postrojenja i oprema	-18,53%	83,90%	-0,48%	32,52%	3,38%	-3,96%	-4,11%	16,65%	8,23%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	-31,30%	8,13%	75,33%	9,76%	-0,05%	112,64%	-16,81%	134,27%	5,16%
5. Biološka imovina	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Predujmovi za materijalnu imovinu	40009,83%	-46,82%	-94,80%	-72,91%	262,25%	3285,84%	-69,67%	1227,76%	47,27%
7. Materijalna imovina u pripremi	125,60%	-70,53%	48,49%	0,49%	-37,49%	300,43%	-29,33%	62,93%	63,14%
8. Ostala materijalna imovina	4,64%	126,28%	-2,95%	34,59%	-7,67%	-24,55%	-6,28%	-1,16%	12,45%
9. Ulaganje u nekretnine	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA</b>	39,28%	1,26%	-28,64%	572,26%	-51,06%	30599,20%	18,91%	15,85%	-1,90%
1. Udjeli (dionice) kod povezanih poduzetnika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1150013,83%	14,85%	0,04%	-0,83%
2. Dani zajmovi povezanim poduzetnicima	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,76%
3. Sudjelujući interesi (udjeli)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Zajmovi dani poduzetnicima u kojima postoje s. interesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ulaganja u vrijednosne papire	-12,04%	5,32%	-10,83%	18,46%	6,84%	-100,00%	-	-	-
6. Dani zajmovi, depoziti i slično	73,65%	0,20%	-36,26%	876,13%	-54,66%	2854,29%	63,29%	-83,11%	-0,88%
7. Ostala dugotrajna financijska imovina	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>IV. POTRAŽIVANJA</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Potraživanja od povezanih poduzetnika	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Potraživanja po osnovi prodaje na kredit	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Ostala potraživanja	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA</b>	49,38%	-7,49%	-18,83%	-20,87%	-5,97%	410,73%	-9,97%	-11,61%	147,11%
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>	-27,35%	202,38%	13,63%	56,76%	57,48%	-9,29%	556,06%	-4,56%	-11,97%
<b>I. ZALIHE</b>	-43,89%	104,89%	-10,86%	73,68%	29,58%	17,34%	18,83%	6,82%	-2,57%
1. Sirovine i materijal	-44,49%	100,98%	-8,71%	68,24%	27,01%	12,09%	-2,36%	19,12%	15,48%
2. Proizvodnja u tijeku	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Gotovi proizvodi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Trgovačka roba	104,64%	39,70%	-2,98%	-21,42%	-65,51%	32,94%	31,98%	1684,39%	22,65%
5. Predujmovi za zalihe	610,84%	1390,93%	-94,24%	3770,48%	105,44%	101,69%	208,51%	-35,44%	-100,00%
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7. Biološka imovina	-	-	-	-	-	-	-	-	-

<b>II. POTRAŽIVANJA</b>	-12,53%	25,41%	7,84%	-39,32%	-22,34%	116,36%	-33,58%	5,65%	16,29%
1. Potraživanja od povezanih poduzetnika	93,33%	48,30%	-53,06%	42,03%	-8,20%	-100,00%	-	-19,64%	-65,88%
2. Potraživanja od kupaca	-41,99%	-0,10%	-9,80%	-78,39%	-8,04%	-100,00%	-	209,87%	-3,93%
3. Potraživanja od sudjeljujućih poduzetnika	-	-	-	-	-	-	-100,00%	-	-
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	901,48%	209,63%	-30,41%	-44,64%	829,30%	54,33%	107,50%	-42,81%	-19,95%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	288,33%	-12,66%	60,11%	-28,51%	-77,24%	345,16%	-80,60%	-42,62%	984,66%
6. Ostala potraživanja	-62,23%	2027,08%	-6,13%	5,84%	39,02%	-36,73%	8,82%	-48,24%	-22,34%
<b>III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA</b>	#DIV/0!	-100,00%	-	-	-	-	4,75%	-8,95%	11,02%
1. Udjeli (dionice) kod povezanih poduzetnika	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Dani zajmovi povezanim poduzetnicima	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Sudjeljujući interesi (udjeli)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Zajmovi dani poduzetnicima u kojima postoje s. interesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ulaganja u vrijednosne papire	-	-	-	-	-	-	-1,47%	-3,20%	11,02%
6. Dani zajmovi, depoziti i slično	-	-100,00%	-	-	-	-	-	-100,00%	-
7. Ostala financijska imovina	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>IV. NOVAC U BANCIMA I BLAGAJNI</b>	-89,82%	5068,02%	17,47%	105,68%	69,99%	-18,48%	674,80%	-4,75%	-12,50%
<b>D) PL. TR. BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	4037,56%	-100,00%	-	-	-	-	-	-	-
<b>E) UKUPNO AKTIVA</b>	0,52%	16,01%	0,42%	10,52%	4,80%	37,82%	40,13%	5,67%	4,26%
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVA</b>									
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	-2,70%	0,10%	0,11%	0,14%	2,74%	52,76%	75,43%	3,48%	4,23%
<b>I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	134,99%	0,00%	0,00%
<b>II. KAPITALNE REZERVE</b>	-	-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%
<b>III. REZERVE IZ DOBITI</b>	0,00%	-0,71%	0,00%	0,01%	0,00%	75,62%	-49,12%	0,36%	-2,85%
1. Zakonske rezerve	0,00%	0,00%	0,00%	2,49%	0,00%	0,00%	0,00%	134,99%	0,00%
2. Rezerve za vlastite dionice	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	12963920,86%	-100,00%	0,00%	483176,83%
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	483176,83%
4. Statutarne rezerve	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ostale rezerve	0,00%	-0,71%	0,00%	0,00%	0,00%	7,04%	-16,55%	-0,16%	-2,88%
<b>IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE</b>	-28,13%	15,22%	-28,31%	60,00%	16,45%	48,02%	-2,67%	-5,88%	20,83%
<b>V. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK</b>	-43,87%	-100,00%	-	1614,77%	-80,24%	828,63%	-100,00%	-	62,10%
<b>VI. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE</b>	68,59%	-103,52%	10,10%	-1349,61%	-304,11%	-697,81%	-161,49%	-3,30%	87,02%
<b>VII. MANJINSKI INTERES</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>B) REZERVIRANJA</b>	81,28%	134,91%	-33,76%	10,84%	14,73%	14,50%	10,26%	10,59%	-38,22%
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze	-2,28%	-8,39%	-48,30%	11,67%	49,99%	6,99%	-16,09%	16,90%	-1,71%
2. Rezerviranja za porezne obveze	-	-	-	-100,00%	-	-	-	-	-
3. Druga rezerviranja	94,86%	146,59%	-100,00%	-	13,90%	14,73%	11,03%	10,45%	-39,07%
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	0,55%	106,93%	8,12%	31,14%	8,06%	9,25%	-12,39%	15,58%	7,81%
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	0,00%	0,00%	72,97%	-7,34%	8,46%	-100,00%	-	-	-
2. Obveze za zajmove, depozite i slično	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	-12,76%	242,21%	4,09%	51,02%	7,93%	44,03%	-12,39%	15,58%	7,81%
4. Obveze za predujmove	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Obveze prema dobavljačima	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Obveze po vrijednosnim papirima	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7. Obveze prema poduzetnicima u kojima postoje s. interesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Ostale dugoročne obveze	83,32%	45,45%	-100,00%	-	-	-	-	-	-
9. Odgođena porezna obveza	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	7,95%	-41,69%	-2,77%	13,50%	-3,08%	113,82%	-33,73%	-3,32%	18,90%
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	53,09%	-60,49%	-7,68%	-41,79%	22,22%	1369,41%	-72,70%	-16,63%	-12,03%
2. Obveze za zajmove, depozite i slično	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	-19,49%	-17,77%	-41,71%	43,19%	16,75%	160,26%	-57,31%	55,71%	15,02%
4. Obveze za predujmove	55,58%	-60,56%	-23,71%	-2,93%	59,30%	38,46%	27,58%	-5,05%	14,23%
5. Obveze prema dobavljačima	63,88%	0,81%	21,83%	107,39%	-57,39%	121,13%	-59,99%	-27,67%	169,26%
6. Obveze po vrijednosnim papirima	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7. Obveze prema poduzetnicima u kojima postoje s. interesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Obveze prema zaposlenicima	10,46%	84,44%	-26,93%	-8,73%	18,08%	19,03%	10,28%	5,35%	6,72%
9. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	20,37%	42,03%	-30,43%	-9,32%	258,80%	-61,04%	587,18%	-66,27%	-29,39%

10. Obveze s osnove udjela u rezultatu	-	-	-	-	-	-	-	-	-
11. Ob. po osnovi dug. imovine namijenjene prodaji	-	-	-	-	-	-	-	-	-
12. Ostale kratkoročne obveze	17,96%	-94,33%	563,77%	-62,11%	-17,20%	6,66%	-4,32%	1,52%	1,80%
<b>E) ODG. PL. TR. I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	18206,11%	-100,00%	-	-	-	-	-	-	-
<b>F) UKUPNO – PASIVA</b>	0,52%	16,01%	0,42%	10,52%	4,80%	37,82%	40,13%	5,67%	4,26%
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Izvor: Samostalna izrada autora prema podacima dostupnim na *Zagrebačkoj burzi*, raspoloživo na <https://zse.hr> [15.5.2020.]

Tablicom 9. prikazana je komparativna bilanca društva „X“ u razdoblju od 2010. do 2019. godine. Polazeći u horizontalnoj analizi od aktive bilance, pozicija dugotrajne imovine bilježi relativno stabilnu dinamiku kretanja sve do 2016. godine kada je ostvaren izraženiji porast vrijednosti dugotrajne imovine od gotovo 43% u usporedbi s 2015. godinom. U posljednje tri promatrane godine, dugotrajna imovina ostvaruje nešto veći porast vrijednosti. Unutar dugotrajne imovine, pozicija nematerijalne imovine u 2011. godini ostvaruje izraženiji porast vrijednosti od 76,49% ponajprije poradi porasta vrijednosti pozicije koncesija, patenata i licencija. U nastavku analiziranog razdoblja nematerijalna imovina bilježi kontinuirani trend smanjivanja vrijednosti koji je posljedica smanjivanja vrijednosti nematerijalne imovine u pripremi kako i ostale nematerijalne imovine. Pozicija dugotrajne materijalne imovine u promatranom razdoblju bilježi kontinuirani trend povećanja vrijednosti. Najznačajnije povećanje ostvareno je u 2012. i 2019. godini kada je vrijednost materijalne imovine uvećana za nešto više od 14% u usporedbi s 2011. odnosno 2018. godinom. Posljedica navedenog porasta je nešto izraženije povećanje vrijednosti najznačajnijih pozicija unutar dugotrajne materijalne imovine, a to su pozicije građevinskih objekata te postrojenja i opreme. Promatrajući dinamiku kretanja pozicija dugotrajna materijalne imovine u analiziranom razdoblju može se vidjeti kako većina pozicija bilježi dinamiku rasta vrijednosti. Pozicija dugotrajne financijske imovine u razdoblju od 2011. do 2015. godine bilježi fluktuirajuću dinamiku kretanja. U 2016. godini ostvareno je najznačajnije povećanje vrijednosti dugotrajne financijske imovine kada je njezina vrijednost značajno uvećana u odnosu na 2015. godinu. Rezultat porast vrijednosti dugotrajne financijske imovine jesu poslovne kombinacije kroz koje je društvo „X“ izvršilo akviziciju drugog poslovnog subjekta što je rezultiralo stjecanjem većinskog udjela u tom društvu, a što se je reflektirano na porast pozicije udjela kod povezanih poduzetnika. Isto tako, akvizicijom društvo „X“ steklo je i dane zajmove stečenog društva što se

odrazilo na porast vrijednosti pozicije danih zajmova. U posljednje tri analizirane godine, pozicija dugotrajne financijske imovine ostvaruje trend rasta. Pozicija odgođene porezna imovine kroz veći dio analiziranog razdoblja bilježi trend smanjivanja vrijednosti. Izuzetak jesu 2016. i 2019. godini kada je ostvaren najznačajniji porast vrijednosti navedene pozicije, a koji je vezan uz dobivanje statusa korisnika poreznih poticaja u svezi sa Zakonom o poticanju ulaganja čime je društvo „X“ iznos neiskorištenog državnog poticaja priznalo u okviru odgođene porezne obveze.

Pozicija kratkotrajne imovine u razdoblju od 2012. do 2015. godine bilježi kontinuirani trend porasta vrijednosti. U 2016. godini ostvareno je smanjenje kratkotrajne imovine za nešto manje od 10% u odnosu na 2015. godinu. Najznačajniji porast kratkotrajne imovine ostvaren je u 2017. godini kada je vrijednost uvećana za nešto više od 556,06% ponajprije poradi značajnijeg porasta pozicije novca. U 2018. i 2019. godini kratkotrajna imovina bilježi blagi trend smanjenja vrijednosti. Unutar kratkotrajne imovine, pozicija zaliha u analiziranom razdoblju bilježi trend rasta zahvaljujući kontinuiranom porastu vrijednosti sirovima i materijala te trgovačke robe. Pozicija potraživanja u analiziranom razdoblju bilježi fluktuirajuću dinamiku kretanja. Potraživanja od kupaca bilježene trend smanjenja vrijednosti. Vidljivo je kako je društvo „X“ na 31.12.2016. imalo naplaćena sva potraživanja od kupaca što se u pozitivnom smislu odrazilo na općenitu likvidnost društva. U posljednje dvije analizirane godine potraživanja od kupaca bilježe porast vrijednosti, ali njihova je vrijednost niža u odnosu na prvu analiziranu godinu. Pozicija potraživanja od države i drugih institucija kroz veći dio analiziranog razdoblja bilježi trend smanjenja vrijednosti. Najznačajnija povećanja navedene pozicije ostvarene su u 2011., 2016. i 2019. godine. Kroz veći dio analiziranog razdoblja društvo „X“ nema iskazanu kratkotrajnu financijsku imovinu. Od 2016. godine društvo „X“ ima iskazana ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire čija vrijednost u 2017. i 2018. godini bilježi blagi trend smanjenja vrijednosti dok je u 2019. godini vrijednost ulaganja kratkoročne vrijednosne papire uvećana za 11% u odnosu na 2018. godinu. Pozicija novca najznačajnije povećanje vrijednosti bilježi u 2017. godini zbog toga što je u 2017. godini izvršena dokapitalizacija društva „X“ kroz javnu ponudu dionica kojom je emitirano novih 1.854.971 redovnih dionica po cijeni od 425,00 kuna po dionici. U 2018. i 2019. godini pozicija novca ostvaruje trend blagog smanjenja vrijednosti.

U konačnici, vrijednost ukupne aktive društva „X“ u analiziranom razdoblju bilježila je kontinuirani trend rasta vrijednosti. U 2010. godini ukupna aktiva iznosila je 948.149.343 kuna da bi u 2019. godini vrijednost ukupne aktive poprimila vrijednost od 2.735.971.274 kune.

U pasivi bilance, pozicija kapitala i rezerve u analiziranom razdoblju bilježi kontinuirani trend rasta. Najveći porast kapitala i rezervi ostvaren je u 2016. i 2017. godini. Vrijednost temeljnog kapitala u 2017. godini uvećana je za 135% u odnosu na 2016. godinu. Posljedica navedenog povećanja je dokapitalizacija društva koja je ostvarena javnom ponudom novoemitiranih dionica u obujmu od 1.854.971 dionice pojedinačne vrijednosti 425,00 kune. Pozicija kapitalnih rezervi ostvarila je najveće povećanje vrijednosti od 75,62% u 2016. godini poradi značajnijeg porasta vrijednosti pozicije rezervi za vlastite dionice. Rezerve za vlastite dionice u 2017. godini formirane su u cilju povećanja temeljnog kapitala društva koji će služiti za stjecanje udjela u drugom poslovnom subjektu. Vrijednost povećanje temeljnog kapitala alocirana je u rezerve za vlastite dionice jer do kraja 2017. godine još uvijek nije bio izvršen upis novoemitiranih dionica. U 2018. godini pozicija rezervi iz dobiti bilježi smanjenje od 49% ponajprije poradi značajnijeg smanjenja formiranih rezervi za vlastite dionice. Ostale pozicije rezervi iz dobiti u razdoblju od 2010. do 2019. godine bilježe stabilnu dinamiku kretanja. Analizom dinamike kretanja pozicije zadržane dobiti može se vidjeti kako u 2012. i 2017. godini društvo „X“ nije imalo evidentiranu zadržanu dobit poradi toga što je ona bila iskorištena za pokrivanje ostvarenog gubitka u 2011. i 2016. godini. Pozicija dobiti ili gubitka poslovne gubitka bilježi fluktuirajuću dinamiku kretanja u promatranom razdoblju poradi činjenice što je društvo „X“ u 2010., 2011., 2013. i 2015. godini ostvarilo negativan rezultat poslovanja odnosno gubitak razdoblja. U posljednje tri analizirane godine društvo „X“ poslovalo je za pozitivnim rezultatom poslovanja te je u 2019. godini ostvarena neto dobit bila za 87% veća u odnosu na 2018. godinu.

Pozicija rezerviranja kroz veći dio promatranog razdoblja bilježi trend rasta ponajprije poradi porasta vrijednosti ostvarenog na poziciji drugih rezerviranja. U 2019. godini vrijednost pozicije rezerviranja umanjena je za 38% poradi smanjenja drugih rezerviranja za 39%.

Pozicija dugoročnih obveza u analiziranom razdoblju bilježi kontinuirani trend porasta. Najznačajnije porast dugoročnih obveza ostvaren je u 2011. godini kada je vrijednost udvostručena u usporedbi s 2010. godinom. Isto tako u 2014. godini zabilježen je nešto izraženiji porast vrijednosti dugoročnih obveza od 31,14% u odnosu



na prethodnu godinu. Glavni razlog značajnijeg porasta dugoročnih obveza u analiziranom razdoblju je porast pozicije obveza prema bankama poradi uzimanja dugoročnih kredita čija je svrha financiranje investicijskih aktivnosti društva.

Naspram pozicije dugoročnih obveza, kratkoročne obveze u analiziranom razdoblju bilježe fluktuirajuću dinamiku kretanja. Najznačajnije povećanje kratkoročnih obveza ostvareno je u 2016. godini od 113%. Rezultanta navedenog povećanja je izraženiji porast obveza prema bankama i obveza prema povezanim poduzetnicima. U 2017. godini kratkoročne obveze smanjenje su za 12% u odnosu na 2016. godinu ponajprije poradi smanjenja obveza prema bankama za 57%. Obveze prema dobavljačima kroz veći dio analiziranog razdoblja bilježe trend rasta. Najznačajnije smanjenje obveza prema dobavljačima ostvareno je u 2015. i 2017. godini od nešto više od 50%. Od ostalih pozicija kratkoročnih obveza, obveze prema zaposlenicima bilježe trend rasta u analiziranom razdoblju dok obveze za poreze, doprinose i slična davanja bilježe fluktuirajuću dinamiku kretanja. U 2019. godini vrijednost kratkoročnih obveza je povećana za 18,90%. u usporedbi s prethodnom godinom poradi nešto izraženijeg porasta obveza prema dobavljačima.

Temeljem provedene horizontalne analize bilance društva „X“ u razdoblju od 2010. do 2019. godine može se zaključiti kako je u promatranom razdoblju ostvaren porast vrijednosti dugotrajne imovine uz istovremeni porast vrijednosti kratkotrajne imovine i to ponajprije najlikvidnijeg oblika – novca. Na strani pasivi ostvaren je porast vrijednosti kapitala koji je rezultat u prvom redu dokapitalizacije društva. Na strani obveza, može se vidjeti kako je ostvaren izraženiji porast vrijednosti dugoročnih obveza dok istovremeno kratkoročne obveze bilježe relativno stabilnu dinamiku kretanja. Shodno navedeno, povećana je razlika između vlastitih i tuđih izvora financiranja u korist kapitala što je imalo izravni učinak na smanjenje stupnja zaduženosti društva „X“. Temeljem navedene dinamike kretanja bilančnih pozicije može se zaključiti kako se društvo „X“ u promatranom razdoblju nalazilo u intenzivnom investicijskom ciklusu što se odrazilo na porast vrijednosti ukupne imovine društva uz istovremeno poboljšanje u izvorima financiranje te imovine.

## 4.2.2. Vertikalna analiza bilance društva „X“

Strukturna bilanca služi kao podloga za provođenje vertikalne analize koja pruža informacije o strukturi kretanja bilančnih pozicija društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine.

Tablica 10. Strukturna bilanca društva „X“

Strukturna bilanca društva "X"										
Naziv pozicije	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
<b>AKTIVA</b>										
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	97,88%	97,80%	96,05%	95,53%	93,65%	90,46%	93,72%	70,61%	73,46%	77,59%
<b>I. NEMATERIJALNA IMOVINA</b>	0,27%	0,48%	0,38%	0,31%	0,20%	0,13%	0,08%	0,05%	0,05%	0,04%
1. Izdaci za razvoj	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Koncesije, patenti, licencije i ostala prava	0,10%	0,34%	0,23%	0,18%	0,10%	0,05%	0,05%	0,03%	0,03%	0,04%
3. Goodwill	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Predujmovi za nabavu nematerijalne imovine	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Nematerijalna imovina u pripremi	0,06%	0,06%	0,10%	0,10%	0,09%	0,08%	0,03%	0,02%	0,02%	0,00%
6. Ostala nematerijalna imovina	0,12%	0,09%	0,05%	0,03%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>II. MATERIJALNA IMOVINA</b>	96,83%	96,16%	94,73%	94,47%	92,68%	89,76%	63,65%	45,45%	46,15%	50,63%
1. Zemljište	20,23%	20,12%	17,35%	17,28%	15,63%	15,09%	11,51%	8,72%	8,53%	8,59%
2. Građevinski objekti	71,23%	69,46%	70,99%	70,61%	69,47%	67,69%	45,90%	32,86%	32,55%	35,91%
3. Postrojenja i oprema	3,53%	2,87%	4,54%	4,50%	5,40%	5,32%	3,71%	2,54%	2,80%	2,91%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	0,10%	0,07%	0,06%	0,11%	0,11%	0,11%	0,16%	0,10%	0,22%	0,22%
5. Biološka imovina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Predujmovi za materijalnu imovinu	0,00%	0,31%	0,14%	0,01%	0,00%	0,01%	0,15%	0,03%	0,41%	0,59%
7. Materijalna imovina u pripremi	1,28%	2,86%	0,73%	1,08%	0,98%	0,58%	1,69%	0,85%	1,32%	2,06%
8. Ostala materijalna imovina	0,45%	0,47%	0,92%	0,89%	1,08%	0,96%	0,52%	0,35%	0,33%	0,35%
9. Ulaganje u nekretnine	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA</b>	0,05%	0,07%	0,06%	0,04%	0,27%	0,13%	28,33%	24,04%	26,36%	24,80%
1. Udjeli (dionice) kod povezanih poduzetnika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	25,96%	21,27%	20,14%	19,16%
2. Dani zajmovi povezanim poduzetnicima	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,77%	5,22%
3. Sudjelujući interesi (udjeli)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Zajmovi dani poduzetnicima u kojima postoje s. interesi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ulaganja u vrijednosne papire	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Dani zajmovi, depoziti i slično	0,03%	0,05%	0,05%	0,03%	0,26%	0,11%	2,37%	2,77%	0,44%	0,42%
7. Ostala dugotrajna financijska imovina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>IV. POTRAŽIVANJA</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1. Potraživanja od povezanih poduzetnika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Potraživanja po osnovi prodaje na kredit	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Ostala potraživanja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA</b>	0,73%	1,09%	0,87%	0,70%	0,50%	0,45%	1,67%	1,07%	0,89%	2,12%
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>	2,10%	1,52%	3,95%	4,47%	6,35%	9,54%	6,28%	29,39%	26,54%	22,41%
<b>I. ZALIHE</b>	0,06%	0,04%	0,06%	0,06%	0,09%	0,11%	0,09%	0,08%	0,08%	0,07%
1. Sirovine i materijal	0,06%	0,03%	0,06%	0,05%	0,08%	0,10%	0,08%	0,06%	0,06%	0,07%
2. Proizvodnja u tijeku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Gotovi proizvodi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Trgovačka roba	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Predujmovi za zalihe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,02%	0,01%	0,00%
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

7. Biološka imovina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>II. POTRAŽIVANJA</b>	<b>1,48%</b>	<b>1,29%</b>	<b>1,39%</b>	<b>1,50%</b>	<b>0,82%</b>	<b>0,61%</b>	<b>0,96%</b>	<b>0,45%</b>	<b>0,45%</b>	<b>0,51%</b>
1. Potraživanja od povezanih poduzetnika	0,02%	0,04%	0,05%	0,02%	0,03%	0,03%	0,00%	0,20%	0,15%	0,05%
2. Potraživanja od kupaca	1,29%	0,74%	0,64%	0,57%	0,11%	0,10%	0,00%	0,07%	0,21%	0,19%
3. Potraživanja od sudjelujućih poduzetnika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	0,13%	0,49%	0,37%	0,59%	0,38%	0,08%	0,27%	0,04%	0,02%	0,21%
6. Ostala potraživanja	0,05%	0,02%	0,33%	0,31%	0,30%	0,40%	0,18%	0,14%	0,07%	0,05%
<b>III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,14%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,01%</b>
1. Udjeli (dionice) kod povezanih poduzetnika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Dani zajmovi povezanim poduzetnicima	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Sudjeljujući interesi (udjeli)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Zajmovi dani poduzetnicima u kojima postoje s. interesi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ulaganja u vrijednosne papire	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
6. Dani zajmovi, depoziti i slično	0,00%	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Ostala financijska imovina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI</b>	<b>0,55%</b>	<b>0,06%</b>	<b>2,50%</b>	<b>2,92%</b>	<b>5,44%</b>	<b>8,82%</b>	<b>5,22%</b>	<b>28,85%</b>	<b>26,00%</b>	<b>21,82%</b>
<b>D) PL. TR. BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,69%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>PASIVA</b>										
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>73,97%</b>	<b>71,60%</b>	<b>61,78%</b>	<b>61,59%</b>	<b>55,80%</b>	<b>54,70%</b>	<b>60,63%</b>	<b>75,90%</b>	<b>74,33%</b>	<b>74,31%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	4,60%	4,58%	3,95%	3,93%	3,56%	3,39%	2,46%	4,13%	3,91%	3,75%
II. KAPITALNE REZERVE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	46,01%	43,55%	41,77%
III. REZERVE IZ DOBITI	67,84%	67,49%	57,77%	57,53%	52,05%	49,67%	63,29%	22,98%	21,83%	20,34%
1. Zakonske rezerve	0,22%	0,22%	0,19%	0,19%	0,18%	0,17%	0,12%	0,09%	0,20%	0,19%
2. Rezerve za vlastite dionice	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	24,72%	0,00%	0,00%	0,60%
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,60%
4. Statutarne rezerve	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ostale rezerve	67,62%	67,27%	57,57%	57,33%	51,88%	49,50%	38,45%	22,89%	21,63%	20,15%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
V. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	2,70%	1,51%	0,00%	0,06%	0,93%	0,18%	1,18%	0,00%	2,51%	3,90%
VI. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	-1,18%	-1,98%	0,06%	0,07%	-0,75%	1,46%	-6,32%	2,77%	2,54%	4,55%
VII. MANJINSKI INTERES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>B) REZERVIRANJA</b>	<b>1,46%</b>	<b>2,64%</b>	<b>5,34%</b>	<b>3,52%</b>	<b>3,53%</b>	<b>3,87%</b>	<b>3,21%</b>	<b>2,53%</b>	<b>2,64%</b>	<b>1,57%</b>
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze	0,20%	0,20%	0,16%	0,08%	0,08%	0,12%	0,09%	0,05%	0,06%	0,06%
2. Rezerviranja za porezne obveze	0,00%	0,00%	0,00%	3,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Druga rezerviranja	1,26%	2,44%	5,18%	0,00%	3,45%	3,75%	3,12%	2,47%	2,58%	1,51%
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>15,77%</b>	<b>15,77%</b>	<b>28,13%</b>	<b>30,29%</b>	<b>35,94%</b>	<b>37,06%</b>	<b>29,38%</b>	<b>18,37%</b>	<b>20,09%</b>	<b>20,77%</b>
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	6,98%	6,95%	5,99%	10,31%	8,65%	8,95%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Obveze za zajmove, depozite i slično	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	7,53%	6,53%	19,27%	19,98%	27,30%	28,11%	29,38%	18,37%	20,09%	20,77%
4. Obveze za predujmove	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Obveze prema dobavljačima	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Obveze po vrijednosnim papirima	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Obveze prema poduzetnicima u kojima postoje sudjeljujući interesi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Ostale dugoročne obveze	1,26%	2,29%	2,87%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
9. Odgođena porezna obveza	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>8,80%</b>	<b>9,46%</b>	<b>4,75%</b>	<b>4,60%</b>	<b>4,73%</b>	<b>4,37%</b>	<b>6,78%</b>	<b>3,21%</b>	<b>2,93%</b>	<b>3,35%</b>
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	0,37%	0,56%	0,19%	0,18%	0,09%	0,11%	1,16%	0,23%	0,18%	0,15%
2. Obveze za zajmove, depozite i slično	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	3,62%	2,90%	2,06%	1,19%	1,55%	1,72%	3,25%	0,99%	1,46%	1,61%
4. Obveze za predujmove	0,36%	0,56%	0,19%	0,15%	0,13%	0,19%	0,20%	0,18%	0,16%	0,18%
5. Obveze prema dobavljačima	0,54%	0,88%	0,77%	0,93%	1,74%	0,71%	1,14%	0,32%	0,22%	0,57%
6. Obveze po vrijednosnim papirima	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Obveze prema poduzetnicima u kojima postoje sudjeljujući interesi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

8. Obveze prema zaposlenicima	0,61%	0,67%	1,06%	0,77%	0,64%	0,72%	0,62%	0,49%	0,49%	0,50%
9. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0,21%	0,25%	0,31%	0,21%	0,18%	0,60%	0,17%	0,83%	0,27%	0,18%
10. Obveze s osnove udjela u rezultatu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
11. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12. Ostale kratkoročne obveze	3,09%	3,62%	0,18%	1,17%	0,40%	0,32%	0,25%	0,17%	0,16%	0,16%
<b>E) ODG. PL. TR. I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	0,00%	0,54%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>F) UKUPNO – PASIVA</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Izvor: Samostalna izrada autora prema podacima dostupnim na *Zagrebačkoj burzi*, raspoloživo na <https://zse.hr> [15.5.2020.]

Tablicom 10. prikazana je strukturna bilanca društva „X“ u razdoblju od 2010. do 2019. godine. Promatrajući strukturu kretanja pozicija aktive bilance vidljivo je kako se u analiziranom razdoblju udio dugotrajne imovine smanjuje s nešto više od 90% na 50% u 2019. godini. Istovremeno, udio kratkotrajne imovine u ukupnoj aktivi bilježi porast udjela od oko 5% na 22% u 2019. godini. Unutar pozicija dugotrajne imovine, vidljivo je kako najveći relativni udio otpada na poziciju dugotrajne materijalne imovine. Unutar navedene pozicije, najveći udio otpada na poziciju građevinskih objekata. Relativni udio dugotrajne materijalne imovine u analiziranom razdoblju se smanjuje. Pozicija dugotrajne financijske imovine u razdoblju od 2010. do 2015. godine imala je izrazito malen udio u ukupnoj aktivi. U 2016. godini dugotrajna financijska imovina činila je nešto više od 28% ukupne vrijednosti aktive. Značajniji porast udjela dugotrajne financijske imovine posljedica je izraženijeg porasta udjela pozicije dionica kod povezanih poduzetnika. Udio pozicije kratkotrajne imovine u razdoblju od 2010. do 2015. godine čini u prosjeku nešto više od 5% vrijednosti ukupne aktive. Značajni porast udjela kratkotrajne imovine ostvaren je u 2017. godini poradi izraženijeg porast udjela pozicije novca koja je u 2017. godini činila gotovo 27% vrijednosti ukupne aktive. U posljednje dvije analizirane godine udio kratkotrajne imovine u ukupnoj imovini je stabilan te iznosi nešto više od 20% ukupne aktive. Pozicije zaliha i potraživanja imaju relativno nizak udio u ukupnoj aktivi u promatranom razdoblju od nešto više od 1% u prosjeku.

Na strani pasive bilance, vidljivo je kako udio kapitala i rezervi kroz veći dio razdoblja čini oko 75% vrijednosti ukupne pasive. Najniži udio pozicije kapitala i rezervi ostvaren je u razdoblju od 2012. do 2016. godine kada je pozicija kapitala i rezervi činila u prosjeku 60% vrijednosti ukupne pasive. Unutar pozicije kapitala i rezervi vidljivo je kako je udio temeljnog kapitala kroz analizirano razdoblje čini u prosjeku

nešto više od 3% vrijednosti ukupne pasive. Pozicija kapitalnih rezervi od 2017. godine predstavlja najznačajniju poziciju kapitala i rezervi što je posljedica dokapitalizacije koja je izvršena u 2017. godini. Udio kapitalnih rezervi u posljednje tri godine je u prosjeku oko 43% vrijednosti ukupne pasive. Pozicija rezervi iz dobiti predstavlja najznačajniju poziciju kapitala i rezervi u razdoblju od 2010. do 2016. godine uz vidljiv trend smanjivanja relativnog udjela. Najznačajnija pozicija rezervi iz dobiti jesu ostale rezerve. Pozicija zadržane dobiti u analiziranom razdoblju čini relativno mali udio u vrijednosti ukupne pasive. U 2019. godini udio zadržane dobiti iznosio je nešto manje od 4% vrijednosti ukupne pasive. Pozicija dobiti ili gubitka poslovne godine u 2010., 2011., 2014. i 2016. godini poprima negativni relativni udio koji je posljedica ostvarenog gubitka u poslovanju. U preostalim analiziranim godinama društvo „X“ poslovalo je s pozitivnim rezultatom poslovanja pa je shodno navedenom ostvaren pozitivan relativni udio naveden pozicije. U 2019. godini dobit poslovne godine činila je nešto više od 4% vrijednosti ukupne pasive. Relativni udio pozicije rezerviranja u analiziranom razdoblju bilježi fluktuirajuću dinamiku kretanja. Najveći relativni udio ostvaren je u 2012. godini kada su rezerviranja činila nešto više od 5% vrijednosti ukupne pasive. U razdoblju od 2013. do 2019. godini udio rezerviranja čini u prosjeku nešto više od 2% vrijednosti ukupne pasive. Udio pozicije dugoročnih obveza u prve dvije promatrane godine činio je oko 15% vrijednosti ukupne pasive. Najveći relativni udio dugoročnih obveza ostvaren je u 2015. godini od nešto više od 37% vrijednosti ukupne pasive. Od 2016. godine vidljiv je trend smanjenja relativnog udjela dugoročnih obveza te je relativni udio dugoročnih obveza u posljednje dvije analizirane godine činio oko 20% vrijednosti ukupne pasive. Najznačajnija pozicija dugoročnih obveza kroz cijelo analizirano razdoblje je pozicija dugoročnih obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama. Pored navedene pozicije, u razdoblju od 2010. do 2015. godine druga najznačajnija pozicija bila je pozicija obveza prema povezanim poduzetnicima s relativnim udjelom od oko 8%. Udio kratkoročnih obveza u ukupnoj pasivi u analiziranom razdoblju bilježi trend smanjivanja relativnog udjela. U prve dvije analizirane godine kratkoročne obveze činile su oko 8% vrijednosti pasive. U razdoblju od 2012. do 2015. godine udio kratkoročnih obveza u ukupnoj pasivi iznosio je oko 4%. Posljednje tri analizirane godine kratkoročne obveze činile su oko 3% vrijednosti ukupne pasive. Najveći relativni udio unutar pozicije kratkoročnih obveza u analiziranom razdoblju otpada na poziciju obveza prema bankama i drugim

financijskim institucijama. Ostale pozicije kratkoročnih obveza čine gotovo neznatni relativni udio u vrijednosti ukupne pasive.

Temeljem provedene vertikalne analize bilance društva „X“ u analiziranom razdoblju mogu se izvući sljedeći zaključci. U strukturi aktive bilance vidljiv je trend porast relativnog udjela pozicije kratkotrajne imovine uz istovremeno smanjenje relativnog udjela dugotrajne imovine. Unutar kratkotrajne imovine ostvareno je značajnije povećanje udjela novca kao najlikvidnijeg oblika imovine što se u konačnici pozitivno reflektiralo na stupanj likvidnosti društva „X“. Na strani pasive, vlastiti izvori financiranja čine gotovo tri četvrtine ukupnih izvora financiranja imovine društva „X“. Obveze kao tuđi izvor financiranja bilježe smanjenje relativnog udjela na strani dugoročnih obveza uz istovremeno smanjenje relativnog udjela na strani kratkoročnih obveza. Smanjenje udjela kratkoročnih obveza uz istovremeno značajnije povećanje udjela novca pozitivno se reflektira na stupanj likvidnosti društva „X“.

#### 4.2.3. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka društva „X“

Komparativni račun dobiti i gubitka služi kao podloga za provođenje horizontalne analize u cilju utvrđivanja dinamike kretanja pozicija računa dobiti i gubitka društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine.

Tablica 11. Komparativni račun dobiti i gubitak društva „X“

Komparativni račun dobiti i gubitka društva "X"									
Naziv pozicije	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	16,54%	14,27%	8,40%	5,71%	15,08%	7,63%	24,86%	5,29%	4,41%
1. Prihodi od prodaje	15,32%	15,03%	8,23%	6,23%	15,18%	7,66%	24,48%	4,95%	3,10%
2. Ostali poslovni prihodi	638,05%	-46,09%	37,10%	-64,59%	-25,90%	-13,28%	320,59%	83,20%	176,64%
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	19,70%	3,59%	7,01%	10,26%	4,96%	55,76%	-21,94%	10,18%	6,47%
1. Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Materijalni troškovi	27,40%	4,31%	5,54%	7,44%	9,49%	11,49%	21,99%	11,26%	4,78%
a) Troškovi sirovina i materijala	8,77%	0,00%	5,79%	1,03%	10,16%	19,10%	19,01%	8,18%	5,04%
b) Troškovi prodane robe	-22,96%	114,36%	144,16%	-6,55%	37,31%	-55,59%	-21,58%	5568,71%	29,76%
c) Ostali vanjski troškovi	47,93%	7,80%	5,35%	12,28%	9,04%	6,27%	24,28%	13,38%	4,57%
<b>3. Troškovi osoblja</b>	8,81%	11,41%	-1,82%	0,94%	9,38%	10,13%	23,06%	12,03%	6,79%

a) Neto plaće i nadnice	11,40%	14,23%	-4,01%	-1,92%	11,75%	9,14%	25,01%	12,29%	9,95%
b) Troškovi poreza i doprinosa iz plaća	3,21%	10,84%	3,40%	2,13%	3,86%	12,67%	19,06%	13,64%	2,64%
c) Doprinosi na plaće	7,34%	-1,31%	-0,20%	14,00%	8,85%	10,21%	21,25%	7,84%	-1,38%
<b>4. Amortizacija</b>	-3,68%	15,71%	18,93%	6,01%	15,55%	-7,88%	-7,99%	6,56%	17,93%
<b>5. Ostali troškovi</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>6. Vrijednosno usklađivanje</b>	-	-	-	-	-	-	-100,00%	-	-
a) dugotrajne imovine (osim financijske imovine)	-	-	-	-	-	-	-100,00%	-	-
b) kratkotrajne imovine (osim financijske imovine)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>7. Rezerviranja</b>	-	-	-	-	-	-	-4,22%	-6,18%	-100,00%
<b>8. Ostali poslovni rashodi</b>	60,50%	-22,41%	20,29%	42,88%	-20,00%	14,85%	-13,23%	5,42%	1,48%
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	11,66%	318,39%	-92,31%	1,22%	1584,62%	66,38%	566,68%	-62,87%	63,21%
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	-	-	-	-	-	-	-	-14,09%	64,38%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	-38,86%	1676,28%	-93,79%	11,53%	1826,96%	51,16%	308,06%	-99,15%	-27,89%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ostali financijski prihodi	48,49%	-89,18%	-19,68%	-38,09%	-79,88%	10074,26%	29,80%	-100,00%	-
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	17,66%	7,53%	22,36%	-2,71%	6,20%	50,41%	-17,96%	-50,35%	6,38%
1. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi s povezanim poduzetnicima	70,78%	3,47%	-1,31%	-14,58%	3,65%	72,83%	-82,21%	-57,65%	-99,26%
2. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	-10,70%	14,28%	48,60%	4,04%	7,96%	41,84%	5,81%	-40,54%	14,29%
3. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Ostali financijski rashodi	-27,20%	-21,97%	-7,03%	48,53%	-0,88%	-45,62%	1270,09%	-96,80%	60,12%
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VII. IZVANREDNI - OSTALI PRIHODI</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VIII. IZVANREDNI - OSTALI RASHODI</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	16,54%	14,47%	8,16%	5,71%	15,34%	7,77%	26,85%	3,98%	4,82%
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	19,55%	3,88%	8,16%	9,16%	5,05%	55,35%	-21,64%	5,49%	6,47%
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	65,87%	-110,45%	8,62%	-397,87%	-424,57%	-651,07%	-162,40%	-3,43%	-4,02%
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	52,23%	-148,78%	8,03%	-10,05%	257,34%	-499,94%	-166,84%	-4,02%	-411,78%
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	68,59%	-103,52%	10,10%	-1349,61%	-304,11%	-697,81%	-161,49%	-3,30%	87,02%

Izvor: Samostalna izrada autora prema podacima dostupnim na *Zagrebačkoj burzi*,  
raspoloživo na <https://zse.hr> [15.5.2020.]

Tablicom 11. prikazan je komparativni račun dobiti i gubitka društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine. Polazeći u horizontalnoj analizi računa dobiti i gubitka od pozicije poslovnih prihoda vidljivo je kako poslovni prihodi kroz cijelo analizirano razdoblje bilježe kontinuirani trend porasta vrijednosti. Razlog porasta vrijednosti poslovnih prihoda jest kontinuirani trend porasta ostvarenih prihoda od prodaje u analiziranom razdoblju. Najznačajnije povećanje prihoda od prodaje ostvareno je u 2017. godini od 24,48% što je posljedica proširenja poslovnih aktivnosti koje je ostvareno stjecanjem novog poslovnog subjekta. Pozicija ostalih poslovnih prihoda u analiziranom razdoblju bilježi fluktuirajuću dinamiku kretanja, ali s obzirom na to da navedena pozicija čini tek neznatni udio u ukupnim poslovnim prihodima, dinamika kretanja navedene pozicije nije značajnije utjecala na dinamiku kretanja ukupnih poslovnih prihoda.

Pozicija poslovnih rashoda kroz veći dio analiziranog razdoblja bilježi trend porasta vrijednosti. Izuzetak je 2017. godina kada su ostvareni poslovni rashodi bili za gotovo 22% manji u usporedbi s 2016. godinom. Komparirajući dinamiku rasta poslovnih prihoda i poslovnih rashoda u analiziranom razdoblju može se vidjeti kako poslovni rashodi u 2011., 2014., 2016., 2018. i 2019. godini bilježe veću dinamiku rasta od dinamike rasta poslovnih prihoda. Pozicija materijalnih troškova kroz cijelo analizirano razdoblje bilježi kontinuirani porast vrijednosti ponajprije radi kontinuiranog porasta vrijednosti najznačajnijih troškova unutar navedene pozicije, a to su troškovi sirovina i materijala te ostali vanjski troškovi. Pozicija troškova osoblja isto tako kroz gotovo cijelo analizirano razdoblje bilježi trend porasta vrijednosti. Izuzetak je 2013. godina kada su troškovi osoblja bili za 1,82% manji u usporedbi s 2012. godinom. Uspoređujući dinamiku kretanja prihoda od prodaje kao najznačajnije pozicije poslovnih prihoda s dinamikom kretanja materijalnih troškova i troškova osoblja kako jednih od najznačajnijih pozicija poslovnih rashoda, može se vidjeti pozitivni korelacijski odnos. Naime, povećanje poslovnih prihoda uzrokovano povećanjem obujma poslovnih aktivnosti istovremeno uvjetuje porast materijalnih troškova i troškova osoblja koji su potrebni kako bi se na odgovarajući način uspješno odgovorilo na porast poslovnih tj. prodajnih aktivnosti. Pozicija troškova amortizacije kroz veći dio analiziranog razdoblja bilježi trend porasta vrijednosti. Izuzetak jesu 2011., 2016. i 2017. godina kada je ostvareno smanjenje troškova amortizacije. U 2011. godini troškovi amortizacije smanjeni su za 3,68% u usporedbi s 2010. godinom dok su u 2016. i 2017. godini troškovi amortizacije umanjeni za nešto manje od 8%. Društvo „X“



analiziranom razdoblju nije imalo ostvarene rashode po osnovi vrijednosnog usklađivanja. Izuzetak je 2016. godine kada je društvo provelo vrijednosno usklađivanje vezano uz vrijednost dugotrajne imovine. Pozicija ostalih poslovnih rashoda kroz veći dio promatranog razdoblja bilježi trend porasta vrijednosti. Smanjenje ostalih poslovnih rashoda ostvareno je u 2012. godini za nešto više od 22%, u 2015. godini za 20% dok je vrijednost ostalih poslovnih rashoda u 2017. godini umanjena za nešto više od 13% u usporedbi s 2016. godinom.

Pozicija financijskih prihoda kroz veći dio analiziranog razdoblja bilježi trend porast vrijednosti. U 2015. godini ostvaren je porast ostvarenih financijskih prihoda od 1585% u usporedbi s 2014. godini koji je posljedica izraženijeg porasta prihoda ostvarenih po osnovi pozitivnih tečajnih razlika. U 2017. godini financijski prihodi uvećani su za 567% u usporedbi s prethodnom godinom. Posljedica navedenog povećanja financijskih prihoda je izraženiji porast prihoda ostvarenih po osnovi pozitivnih tečajnih razlika te porasta kamata ostvarenih po danim zajmovima povezanim poduzetnicima. U 2018. godini vrijednost financijskih prihoda umanjena je za nešto manje od 63% što je posljedica u prvom redu smanjivanja prihoda ostvarenih po osnovi pozitivnih tečajnih razlika. U posljednjoj analiziranoj godini financijski prihodi bilježe porast od nešto više od 64% što je rezultanta porasta prihoda ostvarenih po osnovi danih zajmova povezanim poduzetnicima.

Pozicija financijskih rashoda u prve četiri godine bilježi trend porasta poradi porasta rashoda vezanih uz kamata. U 2014. godini ostvareno je smanjenje financijskih rashoda za nešto manje od 3%. U 2015. i 2016. godini financijski rashodi ponovo bilježe trend rasta poradi nešto izraženijeg porasta rashoda vezanih za kamate. U posljednje dvije analizirane godine vrijednost financijskih rashoda vraća se na razinu iz prve analizirane godine pri čemu je vidljivo značajnije povećanje rashoda vezanih za kamate na primljene dugoročne kredite banaka.

Pozicija ukupnih prihoda u analiziranom razdoblju bilježi kontinuiraju trend porasta vrijednosti. Ukupnih rashodi isto tako kroz veći dio analiziranog razdoblja bilježe trend rasta. Izuzetak je 2017. godina kada je vrijednost ukupnih rashoda umanjena za 21,6% u odnosu na 2016. godinu što je posljedica izraženijeg smanjenja rashoda vezanih uz vrijednosno usklađivanje dugotrajne imovine. Komparirajući dinamiku rasta ukupnih prihoda i ukupnih rashoda može se vidjeti kako u 2011., 2014., 2016., 2018. i 2019. godini dinamika rasta ukupnih rashoda je veća od dinamike rasta ukupnih prihoda.

Pozicija dobiti ili gubitka prije oporezivanja u analiziranom razdoblju bilježi fluktuirajuću dinamiku kretanja poradi toga što je društvo „X“ u 2010., 2011., 2014. i 2016. godini ostvarilo gubitak prije oporezivanja. U konačnici, pozicija dobiti ili gubitka nakon oporezivanja isto tako ostvaruje fluktuirajuću dinamiku kretanja u analiziranom razdoblju pri čemu je potrebno istaknuti kako je društvo „X“ u posljednje tri analizirane godine poslovalo s pozitivnim rezultatom poslovanja te je u 2019. godini ostvarena dobit nakon oporezivanja bila za 87% veća u usporedbi s ostvarenom dobiti u 2018. godinom.

Temeljem provedene horizontalne analize računa dobiti i gubitka društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine mogu se izvesti sljedeći zaključci. Kroz analizirano razdoblje društvo „X“ ostvaruje kontinuirani trend porasta ukupnih prihoda uz istovremeni trend porast ukupnih rashoda. Kroz dio analiziranog razdoblja dinamika rasta ukupnih rashoda veća je od dinamike rasta ukupnih prihoda što se je negativno odrazilo na krajnji rezultat poslovanja. Dinamika rasta financijskih prihoda kroz veći dio promatranog razdoblja veća je od dinamike rasta financijskih rashoda. Društvo „X“ je u četiri od deset analiziranih godina poslovalo s negativnim rezultatom poslovanja, ali važno je istaknuti kako je u posljednje tri analizirane godine društvo poslovalo s pozitivnim rezultatom poslovanja pri čemu je vidljiv trend porasta ostvarene dobiti nakon oporezivanja što se je u pozitivnom smislu reflektiralo na porast stupnja profitabilnosti društva „X“.

#### 4.2.4. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka društva „X“

Strukturni račun dobiti i gubitka služi kao podloga za provođenje vertikalne analize koja prikazuje informacije o relativnoj strukturi pozicija računa dobiti i gubitka društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine.

Tablica 12. Strukturni račun dobiti i gubitka društva „X“

Strukturni račun dobiti i gubitka društva "X"										
Naziv pozicije	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	99,93%	99,93%	99,76%	99,98%	99,98%	99,76%	99,63%	98,08%	99,31%	98,93%
1. Prihodi od prodaje	99,74%	98,69%	99,18%	99,24%	99,73%	99,60%	99,51%	97,65%	98,56%	96,95%
2. Ostali poslovni prihodi	0,20%	1,24%	0,59%	0,74%	0,25%	0,16%	0,13%	0,43%	0,75%	1,98%
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	92,64%	92,75%	92,50%	91,51%	92,44%	92,35%	92,60%	92,25%	96,35%	96,35%
1. Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Materijalni troškovi	32,18%	34,29%	34,43%	33,60%	33,07%	34,47%	24,73%	38,51%	40,61%	39,97%
a) Troškovi sirovina i materijala	16,87%	15,35%	14,77%	14,45%	13,37%	14,02%	10,75%	16,33%	16,74%	16,52%
b) Troškovi prodane robe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,04%
c) Ostali vanjski troškovi	15,31%	18,94%	19,66%	19,15%	19,70%	20,44%	13,98%	22,18%	23,84%	23,41%
3. Troškovi osoblja	32,50%	29,58%	31,72%	28,80%	26,63%	27,72%	19,65%	30,87%	32,78%	32,88%
a) Neto plaće i nadnice	20,09%	18,72%	20,58%	18,27%	16,41%	17,46%	12,27%	19,57%	20,83%	21,51%
b) Troškovi poreza i doprinosa iz plaća	8,15%	7,04%	7,51%	7,18%	6,72%	6,64%	4,82%	7,32%	7,88%	7,60%
c) Doprinosi na plaće	4,26%	3,82%	3,63%	3,35%	3,50%	3,63%	2,57%	3,98%	4,07%	3,77%
4. Amortizacija	16,12%	12,99%	14,47%	15,91%	15,45%	16,99%	10,08%	11,83%	11,95%	13,24%
5. Ostali troškovi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Vrijednosno usklađivanje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	28,18%	0,00%	0,00%	0,00%
a) dugotrajne imovine (osim financijske imovine)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	28,18%	0,00%	0,00%	0,00%
b) kratkotrajne imovine (osim financijske imovine)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Rezerviranja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,22%	0,27%	0,24%	0,00%
8. Ostali poslovni rashodi	11,84%	15,90%	11,88%	13,21%	17,29%	13,17%	9,73%	10,78%	10,77%	10,27%
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	0,07%	0,07%	0,24%	0,02%	0,02%	0,24%	0,37%	1,92%	0,69%	1,07%
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,82%	0,68%	1,06%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	0,03%	0,02%	0,23%	0,01%	0,01%	0,24%	0,33%	1,07%	0,01%	0,01%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

4. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ostali financijski prihodi	0,04%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,03%	0,00%	0,00%
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>7,36%</b>	<b>7,25%</b>	<b>7,50%</b>	<b>8,49%</b>	<b>7,56%</b>	<b>7,65%</b>	<b>7,40%</b>	<b>7,75%</b>	<b>3,65%</b>	<b>3,65%</b>
1. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi s povezanim poduzetnicima	2,64%	3,77%	3,75%	3,43%	2,68%	2,64%	2,94%	0,67%	0,27%	0,00%
2. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	4,35%	3,25%	3,58%	4,92%	4,69%	4,81%	4,40%	5,94%	3,35%	3,59%
3. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Ostali financijski rashodi	0,37%	0,23%	0,17%	0,15%	0,20%	0,19%	0,07%	1,15%	0,03%	0,05%
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>VII. IZVANREDNI - OSTALI PRIHODI</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>VIII. IZVANREDNI - OSTALI RASHODI</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>-6,51%</b>	<b>-9,26%</b>	<b>0,85%</b>	<b>0,85%</b>	<b>-2,39%</b>	<b>6,74%</b>	<b>-34,45%</b>	<b>16,95%</b>	<b>15,74%</b>	<b>14,41%</b>
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>-1,09%</b>	<b>-1,42%</b>	<b>0,60%</b>	<b>0,60%</b>	<b>0,51%</b>	<b>1,59%</b>	<b>-5,91%</b>	<b>3,11%</b>	<b>2,87%</b>	<b>-8,54%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>-5,42%</b>	<b>-7,85%</b>	<b>0,24%</b>	<b>0,25%</b>	<b>-2,91%</b>	<b>5,15%</b>	<b>-28,54%</b>	<b>13,83%</b>	<b>12,87%</b>	<b>22,96%</b>

Izvor: Samostalna izrada autora prema podacima dostupnim na *Zagrebačkoj burzi*, raspoloživo na <https://zse.hr> [15.5.2020.]

Tablicom 12. prikazan je strukturni račun dobiti i gubitka društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine. Strukturni račun dobiti i gubitka društva „X“ formiran je na način da su sve pozicije prihoda izjednačene s ukupnih prihoda dok su sve pozicije rashode izjednačene s ukupnim rashodima. Pozicije poslovnog rezultata (prije i nakon oporezivanja) izjednačene su s ukupnim приходima.

Promatrajući strukturu prihoda društva „X“ u analiziranom razdoblju vidljivo je kako najveći relativni udio otpada na poslovne prihode koji u prosjeku čine nešto više od 99% ukupnih prihoda. Najznačajnija pozicija poslovnih prihoda jesu prihodi od prodaje s relativnim udjelom od oko 99% kroz cijelo razdoblje. U posljednjoj analiziranoj godini vidljivo je blago smanjenje udjela prihoda od prodaje uz istovremeno blago povećanje udjela ostalih poslovnih prihoda. Preostali relativni udio u ukupnim приходima otpada na financijske prihode koje čine gotovo nezatni udio u ukupnim

prihodima. Najveći relativni udio financijski prihodi ostvarili su u 2017. godini kada su činili gotovo 2% vrijednosti ukupnih prihoda.

U strukturi rashoda vidljivo je kako najveći relativni udio otpada na poslovne rashode koji su u razdoblju od 2010. do 2017. godine činili u prosjeku 92% ukupnih rashoda. U posljednje dvije analizirane godine udio poslovnih prihoda u ukupnim prihodima je povećan na nešto više od 96% što je posljedica smanjivanja udjela financijskih rashoda u ukupnim rashodima. Unutar strukture poslovnih rashoda vidljivo je kako je najveći relativni udio otpada na poziciju materijalnih troškova koji u analiziranom razdoblju ostvaruju porast relativnog udjela. U 2019. godini materijalni troškovi činili su gotovo 40% ukupnih rashoda. Najznačajnije pozicije materijalnih troškova jesu troškovi sirovina i materijala te ostali vanjski troškovi. Troškovi osoblja kroz veći dio analiziranog razdoblja čine u prosjeku oko 30% vrijednosti ukupnih rashoda. Najveći udio troškova osoblja otpada na neto plaće i nadnice. U 2019. godini udio troškova osoblja u ukupnim rashodima iznosio je nešto manje od 33%. Troškovi amortizacije u analiziranom razdoblju čine u prosjeku oko 13% vrijednosti ukupnih rashoda dok ostali poslovni rashodi čine oko 10% ukupnih rashoda. Najizraženija promjena u strukturi poslovnih rashoda u analiziranom razdoblju ostvarena je u 2016. godini. Naime, navedene godine udio rashoda vezan uz vrijednosno usklađivanje dugotrajne imovine činio je 28,18% ukupnih rashoda što je imalo za posljedica smanjivanje relativnog udjela najznačajnijih pozicija poslovnih rashoda u navedenoj godini. Udio financijskih rashoda u ukupnim rashodima je u razdoblju od 2010. do 2017. godini iznosio u prosjeku 7%. U posljednje dvije analizirane godine udio financijskih rashoda u ukupnim rashodima smanjen je na nešto više od 3%. Smanjenje relativnog udjela financijskih rashoda u ukupnim rashodima posljedica je smanjenja rashoda vezanih uz kamate na primljene kredite poradi smanjenja obveza prema bankama vezanih uz primljene kredite.

U 2010. i 2011. godini društvo „X“ ostvarilo je gubitak razdoblja u visini od 5,42% odnosno 7,85% ukupnih prihoda. U 2012. i 2013. godini društvo je poslovalo s dobiti koja je ostvarena u visini od 0,25% ukupnih prihoda. 2014. godini društvo „X“ ponovo je ostvarilo gubitak razdoblja u visini 2,91% ukupnih prihoda. U 2015. godini društvo ostvaruje dobit razdoblja koja je iznosila nešto više od 5% vrijednosti ukupnih prihoda. U 2016. godini društvo je ostvarilo najveći gubitak razdoblja u cijelom analiziranom razdoblju. Gubitak razdoblja iznosio je 28,54% ukupnih prihoda. U posljednje tri

analizirane godine društvo posluje s dobiti. U 2019. godini ostvarena je dobit razdoblja u visini od 23% ukupnih prihoda.

Temeljem proveden vertikalne analize računa dobiti i gubitka društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine mogu se izvesti sljedeći zaključci. Udio poslovnih prihoda u ukupnim prihodima u analiziranom razdoblju zadržava svoj relativni udio. Udio financijskih prihoda isto tako zadržava približno jednaki udio u ukupnim prihodima. Temeljem navedenog može se zaključiti kako u analiziranom razdoblju nije došlo do značajnijih promjena u strukturi prihoda društva „X“. Struktura ukupnih prihoda nešto izražajnije je izmijenjena u posljednje dvije analizirane godine poradi promjena u strukturi poslovnih i financijskih rashoda. Naime, udio poslovnih rashoda u ukupnim rashodima je uvećan uz istovremeno smanjenje udjela financijskih rashoda poradi smanjenja udjela kamata na primljene kredite banaka, a što je u konačnici pozitivan znak u kontekstu smanjivanja stupnja zaduženosti društva „X“.

## 4.2.5. Analiza poslovanja društva „X“ pomoću financijskih pokazatelja

### 4.2.5.1 Analiza pokazatelja likvidnosti

Tablica 13. Pokazatelji likvidnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“

Pokazatelji likvidnosti										
Pokazatelji likvidnosti	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Pokazatelj trenutne likvidnosti "X"	0,0629	0,0056	0,5256	0,6349	1,1507	2,0181	0,7712	8,9983	8,8656	6,5245
Pokazatelj trenutne likvidnosti "UG"	0,1057	0,1941	0,1980	0,1963	0,1625	0,2448	0,1816	0,1655	0,1985	0,6833
Pokazatelj ubrzane likvidnosti "X"	0,2312	0,1347	0,8190	0,9604	1,3247	2,1575	0,9123	9,1397	9,0201	6,6756
Pokazatelj ubrzane likvidnosti "UG"	0,1709	0,2498	0,2990	0,4084	0,2524	0,3499	0,2952	0,2260	0,2962	0,7931
Pokazatelj tekuće likvidnosti "X"	0,2402	0,2205	0,8321	0,9724	1,3430	2,1821	0,9257	9,1640	9,0468	6,6974
Pokazatelj tekuće likvidnosti "UG"	0,2761	0,3803	0,4502	0,5867	0,4064	0,4910	0,4379	0,3951	0,3698	0,8623
Pokazatelj financijske stabilnosti "X"	1,0734	1,0866	1,0084	1,0013	0,9830	0,9460	1,0054	0,7295	0,7568	0,8028
Pokazatelj financijske stabilnosti "UG"	1,1667	1,1407	1,1154	1,0834	1,1119	1,0942	1,1026	1,1139	1,1001	1,0279
Udio novca u kratkotrajnoj imovini "X"	0,2617	0,0254	0,6316	0,6530	0,8568	0,9249	0,8331	0,9819	0,9800	0,9742
Udio novca u kratkotrajnoj imovini "UG"	0,3829	0,5103	0,4398	0,3345	0,3999	0,4985	0,4148	0,4188	0,5368	0,7924
Udio radnog kapitala u imovini "X"	-0,0669	-0,0779	-0,0080	-0,0013	0,0162	0,0517	-0,0050	0,2618	0,2361	0,1906
Udio radnog kapitala u imovini "UG"	-0,1355	-0,1147	-0,0954	-0,0694	-0,0941	-0,0795	-0,0868	-0,0959	-0,0864	-0,0124

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 13. prikazani su pokazatelji likvidnosti društva „X“ i usporedive grupe za analizirano razdoblje od 2010. do 2019. godine.

Pokazatelj trenutne likvidnosti društva „X“ u prve dvije analizirane godine poprima najnižu razinu poradi značajnije vrijednosti kratkoročnih obveza u odnosu na nisku vrijednosti novca. Od 2012. godine vrijednost pokazatelja bilježi trend rasta zbog porasta novca uz istovremeno smanjenje kratkoročnih obveza. Pokazatelj trenutne likvidnosti društva „X“ poprima najveću vrijednost u 2017. godini zbog izraženijeg porasta novca koji je posljedica priljeva dodatnih financijskih sredstava osiguranih kroz dokapitalizaciju uz istovremeno značajnije smanjenje kratkoročnih obveza. U 2019. godini pokazatelj trenutne likvidnosti iznosio je 6,5245 što znači da su sve kratkoročne obveze pokrivena najlikvidnijim oblikom imovine tj. novcem više od šest puta. Uspoređujući trenutnu likvidnost društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako se trenutna likvidnost usporedive grupe kroz analizirano razdoblje nalazi na otprilike jednakoj razini dok je trenutna likvidnost društva „X“ značajnije poboljšana u posljednje tri analizirane godine.

Pokazatelj ubrzane likvidnosti društva „X“ u prve dvije godine poprima najnižu vrijednost zbog niske vrijednosti novca i potraživanja naspram vrijednosti kratkoročnih obveza. U razdoblju od 2013. do 2015. vidljiv je trend poboljšanja ubrzane likvidnosti zbog porasta novca i smanjenja kratkoročnih obveza. U 2016. godini ubrzana likvidnost društva „X“ značajnije je umanjena u usporedbi s 2015. godinom poradi izraženijeg porasta vrijednosti kratkoročnih obveza i smanjenja novca. Od 2017. godine stupanj ubrzane likvidnosti društva „X“ značajnije je poboljšan zbog već prethodno spomenutog priljeva novca osiguranog uz dokapitalizaciju. Uspoređujući ubranu likvidnost društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako je gotovo kroz cijelo analizirano razdoblje društvo „X“ imalo veću ubranu likvidnost u usporedbi s usporedivom grupom što je rezultanta značajnije veće omjera između novca i potraživanja u odnosu na vrijednost kratkoročnih obveza.

Pokazatelj tekuće likvidnosti u 2010. i 2011. godini poprima najnižu vrijednost u cijelom analiziranom razdoblju. Od 2012. godine vidljivo je trend poboljšanja tekuće likvidnosti što je posljedica izraženijeg porasta vrijednosti kratkotrajne imovine u usporedbi s rastom vrijednosti kratkoročnih obveza. U posljednje tri analizirane godine stupanj tekuće likvidnosti društva „X“ značajnije je poboljšan zbog izraženijeg porasta vrijednosti kratkotrajne imovine uz istovremeno smanjenje kratkoročnih obveza. Uspoređujući tekuću likvidnost društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako kroz veći dio analiziranog razdoblja društvo „X“ imalo je veći stupanj tekuće likvidnosti od usporedive grupe.

Pokazatelj financijske stabilnosti društva „X“ u razdoblju od 2010. do 2014. godine te u 2016. godini poprima vrijednost veću od jedan što znači da je u navedenom razdoblju postojao deficit radnog kapitala odnosno da je vrijednost kratkoročnih obveza bila veća od vrijednosti kratkotrajne imovine. Navedeno isto tako ukazuje na postojanje ročne neusklađenosti tj. da se je jedan dio dugotrajne imovine financirao iz kratkoročnih obveza. U preostalim godinama analiziranog razdoblja pokazatelj financijske stabilnosti poprima vrijednost veću od jedan zbog činjenice što je vrijednost kratkoročne imovine bila veća od vrijednosti kratkoročnih obveza tj. postojao je suficit radnog kapitala. U posljednje tri analizirane godine stupanj financijske stabilnosti društva „X“ značajnije je poboljšan zbog izraženijeg povećanja vrijednosti kapitala. Uspoređujući financijsku stabilnost društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako je u cijelom analiziranom razdoblju pokazatelj financijske stabilnosti usporedive grupe poprimao vrijednost veću od jedan što znači da je kod usporedive grupe



vrijednost kratkoročnih obveza bila veća od vrijednosti kratkotrajne imovine tj. postojao je deficit radnog kapitala i ročna neusklađenost.

Promatrajući udio novca u kratkotrajnoj imovini vidljivo je kako je društvo „X“ imalo najmanji udio novca u 2011. godini od nešto više od 2%. U preostalim analiziranim godinama vidljiv je trend porasta udjela novca u kratkotrajnoj imovini te novac kroz veći dio razdoblja predstavlja najznačajniju poziciju kratkotrajne imovine. Usporediva grupa u analiziranom razdoblju imala je niži udio novca u kratkotrajnoj imovini u usporedbi s društvom „X“.

Udio radnog kapitala u imovini kod društva „X“ je u razdoblju od 2011. do 2014. te u 2016. godini negativan zbog toga što je vrijednost kratkoročnih obveza bila veća od vrijednost kratkotrajne imovine. U posljednje tri analizirane godine udio radnog kapitala u imovini značajnije je povećan poradi izraženijeg porasta vrijednosti kratkotrajne imovine te čini u prosjeku jednu četvrtinu vrijednosti ukupne imovine. Udio radnog kapitala u imovini usporedive grupe u cijelom analiziranom razdoblju je negativan zbog toga što je vrijednost kratkoročnih obveza veća od vrijednosti kratkotrajne imovine.

Temeljem provedene analize pokazatelja likvidnosti društva „X“ i usporedive grupe u razdoblju od 2010. do 2019. godine može se zaključiti kako je u analiziranom razdoblju stupanj likvidnost društva „X“ povećan. Ključni razlog poboljšanju stupnja likvidnosti jest izraženiji porast vrijednosti kratkotrajne imovine i to njenog najlikvidnijeg oblika – novca uz istovremeno održavanje vrijednosti kratkoročnih obveza na otprilike jednakoj razini. Uspoređujući likvidnost društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako društvo „X“ ima veći stupanj likvidnosti.

#### 4.2.5.2. Analiza pokazatelja zaduženosti

Tablica 14. Pokazatelji zaduženosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“

Pokazatelji zaduženosti										
Pokazatelji zaduženosti	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Pokazatelj zaduženosti "X"	0,2457	0,2577	0,3288	0,3489	0,4067	0,4143	0,3616	0,2157	0,2302	0,2412
Pokazatelj zaduženosti "UG"	0,2557	0,2709	0,2602	0,3095	0,3687	0,3796	0,3854	0,4015	0,4160	0,4058
Pokazatelj vlastitog financiranja "X"	0,7543	0,7423	0,6712	0,6511	0,5933	0,5857	0,6384	0,7843	0,7698	0,7588
Pokazatelj vlastitog financiranja "UG"	0,7443	0,7291	0,7398	0,6905	0,6313	0,6204	0,6146	0,5985	0,5840	0,5817
Pokazatelj financiranja "X"	0,3258	0,3471	0,4900	0,5359	0,6854	0,7074	0,5664	0,2751	0,2991	0,3179

Pokazatelj financiranja "UG"	0,3435	0,3715	0,3517	0,4483	0,5841	0,6119	0,6270	0,6708	0,7124	0,6976
Pokriće troškova kamata "X"	0,1262	-0,2074	1,1163	1,1027	0,6826	1,9682	-2,4913	4,0895	6,1682	5,6859
Pokriće troškova kamata "UG"	0,4110	2,6656	5,3222	6,7370	11,4367	4,8080	9,1416	8,8825	6,0444	7,5519
Faktor zaduženosti "X"	9,5872	16,0500	9,0313	8,1003	12,2465	6,9725	-10,8980	4,5515	5,0925	3,5500
Faktor zaduženosti "UG"	4,9781	4,6082	2,9783	3,5228	4,5491	4,3570	3,4492	3,9089	3,2911	3,3865
Stupanj pokrića I. "X"	0,7706	0,7591	0,6988	0,6816	0,6335	0,6474	0,6812	1,1106	1,0479	0,9780
Stupanj pokrića I. "UG"	0,7849	0,7843	0,8025	0,7660	0,6747	0,6719	0,6592	0,6385	0,6152	0,6307
Stupanj pokrića II. "X"	0,9316	0,9203	0,9917	0,9987	1,0173	1,0571	0,9946	1,3707	1,3214	1,2457
Stupanj pokrića II. "UG"	0,8572	0,8766	0,8965	0,9230	0,8994	0,9139	0,9069	0,8977	0,9090	0,9729
Pokazatelj financijske poluge "X"	21,7216	21,8339	25,3294	25,4345	28,1103	29,4590	40,6015	24,2121	25,5839	26,6730
Pokazatelj financijske poluge "UG"	1,6070	1,7427	1,7545	1,9359	1,9889	2,0901	2,2491	2,3380	2,6080	2,8006
Indeks financijske poluge "X"	-3,5504	60,5093	0,0457	0,0437	-1,0105	0,7213	2,4800	0,9897	1,0409	1,1540
Indeks financijske poluge "UG"	-81,2612	0,7432	1,1071	1,2036	1,3696	1,2156	1,4571	1,4527	1,4391	1,4759
Pokazatelj autonomije "X"	0,0270	0,0151	0,0000	0,0006	0,0093	0,0018	0,0118	0,0000	0,0251	0,0390
Pokazatelj autonomije "UG"	-0,0201	-0,0278	-0,0211	0,0014	0,0258	0,0295	0,0399	0,0556	0,0765	0,1120
EBITDA / neto dug "X"	6,0787	8,0658	5,4196	4,7763	6,5333	3,9001	-12,6739	-1,1257	-0,5238	0,4023
EBITDA / neto dug "UG"	4,1228	3,6577	2,4230	3,0445	3,9532	3,3940	3,1699	3,3801	2,9911	2,6340

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 14. prikazani su pokazatelji zaduženosti društva „X“ i usporedive grupe za analizirano razdoblje od 2010. do 2019. godine.

Promatrajući pokazatelj zaduženosti društva „X“ može se vidjeti kako u prve dvije godine udio tuđih izvora financiranja iznosio je oko 25%. U razdoblju od 2012. do 2015. godine zaduženost društva „X“ bilježi trend rasta zbog izraženijeg porasta ukupnih obveza naspram rasta vrijednosti ukupne imovine. Od 2016. do 2019. godine prisutan je trend smanjenja zaduženosti zbog izraženijeg porasta vrijednosti ukupne imovine koji je istovremeno popraćen izraženijim porastom vlastitih izvora financiranja. Uspoređujući stupanj zaduženosti društva „X“ s usporedivom grupom vidljivo je kako je kako se razina zaduženosti kretala na približnoj razini pri čemu je vidljivo kako je u posljednje tri analizirane godine stupanj zaduženosti društva „X“ umanjen dok je istovremeno stupanj zaduženost usporedive grupa ostao na približno jednakoj razini. Pokazatelj vlastitog financiranja u prve dvije analizirane godine iznosi oko 75%. Od 2012. do 2016. vidljiv je trend smanjiva zbog izraženijeg porasta vrijednosti obveza naspram porasta vrijednosti kapitala. U 2017. godini stupanj vlastitog financiranja značajnije je povećan zbog izraženijeg porasta vrijednosti vlastitih izvora financiranja odnosno kapitala koje je posljedica provedene dokapitalizacije društva „X“.

Pokazatelj financiranja društva „X“ u cijelom je analiziranom razdoblju manji od jedan što ukazuje da je vrijednost glavnice kroz cijelo razdoblje veća od vrijednosti

ukupnih obveza. U razdoblju od 2010. do 2016. prisutan je trend rasta pokazatelj financiranja zbog toga što ukupne obveze ostvaruju veću dinamiku rasta naspram dinamike rasta kapitala. U 2017. godini pokazatelj financiranja značajnije je umanjen u usporedbi s 2016. godinom zbog izraženijeg porasta vrijednosti kapitala. U prosjeku, posljednje tri analizirane godine vrijednost ukupnih obveza čini oko 30% vrijednosti vlastitih izvora financiranja odnosno kapitala. Promatrajući pokazatelj financiranja usporedive grupe vidljivo je kako je i kod usporedive grupe pokazatelj u cijelom analiziranom razdoblju manji od jedan što ukazuje na to kako je i kod usporedive grupe vrijednost vlastitih izvora financiranja veća od vrijednosti obveza. Krajem analiziranog razdoblja pokazatelj financiranja usporedive grupe bilježi trend rasta koji je posljedica veće dinamike rasta ukupnih obveza naspram porasta vrijednosti kapitala dok pak kod društva „X“ pokazatelj bilježi trend smanjenja.

Pokazatelj pokrića kamata društva „X“ u 2011. i 2016. godini poprima negativnu vrijednost zbog toga što je u tim godinama društvo „X“ ostvarilo gubitak u poslovanju. Kroz veći dio analiziranog razdoblja pokrivenost troškova kamata društva „X“ bila je na nižoj razini u usporedbi s usporedivom grupom zbog toga što je društvo „X“ ostvarivalo nižu dobit te gubitak naspram usporedive grupe. U posljednje tri analizirane godine pokrivenost troškova kamata društva „X“ izraženije je povećana što je u prvom redu posljedica porasta ostvarene dobiti u poslovanju. Isto tako, pokrivenost kamata društva „X“ približila se pokrivenosti kamata usporedive grupe.

Faktor zaduženosti društva „X“ kroz veći dio analiziranog razdoblja veći je od faktora zaduženosti usporedive grupe. U 2016. godini faktor zaduženosti poprimio je negativnu vrijednost zbog toga što je u 2016. godini društvo „X“ ostvarilo najveći gubitak razdoblja u cijelom analiziranom razdoblju. U posljednje tri analizirane godine društvo „X“ posluje s dobiti pri čemu je vidljiv trend povećanja ostvarene dobiti što se izravno preslikalo i na vrijednost faktora zaduženosti. U 2019. godini faktor zaduženosti društva „X“ i usporedive grupe je na gotovo identičnoj razini te je potrebno nešto više od tri godine kako bi se iz neto dobiti uvećane za kamate podmirile ukupne obveze što odgovara referentnoj vrijednosti prema suvremenom pristupu i ukazuje na smanjenje stupnja zaduženosti.

Stupanj pokrića I. društva „X“ u razdoblju od 2010. do 2015. bilježi trend smanjivanja što ukazuje na smanjenje pokrivenosti dugotrajne imovine kapitalom, a što je posljedica izraženijeg porasta vrijednosti dugotrajne imovine naspram porasta vrijednosti kapitala. U 2017. i 2018. godini stupanj pokrića poprima vrijednost veću od

jedan što znači da je u navedenim godinama cjelokupna dugotrajna imovina bila pokrivena s vlastitim izvorom financiranja tj. kapitalom. Posljedica značajnijeg porasta faktora pokrića I. u navedenim godina je izraženiji porast vrijednosti kapitala kao rezultanta dokapitalizacije. U 2019. godini faktor zaduženosti I. društva „X“ ostvaruje blago smanjenje poradi većeg porasta vrijednosti dugotrajne imovine naspram porasta vrijednosti kapitala. U 2019. godini gotovo cjelokupna dugotrajna imovina društva „X“ bila je pokrivena kapitalom. Uspoređujući stupanj zaduženosti društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako je u razdoblju od 2010. do 2016. godine usporediva grupa imala veći stupanj pokrivenosti dugotrajne imovine s kapitalom u usporedbi sa društvom „X“. Od 2016. do 2019. godine pokrivenosti dugotrajne imovine glavnicom se povećava kod društva „X“ dok se kod usporedive grupe smanjuje.

Stupanj pokrića II. društva „X“ u razdoblju od 2010. do 2014. godine manji je od jedan što ukazuje da je jedan dio dugotrajne imovine bio financiran iz kratkoročnih izvora. Isto tako, stupanj pokrića II. poprima vrijednost manju od jedan i u 2016. godini. U posljednje tri analizirane godine, stupanj pokrića II. društva „X“ veći je od jedan što ukazuje na postojanje ročne usklađenosti izvora financiranja te na postojanje pozitivnog radnog kapitala. Uspoređujući stupanj pokrića II. usporedive grupe s društvom „X“ vidljivo je kako je kod usporedive grupe u cijelom analiziranom razdoblju stupanj pokrića II. manji od jedan što je posljedica negativnog radnog kapitala.

Pokazatelj financijske poluge društva „X“ u analiziranom razdoblju veći je u usporedbi s pokazateljem financijske poluge usporedive grupe što ukazuje da društvo „X“ je generiralo više imovine iz niže vrijednosti kapitala u usporedbi s usporedivom grupom.

Indeks financijske poluge društva „X“ u promatranom razdoblju bilježi fluktuirajuću dinamiku kretanju poradi ostvarenih rezultata poslovanja (dobit i gubitak) što je imalo izravne implikacije na kretanje rentabilnosti glavnice i neto rentabilnosti imovine. U posljednje dvije analizirane godine indeks financijske poluge poprimio je vrijednost veću od jedan što ukazuje na činjenicu kako financijska poluga u slučaju društva „X“ djeluje te da je isplativo društvu „X“ da se dodatno zaduži u jer bi u tom slučaju trošak kamata bio niži od rentabilnosti glavnice. Uspoređujući indeks financijske poluge društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako je kod usporedive grupe navedeni pokazatelj kroz veći dio razdoblja veći od jedan što znači da postoji djelovanje učinka financijske poluge.

Pokazatelj autonomije društva „X“ u 2012. i 2017. godini jednak poprima vrijednost jednaku nuli zbog toga što društvo „X“ u te dvije godine nije imalo zadržanu dobit zbog toga što je zadržana dobit bila iskorištena za pokrivanje ostvarenog gubitka u poslovanju. U preostalim godinama pokazatelj autonomije niži je u usporedbi s pokazateljem autonomije usporedive grupe što ukazuje da društvo „X“ je generiralo manje imovine iz zadržane dobiti. Kod usporedive grupe pokazatelj autonomije je u prve tri analizirane dobiti negativan zbog toga što je usporediva grupa imala preneseni gubitak iz prethodnih poslovnih razdoblja.

Omjer EBITDA i neto duga društva „X“ u prve tri analizirane godine kao i u 2014. godini ostvaruje visoku vrijednost te shodno referentnim vrijednostima financijska pozicija društva „X“ bila je relativno nepovoljna. Posljedice nepovoljne financijske situacije je relativno veliki neto dug društva kao i ostvareni negativni rezultat u poslovanju. 2016. godine omjer EBITDA i neto duga je negativnu jer je u 2016. godini ostvaren najveći gubitak u analiziranom razdoblju pa je shodno navedenom u nazivniku formule poprimljen negativni predznak. U 2017. i 2018. godini vrijednost omjera EBITDA i neto duga je negativna zbog toga što je u brojnik poprimio negativnu vrijednost jer je vrijednost obveza bila manja od vrijednosti novca. U 2019. godini omjer EBITDA i neto duga iznosi 0,4023 što ukazuje na izvrsnu financijsku poziciju. Poboljšanje financijske situacije u analiziranom razdoblju posljedica je značajnijeg smanjenja neto duga uz istovremeno povećanje ostvarene neto dobiti u poslovanju. Usporediva grupa kroz promatrano razdoblje ima zadovoljavajuću financijsku situaciju te se kao i društvo „X“ nalazi u investicijskom ciklusu pa je stoga potrebno pričekati rezultate.

Temeljem provedene analize pokazatelja zaduženosti može se vidjeti kako je društvo „X“ u analiziranom razdoblju smanjilo stupanj zaduženosti uz istovremeno porast udjela vlastitih izvora financiranja. Isto tako društvo „X“ je značajnije povećalo vrijednost novca uz istovremeno smanjenje neto duga što se pozitivno reflektiralo na financijsku situaciju društva „X“. U usporedbi s usporedivom grupom društvo „X“ bilježi nižu zaduženost te veću pokrivenost imovine uz poboljšanje ostalih pokazatelja zaduženosti prema razini usporedive grupe. Shodno navedenom, može se zaključiti kako društvo „X“ na kraju analiziranog razdoblja nije prezaduženo te da je ostvarilo poboljšanje svih ključnih pokazatelja zaduženosti u usporedbi s početnom godinom analiziranog razdoblja.

### 4.2.5.3. Analiza pokazatelja aktivnosti

Tablica 15. Pokazatelji aktivnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“

Pokazatelji aktivnosti										
Pokazatelji aktivnosti	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Pokazatelj obrta ukupne imovine "X"	0,2182	0,2536	0,2681	0,2694	0,2700	0,2896	0,2565	0,2338	0,2025	0,2023
Pokazatelj obrta ukupne imovine "UG"	0,2482	0,2666	0,3019	0,3092	0,3080	0,3135	0,3361	0,3400	0,3744	0,3628
Pokazatelj obrta kratkotrajne imovine "X"	10,3129	11,7435	8,5285	6,3920	4,9474	3,6300	3,3538	1,1830	0,7253	0,8280
Pokazatelj obrta kratkotrajne imovine "UG"	4,8041	4,3435	4,0648	3,4735	3,8341	4,4366	4,6715	5,2289	6,6465	5,6052
Pokazatelj obrta dugotrajne imovine "X"	0,2229	0,2592	0,2768	0,2813	0,2856	0,3148	0,2777	0,2914	0,2810	0,2677
Pokazatelj obrta dugotrajne imovine "UG"	0,2617	0,2840	0,3261	0,3394	0,3349	0,3373	0,3622	0,3637	0,3968	0,3879
Pokazatelj obrta potraživanja "X"	14,6806	18,0612	19,7546	18,4895	23,5595	40,4482	31,4903	34,4408	44,0355	40,8576
Pokazatelj obrta potraživanja "UG"	19,2881	22,7674	20,6305	10,7182	11,9144	19,1344	18,4611	24,0037	30,5594	29,5053
Prosječna naplata u danima "X"	24,8628	20,2091	18,4767	19,7409	15,4927	9,0239	11,5909	10,5979	8,2888	8,9335
Prosječna naplata u danima "UG"	18,9236	16,0317	17,6923	34,0541	30,6351	19,0756	19,7713	15,2060	11,9439	12,3706
Pokazatelj obrta zaliha "X"	297,6740	434,2033	439,1972	361,5012	296,5306	231,2318	208,4417	233,0748	235,8758	213,9888
Pokazatelj obrta zaliha "UG"	103,9328	107,4457	112,8330	107,7231	106,8996	103,9655	78,1295	69,1622	82,3488	84,7860
Prosječno vezivanje zaliha u danima "X"	1,2262	0,8406	0,8311	1,0097	1,2309	1,5785	1,7511	1,5660	1,5474	1,7057
Prosječno vezivanje zaliha u danima "UG"	3,5119	3,3971	3,2349	3,3883	3,4144	3,5108	4,6717	5,2775	4,4324	4,3050
Operativni ciklus "X"	26,0890	21,0497	19,3078	20,7506	16,7236	10,6024	13,3420	12,1639	9,8362	10,6392
Operativni ciklus "UG"	22,4355	19,4288	20,9272	37,4425	34,0495	22,5863	24,4431	20,4834	16,3763	16,6756

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 15. prikazani su pokazatelji aktivnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine.

Pokazatelj obrta ukupne imovine društva „X“ u razdoblju od 2010. do 2016. godine ostvaruje blagi trend rasta zbog veće dinamike rasta ukupnih prihoda naspram dinamike rasta ukupne imovine. Od 2016. godine pa do kraja analiziranog razdoblja obrt ukupne imovine bilježi blagi trend smanjenja zbog većeg rasta ukupne imovine naspram rasta ukupnih prihoda. Uspoređujući pokazatelj obrta ukupne imovine društva „X“ s usporedivom grupom vidljivo je kako u analiziranom razdoblju usporediva grupa ostvaruje nešto veći obrta ukupne imovine u usporedbi s društvom „X“.

Pokazatelj obrta kratkotrajne imovine društva „X“ u analiziranom razdoblju bilježi trend smanjivanja zbog izraženijeg porasta vrijednosti kratkotrajne imovine u analiziranom razdoblju. U razdoblju od 2010. do 2015. godine društvo „X“ imalo je veći

obrt kratkotrajne imovine u usporedbi s usporedivom grupom dok od 2015. godine obrt kratkotrajne imovine usporedive grupe je veći naspram obrta društva „X“.

Pokazatelj obrta dugotrajne imovine društva „X“ u analiziranom razdoblju zadržava relativno stabilnu dinamiku kretanja zbog slične dinamike rasta vrijednosti dugotrajne imovine i ukupnih prihoda. U analiziranom razdoblju usporediva grupa ima nešto veći obrt dugotrajne imovine naspram društva „X“, ali potrebno je naglasiti kako se ne radi o značajnom odstupanju.

Pokazatelj obrta potraživanja društva „X“ u analiziranom razdoblju bilježi trend povećanja zbog toga što je ostvaren kontinuirani porast ostvarenih prihoda uz zadržavanje vrijednosti potraživanja na približno jednakoj razini kroz cijelo razdoblje. Shodno navedenoj dinamici kretanja obrta potraživanja, ostvareno je smanjenje prosječnog vremena naplate potraživanja u danima u analiziranom razdoblju. Uspoređujući pokazatelj obrta potraživanja s usporedivom grupom može se vidjeti kako u analiziranom razdoblju usporediva grupa ostvaruje nešto nižu vrijednost obrta potraživanja pa shodno tome ima nešto dužu prosječnu naplatu potraživanja u danima u usporedbi s društvom „X“.

Pokazatelj obrta zaliha društva „X“ u prve tri analizirane godine bilježi trend porasta zbog izraženijeg porasta vrijednosti zaliha uz nešto manje izraženiju promjenu na strani troškova prodaje. U nastavku analiziranog razdoblja obrtaj zaliha društva „X“ se smanjuje poradi veće dinamike porasta troškova prodaje naspram dinamike porasta vrijednosti zaliha. Shodno navedenoj dinamici kretanja obrta zaliha vidljivo je kako je došlo do blagog porasta prosječnog vezivanja zaliha u danima kroz analizirano razdoblje. Uspoređujući pokazatelj obrta zaliha društva „X“ s usporedivom grupom vidljivo je kako usporediva grupa ima niži koeficijent obrta pa shodno tome ima i nešto duže prosječno vezivanje zalihe u danima u usporedbi s društvom „X“. Operativni ciklus društva „X“ u analiziranom razdoblju se smanjuje s 26 dana na gotovo 11 dana te je vidljivo kako je operativni ciklus društva „X“ kraći u usporedbi sa operativnim ciklusom usporedive grupe.

Temeljem analize pokazatelja aktivnosti društva „X“ i usporedive grupe može se vidjeti kako u analiziranom razdoblju društvo „X“ ostvaruje nešto niže vrijednosti pokazatelja obrtaja ukupne imovine, kratkotrajne i dugotrajne imovine u usporedbi s usporedivom grupom. Pokazatelji obrta potraživanja i zaliha veći su kod društva „X“ u analiziranom razdoblju što za posljedicu ima nešto kraće razdoblje naplate potraživanja u danima kao i kraće vrijeme vezivanja zaliha u danima u usporedbi sa

usporedivom grupom. U konačnici može se vidjeti kako je operativni ciklus nešto kraći kod društva „X“, ali kako društvo „X“ i usporediva grupa djeluju u istom uslužnom sektoru nema izražajnijih odstupanja u pogledu vremena trajanja operativnog ciklusa kao ni prosječne naplate potraživanja u danima i prosječnog vezivanja zaliha.

#### 4.2.5.4. Analiza pokazatelja ekonomičnosti

Tablica 16. Pokazatelji ekonomičnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“

Pokazatelji ekonomičnosti										
<i>Pokazatelji ekonomičnosti</i>	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Ekonomičnost ukupnog poslovanja "X"	0,9389	0,9152	1,0085	1,0086	0,9766	1,0722	0,7438	1,2040	1,1868	1,1684
Ekonomičnost ukupnog poslovanja "UG"	0,9900	1,0254	1,0974	1,1024	1,1050	1,1138	1,1668	1,1544	1,1647	1,1696
Ekonomičnost poslovnih aktivnosti "X"	1,0128	0,9861	1,0877	1,1019	1,0564	1,1583	0,8003	1,2801	1,2233	1,1996
Ekonomičnost poslovnih aktivnosti "UG"	1,0393	1,0690	1,1193	1,1378	1,1402	1,1518	1,1912	1,1905	1,1733	1,5321
Ekonomičnost finansijskih aktivnosti "X"	0,0087	0,0082	0,0320	0,0020	0,0021	0,0332	0,0367	0,2986	0,2233	0,3426
Ekonomičnost finansijskih aktivnosti "UG"	0,2756	0,2803	0,6600	0,4439	0,2920	0,5313	0,7057	0,4608	0,9405	0,3401
Ekonomičnost redovnih aktivnosti "X"	0,9389	0,9152	1,0085	1,0086	0,9766	1,0722	0,7438	1,2040	1,1868	1,1684
Ekonomičnost redovnih aktivnosti "UG"	0,9902	1,0246	1,1022	1,1071	1,1050	1,1138	1,1668	1,1544	1,1647	1,4832

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 16. prikazani su pokazatelji ekonomičnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine.

Ekonomičnost ukupnog poslovanja društva „X“ u 2010., 2011., 2014. i 2016. godini je manja od jedan što znači da je u navedenim godinama vrijednosti ukupnih rashoda veća od vrijednosti ukupnih prihoda. Shodno navedenom, društvo „X“ je na jednu novčanu jedinicu ukupnih rashoda ostvarilo manje od jedne novčane jedinice prihoda. U preostalim analiziranim godinama društvo „X“ ostvaruje ekonomičnost ukupnog poslovanja u vrijednosti većoj od jedan što znači da na jednu novčanu jedinicu rashoda ostvaruje više od jedne novčane jedinice prihoda tj. prihoda uspijeva pokriti rashode. U posljednje tri analizirane godine vidljivo je povećanje stupnja ekonomičnosti ukupnog poslovanja pa je tako društvo „X“ u prosjeku na jednu novčanu jedinicu rashoda ostvarilo 1,16 kn prihoda. Usporediva grupa kroz veliki dio analiziranog razdoblja ostvaruje veći stupanj ekonomičnosti ukupnog poslovanja u



usporedbi s društvom „X“, ali u 2017. i 2018. godini ekonomičnost ukupnog poslovanja veća je kod društva „X“ dok pak je u 2019. godini ekonomičnost ukupnog poslovanja otprilike jednaka kod društva „X“ i usporedive grupe.

Ekonomičnost poslovnih aktivnosti društva „X“ je u 2011. i 2016. godini manja od jedan što znači da su u navedenim godinama poslovni rashodi bili veći od poslovnih prihoda odnosno društvo „X“ ostvarilo je operativni gubitak. U ostatku analiziranog razdoblja ekonomičnost poslovnih aktivnosti društva „X“ veća je od jedan što znači da društvo uspijeva pokriti poslovne rashode s poslovnim prihodima. Uspoređujući stupanj ekonomičnosti poslovnih aktivnosti može se vidjeti kako kroz veći dio analiziranog razdoblja usporediva grupa ostvaruje veći stupanj ekonomičnosti u usporedbi s društvom „X“, ali u posljednje tri analizirane godine stupanj ekonomičnosti poslovnih aktivnosti veći je kod društva „X“.

Ekonomičnost financijskih aktivnosti društva „X“ u cijelom je analiziranom razdoblju manja od jedan što znači da su financijski rashodi veći od financijskih prihoda. Međutim, potrebno je istaknuti kako se u posljednje tri analizirane godine ekonomičnosti financijskih aktivnosti povećava zbog nešto izraženijeg smanjenja ostvarenih financijskih rashoda. Kod usporedive grupe financijski rashodi isto tako su veći od financijskih prihoda kroz cijelo analizirano razdoblje pa je shodno tome ekonomičnost financijskih aktivnosti manja od jedan.

Temeljem analize pokazatelja ekonomičnosti društva „X“ i usporedive grupe može se zaključiti kako je usporediva grupa kroz veći dio analiziranog razdoblja ostvarivala veći stupanj ekonomičnosti u pogledu ukupnog poslovanja kao i veći stupanj ekonomičnosti poslovnih aktivnosti. Međutim, krajem analiziranog razdoblja društvo „X“ ostvarilo je veći stupanj ekonomičnosti ukupnog poslovanja kao i ekonomičnosti poslovnih aktivnosti u usporedbi s usporedivom grupom što je posljedica nešto veće dinamike rasta ukupnih prihoda kao i poslovnih prihoda kod društva „X“ naspram dinamike rasta ukupnih prihoda i poslovnih prihoda kod usporedive grupe.

#### 4.2.5.5. Analiza pokazatelja profitabilnosti

Tablica 17. Pokazatelji profitabilnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“

Pokazatelji profitabilnost										
Pokazatelji profitabilnosti	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Neto profitna marža "X"	0,0203	-0,0017	0,0751	0,0852	0,0463	0,1210	-0,1867	0,1932	0,1591	0,2603
Neto profitna marža "UG"	0,0003	0,0329	0,1099	0,1147	0,0933	0,1121	0,1749	0,1423	0,1873	0,1582
Bruto profitna marža "X"	0,0094	-0,0159	0,0812	0,0912	0,0515	0,1369	-0,2458	0,2243	0,1878	0,1749
Bruto profitna marža "UG"	0,0071	0,0397	0,1093	0,1091	0,1041	0,1290	0,1605	0,1507	0,1695	0,1671
Operativna profitna marža "X"	0,0127	-0,0141	0,0805	0,0925	0,0534	0,1363	-0,2486	0,2146	0,1813	0,1646
Operativna profitna marža "UG"	0,0371	0,0635	0,1042	0,1189	0,1216	0,1279	0,1556	0,1569	0,1433	0,3440
Neto rentabilnost imovine (ROA) "X"	0,0044	-0,0004	0,0201	0,0229	0,0125	0,0351	-0,0479	0,0452	0,0322	0,0527
Neto rentabilnost imovine (ROA) "UG"	0,0001	0,0088	0,0332	0,0355	0,0287	0,0351	0,0588	0,0484	0,0701	0,0574
Bruto rentabilnost imovine "X"	0,0021	-0,0040	0,0218	0,0246	0,0139	0,0397	-0,0630	0,0524	0,0380	0,0354
Bruto rentabilnost imovine "UG"	0,0018	0,0106	0,0330	0,0337	0,0321	0,0404	0,0540	0,0513	0,0635	0,0606
Rentabilnost glavnice (ROE) "X"	-0,0157	-0,0266	0,0009	0,0010	-0,0126	0,0253	-0,1188	0,0447	0,0335	0,0608
Rentabilnost glavnice (ROE) "UG"	-0,0056	0,0065	0,0367	0,0427	0,0393	0,0427	0,0856	0,0703	0,1009	0,0847
EBITDA marža "X"	0,1811	0,1260	0,2246	0,2489	0,2097	0,2954	-0,1103	0,3226	0,2885	0,2882
EBITDA marža "UG"	0,2309	0,2504	0,3103	0,3133	0,3010	0,3262	0,3490	0,3381	0,3665	0,3730
Rentabilnost obične glavnice (ROCE) "X"	-0,2570	-0,4333	0,0153	0,0168	-0,2102	0,4290	-2,5644	0,9413	0,6488	1,2134
Rentabilnost obične glavnice (ROCE) "UG"	-0,0067	0,0080	0,0472	0,0562	0,0509	0,0545	0,1147	0,0978	0,1475	0,1335

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 17. prikazani su pokazatelji profitabilnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine.

Društvo „X“ je u 2010., 2011., 2014. i 2016. godini ostvarilo gubitak u poslovanju. Međutim, neto profitna marža društva „X“ je negativna isključivo u 2011. i 2016. godini zbog toga što je u tom razdoblju zbroj ostvarenog gubitka uvećanog za kamata poprimio negativnu vrijednost poradi veće vrijednosti ostvarenog gubitka u usporedbi s 2010. i 2014. godinom kada je gubitak razdoblja bio manji od kamata pa je shodno navedenom brojnik pokazatelja poprimio pozitivnu vrijednost. Izuzev 2011. i 2016. godine, neto profitna marža društva „X“ je pozitivna što ukazuje na to da je društvo „X“ u tim godinama ostvarivalo na jednu novčanu jedinicu prihoda profit. U posljednje tri analizirane godine vidljivo je povećanje neto stupnja profitabilnosti društva „X“ što je posljedica nešto izraženijeg porasta u ostvarenoj neto dobiti. U 2019. godini društvo „X“ ostvarilo je na jednu novčanu jedinicu prihoda 0,26 kn neto dobiti. Uspoređujući neto profitnu maržu društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti

kako je usporediva grupa kroz veći dio analiziranog razdoblja ostvarivala veći stupanj neto profitne marže, ali je u posljednje tri analizirane godine stupanj neto profitne marže društva „X“ veći u usporedbi s usporedivom grupom, a što je posljedica izraženijeg porasta u ostvarenoj neto dobiti društva „X“.

Bruto profitna marža, kao i neto profitna marža društva „X“ u 2011. i 2016. godini je negativna zbog već prethodno razloženih razloga. U posljednje tri analizirane godine društvo „X“ ostvarilo je nešto veći stupanj bruto profitne marže u usporedbi s ostatkom analiziranog razdoblja što je posljedica veće dinamike rasta ukupnih prihoda naspram dinamike rasta rashoda. Usporediva grupa sve do 2017. godine ostvaruje veći stupanj bruto profitne marže u usporedbi sa društvom „X“, ali u posljednje tri analizirane godine društvo „X“ ostvaruje veću bruto profitnu maržu u odnosu na usporedivu grupu poradi prethodno razloženih razloga.

Operativna profitna marža društva „X“ je u 2011. i 2016. godini negativna zbog toga što je u navedenim godina vrijednost poslovnih rashoda bila veća od vrijednosti poslovnih prihoda što je posljedično vodilo prema ostvarenom operativnom gubitku. U ostatku analiziranog razdoblja, društvo „X“ ostvaruje pozitivnu operativnu profitnu maržu. U posljednje tri analizirane godine operativna marža je veća nego u ostatku promatranog razdoblja što je posljedica veće dinamike rasta poslovnih prihoda naspram dinamike rasta poslovnih rashoda. U 2019. godini društvo „X“ je na jednu novčanu jedinicu prihoda ostvarilo operativnu dobit u visini 0,16 kn. Usporediva grupa kroz većinu analiziranog razdoblja ostvaruje veću operativnu maržu u usporedbi s društvom „X“, ali u posljednje tri analizirane godine operativna marža društva „X“ je veća od operativne marže usporedive grupe zahvaljujući većoj dinamici rasta poslovnih prihoda kod društva „X“.

Neto rentabilnost imovine društva „X“ u 2011. i 2016. godini je negativna zbog ostvarenog gubitka u poslovanju. U preostalom analiziranom razdoblju društvo „X“ ostvaruje pozitivnu neto rentabilnost imovine s time da je najveća neto rentabilnost imovine ostvarena u 2019. godini kada je društvo „X“ na jednu novčanu jedinicu uložene imovine ostvarilo 0,05 kn neto dobiti. Usporediva grupa u analiziranom razdoblju ostvaruje veći stupanj neto rentabilnosti imovine u usporedbi s društvom „X“, ali važno je istaknuti kako se razina profitabilnosti društva „X“ približava stupnju neto rentabilnosti imovine usporedive grupe u posljednje tri analizirane godine.

Bruto rentabilnosti imovine društva „X“ u 2011. i 2016. godini je negativna zbog ostvarenog gubitka u poslovanju. U preostalom analiziranom razdoblju društvo „X“

ostvaruje pozitivnu bruto rentabilnost imovine. U posljednjoj analiziranoj godini društvo „X“ ostvarilo je na jednu novčanu jedinicu prihoda 0,06 kn bruto dobiti. U usporedbi s usporedivom grupom vidljivo je kako usporediva grupa kroz cijelo analizirano razdoblje ostvaruje veći stupanj bruto rentabilnosti imovine.

Rentabilnost glavnice društva „X“ u 2010., 2011., 2014. i 2016. godini je negativna zbog toga što je društvo „X“ u navedenim godinama ostvarilo gubitak u poslovanju. U preostalim analiziranim godinama rentabilnost glavnice društva „X“ je pozitivna što znači kako društvu ostvaruje profit po jedinici uložene glavnice. U 2019. godini društvo je ostvarilo najveću rentabilnost glavnice od 0,06kn po jednoj novčanoj jedinici uložene imovine. Uspoređujući rentabilnost glavnice društva „X“ s usporedivom grupom može se vidjeti kako usporediva grupa u cijelom analiziranom razdoblju ostvaruje nešto veći stupanj rentabilnosti glavnice.

EBITDA marža društva „X“ u 2016. godini je negativna zbog najvećeg ostvarenog gubitka prije poreza i kamata u cjelokupnom analiziranom razdoblju. U ostalim analiziranim godinama društvo „X“ ostvaruje pozitivnu EBITDA maržu, pri čemu je u 2017. godini društvo „X“ ostvarilo najveću razinu EBITDA marže u cijelom promatranom razdoblju u visini od 0,32 kn po jednoj novčanoj jedinici prihoda. Usporediva grupa u analiziranom razdoblju ostvaruje veću razinu EBITDA marže u usporedbi s društvom „X“.

Rentabilnost obične glavnice društva „X“ u 2010., 2011., 2014. i 2016. godini je negativna zbog toga što je društvo u navedenim godinama poslovalo s gubitkom. U preostalim analiziranim godinama društvo „X“ ostvaruje pozitivnu rentabilnost obične glavnice, pri čemu je najveća rentabilnost obične glavnice ostvarena u 2019. godini od 1,21 kn po jednoj novčanoj jedinici uložene obične glavnice. U razdoblju od 2010. do 2017. godine usporediva grupa ostvaruje veći stupanj rentabilnosti obične glavnice, a od 2017. do kraja analiziranog razdoblja rentabilnost obične glavnice društva „X“ veća je u usporedbi s rentabilnošću obične glavnice usporedive grupe. U 2019. godini društvo „X“ ostvarilo je najveći stupanj rentabilnosti obične glavnice od 1,21 kn po jedinici obične glavnice.

Temeljem provedene analize pokazatelja profitabilnosti može se zaključiti kako društvo „X“ u analiziranom razdoblju ostvaruje porast neto i bruto profitne marže kao i povećanje stupanja rentabilnosti obične glavnice. Operativna profitna marža kao i stupanj rentabilnosti imovine (bruto i neto) ostvaruju trend povećanja stupnja rentabilnosti. U konačnici može se zaključiti kako društvo „X“ kroz posljednje tri

analizirane godine uspijeva ostvariti kontinuirani pozitivni rezultat poslovanja što se konačnici reflektiralo na povećanje stupanja profitabilnosti samoga društva te se je društvo „X“ u konačnici približilo razini profitabilnosti koju ostvaruje usporediva grupa kroz analizirano razdoblje.

#### 4.2.6. Kralicekov DF pokazatelj

Tablica 18. Kralicekov DF pokazatelj društva „X“ i usporedive grupe „UG“

Kralicekov DF pokazatelj										
	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Društvo "X"	0,3814	0,1876	0,9891	0,9767	0,7163	1,4262	-1,5775	3,7094	1,5932	1,3793
Usporediva grupa	0,7044	1,0113	1,3029	1,3457	1,2732	1,5504	1,7190	1,6679	1,6990	4,7993

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 18. prikazan je Kralicekov DF pokazatelj društva „X“ i usporedive grupe „UG“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine. U 2010. Kralicekov DF pokazatelj društva „X“ iznosio je 0,7044 pa shodno navedenom financijska ocjena društva bila je loša. U narednoj godini vrijednost pokazatelja poprima vrijednost od 0,1876 što ukazuje na početak insolventnosti. Do značajnijeg smanjenja vrijednosti pokazatelja došlo je u prvom redu radi ostvarenog gubitka prije poreza i kamata. U naredne dvije analizirane godine pokazatelj bilježi trend rasta pa je shodno navedenog poboljšana i financijska stabilnost društva „X“ s početka insolventnosti na lošu. Do poboljšanja je došlo radi ostvarenog pozitivnog novčanog toka uz istovremenu ostvarenu dobit prije poreza i kamata. U 2014. godini Kralicekov DF pokazatelj društva „X“ iznosi 0,7163 što je smanjenje u usporedbi s prethodne dvije godine, ali uz održavanje iste ocjene financijske stabilnosti. U 2015. godini vrijednosti pokazatelja je gotovo udvostručena u usporedbi s 2014. godinom na 1,4262 pa je shodno tome došlo i do poboljšanja financijske ocjene sa loše na osrednju. Do poboljšanja pokazatelja došlo je zbog povećanja ostvarene dobiti prije poreza i kamata kao i zbog povećanja ostvarenog čistog novčanog toka u usporedbi s prethodnom godinom. U 2016. godini Kralicekov DF pokazatelj društva „X“ poprima najnižu vrijednost u cijelom analiziranom razdoblju od -1,5775 uz ocjenu financijske situacije izrazite insolventnosti. Do

smanjenja pokazatelja došlo je zbog ostvarenog negativnog čistog novčanog toka uz istovremeni ostvareni najveći gubitak prije poreza i kamata u analiziranom razdoblju. U 2017. godini Kralicekov DF pokazatelj poprima najveću vrijednost u cijelom analiziranom razdoblju od 3,7094 uz istovremeno poboljšanje financijske situacije na izvrsnu. Razlog izraženijeg poboljšanja financijske situacije u usporedbi s prethodnom godinom jest u tome što je u 2017. godinu društvo „X“ ostvarilo najveću vrijednost čistog novčanog toka kao i najveću dobit prije poreza i kamata u cijelom analiziranom razdoblju. U posljednje dvije analizirane godine vrijednost pokazatelja nešto je veća od 1 uz ocjenu financijske stabilnosti kao osrednju. Razlog niže vrijednosti Kralicekovog DF pokazatelja u posljednje dvije godine jest posljedica je u prvom redu ostvarenog negativnog čistog novčanog toka.

Kralicekov DF pokazatelj usporedive grupe u analiziranom razdoblju bilježi trend porasta što shodno tome vodi prema poboljšanju ocjene financijske stabilnosti usporedive grupe od loše prema osrednjoj pa zatim dobroj da bi u posljednjoj analiziranoj godini ocjena financijske stabilnosti usporedive grupe bila izvrsna.

Usporedbom Kralicekovog DF pokazatelja između društva „X“ i usporedive grupe može se vidjeti kako kroz veći dio analiziranog razdoblja ocjena financijske stabilnosti društva „X“ jest osrednja pri čemu je važno istaknuti kako je ipak kroz analizirano razdoblje ostvareno poboljšanje ocjene financijske stabilnosti društva „X“ međutim usporediva grupa kroz veći dio analiziranog razdoblja ostvaruje nešto bolju ocjenu financijske stabilnosti.

### 4.3. Vrednovanje društva „X“

U ovom poglavlju biti će prikazano vrednovanje društva „X“ primjenom odabranih metoda procjene vrijednosti. Najprije će biti prikazana knjigovodstvena i tržišna vrijednost društva „X“. Potom će biti proveden postupak procjene vrijednosti primjenom metoda multiplikatora pri čemu će biti izračuna vrijednost društva „X“ pomoću multiplikatora P/E, P/B, P/EBIT i P/EBITDA. Zatim će biti proveden postupak vrednovanja primjenom metode kapitalizacije dobiti koja pripada u skupinu dinamičkih metoda procjene vrijednosti. Posljednja korištena metoda biti će stuttgardska metoda koja pripada u skupinu kombiniranih metoda procjene vrijednosti poduzeća. U konačnici nakon provedenog postupka vrednovanja društva „X“ primjenom odabranih metoda biti će izveden zaključak.

#### 4.3.1. Knjigovodstvena vrijednost društva „X“

Tablica 19. Knjigovodstvena vrijednost društva „X“

Pozicija	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Dugotrajna imovina	928.088.956	932.049.860	1.061.908.796	1.060.537.901	1.149.140.120	1.163.248.086	1.661.014.897	1.753.726.899	1.927.723.396	2.122.844.011
Kratkotrajna imovina	19.902.285	14.458.591	43.719.693	49.678.982	77.875.810	122.635.467	111.242.378	729.812.330	696.534.505	613.127.263
Unaprijed plaćeni troškovi	158.102	6.541.566	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>I. UKUPNA IMOVINA</b>	<b>948.149.343</b>	<b>953.050.017</b>	<b>1.105.628.489</b>	<b>1.110.216.883</b>	<b>1.227.015.930</b>	<b>1.285.883.553</b>	<b>1.772.257.275</b>	<b>2.483.539.229</b>	<b>2.624.257.901</b>	<b>2.735.971.274</b>
Dugoročne obveze	149.481.496	150.306.278	311.036.275	336.282.223	441.012.951	476.547.345	520.635.782	456.126.654	527.207.950	568.385.157
Kratkoročne obveze	83.478.858	90.111.710	52.543.360	51.089.689	57.984.656	56.201.207	120.166.620	79.639.037	76.992.679	91.546.564
Odgodeno plaćanje troškova	28.100	5.144.018	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>II. UKUPNE OBVEZE</b>	<b>232.988.454</b>	<b>245.562.006</b>	<b>363.579.635</b>	<b>387.371.912</b>	<b>498.997.607</b>	<b>532.748.552</b>	<b>640.802.402</b>	<b>535.765.691</b>	<b>604.200.629</b>	<b>659.931.721</b>
<b>III. KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST (I. - II.)</b>	<b>715.160.889</b>	<b>707.488.011</b>	<b>742.048.854</b>	<b>722.844.971</b>	<b>728.018.323</b>	<b>753.135.001</b>	<b>1.131.454.873</b>	<b>1.947.773.538</b>	<b>2.020.057.272</b>	<b>2.076.039.553</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 19. prikazana je metodologija izračuna knjigovodstvene vrijednosti društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine. Knjigovodstvena vrijednost poduzeća u pravilu služi kao polazna osnovica prilikom postupka procjene vrijednosti poduzeća budući da računovodstvo poduzeća kontinuirano određuje vrijednost imovine koju poduzeće posjeduje, kao i vrijednost obveza i kapitala

poduzeća. Knjigovodstvena vrijednost društva „X“ izračunata je na način da je vrijednost imovine koju društvo „X“ posjeduje umanjena za vrijednost njegovih obveza. Rezultata navedenog postupka jest dobivena knjigovodstvena vrijednost. U najširem smislu, vodeći se jednom od temeljnih računovodstvenih zakonitosti, može se zaključiti kako u osnovi knjigovodstvena vrijednost jest jednaka vrijednosti vlastitih izvora financiranja odnosno kapitala. Promatrajući knjigovodstvenu vrijednost društva „X“ u analiziranom razdoblju može se vidjeti kako se knjigovodstvena vrijednost društva kontinuirano povećava iz godine u godinu. U 2010. godini knjigovodstvena vrijednost društva „X“ iznosila je nešto više od 715 milijuna kuna da bi u 2019. godini knjigovodstvena vrijednost društva „X“ bila nešto više od 2 milijarde kuna. Razlog porasta knjigovodstvene vrijednosti društva „X“ jest porasta vrijednost imovine koju društvo posjeduje uz istovremeno manje izraženiji porast vrijednosti obveza.

#### 4.3.2. Tržišna vrijednost društva „X“

Tablica 20. Tržišna vrijednost društva „X“

Godina	Broj uvrštenih dionica	Prosječna tržišna cijena	Tržišna vrijednost poduzeća "X"
2010.	2.182.500	47,50	103.668.750
2011.	2.182.500	56,33	122.929.312
2012.	2.182.500	88,00	192.049.088
2013.	2.182.500	149,70	326.720.250
2014.	2.182.500	253,48	553.209.188
2015.	2.182.500	326,31	712.171.575
2016.	2.182.500	396,39	865.121.175
2017.	5.128.721	465,03	2.385.032.798
2018.	5.128.721	395,39	2.027.849.310
2019.	5.128.721	355,42	1.822.837.334

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 20. prikazana je metodologija izračuna tržišne vrijednosti društva „X“ u analiziranom razdoblju od 2010. do 2019. godine. Tržišna vrijednost društva „X“ izračunana je kao umnožak broja uvrštenih dionica društva „X“ koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi i prosjeka prosječnih dnevnih tržišnih cijena dionica društva „X“ za



svaku analiziranu godinu. U razdoblju od 2010. do 2017. godine društvo „X“ imalo je uvršteno 2.182.500 redovnih dionica koje su kotirale na Zagrebačkoj burzi. U 2017. godini broj uvrštenih redovnih dionica je povećan na 5.128.721 kao posljedica novog emitiranja dionica u svrhu dokapitalizacije društva „X“. Godišnji prosjek prosječnih dnevnih tržišnih cijena dionica društva „X“ u analiziranom razdoblju bilježi porast. U 2010. prosjek prosječnih dnevnih tržišnih cijena dionica je iznosio 47,50 kn, a u 2019. godini prosjek prosječnih dnevnih tržišnih cijena dionica društva „X“ iznosio je 355,42 kn. Povećanje tržišne cijene po kojoj se obavljalo trgovanje dionicama društva „X“ na organiziranom tržištu izravno se odrazio na tržišnu vrijednost društva „X“. Povećanje broja uvrštenih dionica u 2017. godini isto tako imao je implikaciju na značajniji porast tržišne vrijednost društva u posljednje tri analizirane godine.

#### 4.3.3. Vrednovanje društva „X“ primjenom multiplikatora

##### 4.3.3.1. Multiplikator P/E

Prilikom postupka procjene vrijednosti društva „X“ primjenom P/E multiplikatora koji predstavlja odnos između cijene i zarade po dionici (eng. Price to Earnings ratio) upotrijebljeni su podaci za Europu, sektor hotela.

Tablica 21. Multiplikator P/E hotelske industrije

Industrija	Broj poduzeća	Tekući P/E	Posljednji P/E	Terminski P/E
Hotelska	109	35,63	25,98	20,04

Izvor: izrada autora prema podacima dostupnima na [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html) [19.5.2020. ]

Tablicom 21. prikazana je vrijednost multiplikatora P/E usporedivih poduzeća koja posluju unutar sektora hotelske industrije. Broj poduzeća temeljem kojih je izračunan P/E multiplikator usporedivih poduzeća u hotelskoj industriji je 109. Iz navedene tablice je vidljivo kako se razlikuju tekući, posljednji i terminski omjer cijene i zarade po dionici (P/E). Tekući P/E izračunava tekuću cijenu dionice u odnosu na

njenu zaradu po dionici. Posljednji P/E računa se na način da se podijeli cijena dionice poduzeća s vlastitom zaradom ostvarenom u posljednjoj godini. Terminski P/E mjeri cijenu dionice u odnosu na pretpostavljene zarade po dionici koje mogu biti projicirane za iduću poslovnu godinu ili pak za neki drugačiji budući vremenski horizont. U konačnici, P/E multiplikator poduzeća iz hotelske industrije u Europi služiti će kao temelj prilikom procjene vrijednosti društva „X“.

Tablica 22. Varijable za procjenu vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/E

Godina	Pozicija	
	Neto dobit	Ukupne obveze
2015.	18.724.184	659.931.721
2016.	-111.935.425	
2017.	68.823.676	
2018.	66.550.407	
2019.	124.460.104	
<b>Prosječna vrijednost</b>	<b>33.324.589</b>	-

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 22. prikazane su varijable potrebne za izračun procijenjene vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/E. Prva potrebna varijabla jest neto dobit. Za procjenu vrijednosti bit će korištena prosječna vrijednost ostvarene dobiti koju je društvo „X“ ostvarilo u petogodišnjem razdoblju. Druga potrebna varijabla jesu ukupne obveze. Prilikom postupka procjene vrijednosti društva „X“ bit će korištena vrijednost ukupnih obveza društva „X“ u 2019. godini.

Tablica 23. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/E

Neto dobit	Multiplikator P/E		Neto dobit x Multiplikator P/E	Ukupne obveze	Procijenjena vrijednost društva "X"
33.324.589	Tekući	25,98	865.772.827	659.931.721	1.525.704.548
33.324.589	Posljednji	20,04	667.824.768	659.931.721	1.327.756.489
33.324.589	Terminski	11,35	378.234.087	659.931.721	1.038.165.808

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 23. prikazan je postupak procijene vrijednosti društva „X“ primjenom P/E multiplikatora. Varijable korištene u postupku procijene vrijednosti jesu prosječna neto dobit u petogodišnjem razdoblju i ukupne obveze društva „X“ u 2019. godini te vrijednost multiplikatora P/E usporedivih poduzeća koja posluju u Europi unutar hotelskog sektora.

U prvom koraku procijene vrijednosti društva „X“ prosječna neto dobit pomnožena je s vrijednošću tekućeg, posljednjeg i terminskog P/E multiplikatora usporedivih poduzeća. Zatim u drugom koraku dobiveni umnožak prosječne neto dobiti i P/E multiplikatora je uvećan za vrijednost obveza društva „X“. U konačnici na taj način dobivena je procijenjena vrijednost društva „X“. Temeljem dobivenih procijenjenih vrijednosti vidljivo je kako društvo „X“ ostvaruje najveću procijenjenu vrijednost primjenom tekućeg P/E multiplikatora. Vrijednost društva „X“ primjenom tekućeg P/E multiplikatora iznosi 1.525.704.548 kn. Najnižu procijenjenu vrijednost društvo „X“ ostvarilo je primjenom terminskog P/E multiplikatora u iznosu od 1.038.165.808 kn.

#### 4.3.3.2. Multiplikator P/B

Prilikom postupka procjene vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/B koji predstavlja odnos između cijene dionice i knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice poduzeća (engl. Price to Book Ratio), bit će korišten multiplikator P/B usporedivih poduzeća koja posluju u hotelskom sektoru na području Europe.

Tablica 24. Multiplikator P/B hotelske industrije

Industrija	Broj poduzeća	Multiplikator P/B
Hotelska	109	2,21

Izvor: izrada autora prema podacima dostupnima na [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html) [19.5.2020.]

Tablicom 24. prikazana je vrijednost multiplikatora P/B na temelju uzorka 109 poduzeća koja posluju unutar hotelske industrije na području Europe.

Tablica 25. Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice društva „X“

Knjigovodstvena vrijednost dionice	20,00 HRK
Broj uvrštenih dionica	5.128.721
<b>Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice</b>	<b>102.574.420</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 25. prikazan je izračun knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice društva „X“. Knjigovodstvena vrijednosti obične glavnice društva „X“ rezultanta je umnoška knjigovodstvene vrijednosti dionice i broja uvrštenih dionica društva „X“ koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi. U konačnici vidljivo je kako knjigovodstvena vrijednost obične glavnice društva „X“ iznosi 102.574.420 kn.

Tablica 26. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/B

Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice	Multiplikator P/B	Procijenjena vrijednost društva "X"
102.574.420	2,21	226.689.468

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 26. prikazana je postupak procjene vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/B. Procijenjena vrijednost društva „X“ primjenom multiplikatora P/B dobivena je na način da je knjigovodstvena vrijednost obične glavnice društva „X“ pomnožena s vrijednošću multiplikatora P/B usporedivih poduzeća. U konačnici vidljivo je kako procijenjena vrijednost društva „X“ primjenom multiplikatora P/B iznosi 226.689.468 kn.

#### 4.3.3.3. Multiplikator P/EBIT

Tablica 27. Multiplikator P/EBIT hotelske industrije

Industrija	Broj poduzeća	Multiplikator P/EBIT
Hotelska	109	27,22

Izvor: izrada autora prema podacima dostupnima na [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html) [19.5.2020. ]

Tablicom 27. prikazana je vrijednost multiplikatora P/EBIT usporedivih poduzeća koja posluju unutar hotelske industrije na području Europe. Vrijednost multiplikatora P/EBIT iznosi 27,22.

Tablica 28. Varijable za procjenu vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/EBIT

Godina	EBIT	Ukupne obveze	Novac	Kratkotrajna financijska imovina
2015.	49.609.036			
2016.	-97.488.971			
2017.	106.768.867			
2018.	93.761.000			
2019.	89.257.421	659.931.721	597.070.653	220.675
<b>Prosječna vrijednost</b>	<b>48.381.471</b>	-	-	-

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 28. prikazane su varijable potrebne za postupak procijene vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/EBIT. Prosječna petogodišnja vrijednost EBIT-a društva „X“ iznosi 48.381.471 kn. Ukupne obveze, novac i kratkotrajna financijska imovine potrebni su za izračun neto duga društva „X“ u analiziranom razdoblju.

Tablica 29. Neto dug društva „X“

I. Ukupne obveze	659.931.721
II. Novac	597.070.653
III. Kratkotrajna financijska imovina	220.675
<b>IV. NETO DUG DRUŠTVA "X" (I. – (II. + III.))</b>	<b>62.640.393</b>

Izvor: vlastita izrada autora

Tablicom 29. prikazan je izračun neto duga društva „X“. Kao podloga za izračun neto duga korištena je vrijednost ukupnih obveza, novca i kratkotrajne financijske imovine u 2019. godini. Neto dug je izračunan na način da je vrijednost ukupnih obveza umanjena za stanje novca i stanje kratkotrajne financijske imovine. Novac i kratkotrajna financijska imovina predstavljaju najlikvidnije oblike imovine iz kojih se u kratkom roku mogu podmiri dospjele obveze.

Tablica 30. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom P/EBIT multiplikatora

EBIT društva "X"	Multiplikator P/EBIT	Implicirana operativna vrijednost	Neto dug društva "X"	Procijenjena vrijednost glavnice
48.381.471	27,22	1.316.943.630	62.640.393	1.254.303.237

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 30. prikazan je postupak procijene vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/EBIT. Implicirana operativna vrijednost društva dobivena je kao umnožak EBIT-a društva „X“ i multiplikatora usporedivih poduzeća. Kada se od implicirane operativne vrijednosti oduzme vrijednost neto duga dobiva se procijenjena vrijednost glavnice društva „X“ koja iznosi 1.254.303.237 kn. Implicirana operativna vrijednost društva „X“ primjenom multiplikatora P/EBIT iznosi 1.316.943.630 kn.

#### 4.3.3.4. Multiplikator P/EBITDA

Tablica 31. Multiplikator P/EBITDA hotelske industrije

Industrija	Broj poduzeća	Multiplikator P/EBITDA
Hotelska	109	11,92

Izvor: izrada autora prema podacima dostupnima na [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html) [19.5.2020. ]

Tablicom 31. prikazan je multiplikator P/EBITDA usporedivih poduzeća koja posluju unutar hotelske industrije u Europi. Vrijednost multiplikatora P/EBITDA usporedivih poduzeća iznosi 11,92.

Tablica 32. EBITDA društva „X“

Godina	EBITDA
2015.	107.517.619
2016.	-43.265.207
2017.	160.478.056
2018.	149.254.105
2019.	156.246.019
<b>Prosječni EBITDA</b>	<b>106.046.118</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 32. prikazan je prosječni EBITDA društva „X“ u petogodišnjem razdoblju. Prosječni EBITDA društva „X“ iznosi 106.046.118 kn.

Tablica 33. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom P/EBITDA multiplikatora

EBITDA društva "X"	Multiplikator P/EBITDA	Implicirana operativna vrijednost	Neto dug društva "X"	Procijenjena vrijednost glavnice
106.046.118	11,92	1.264.069.731	62.640.393	1.201.429.338

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 33. prikazan je postupak procijene vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/EBITDA. Implicirana operativna vrijednost društva „X“ izračunana je kao umnožak prosječne vrijednosti EBITDA društva „X“ i multiplikatora P/EBITDA usporedivih poduzeća. Procijenjena vrijednost glavnice društva „X“ dobivena je na način da je od implicirane operativne vrijednosti društva oduzeta vrijednost neto duga te ona u konačnici iznosi 1.201.429.338 kn.

#### 4.3.4. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom metode kapitalizacije dobiti

Postupak procjene vrijednosti društva „X“ primjenom metode kapitalizacije dobiti sastoji se od pet koraka. U prvom koraku bit će utvrđena stopa prinosa na glavicu društva „X“. Zatim, izračunana stopa prinosa služi kao podloga za utvrđivanje multiplikatora kapitalizacije. U trećem koraku bit će izračunana prosječna neto dobit

društva „X“ u posljednje tri analizirane godine. Nakon izračunane prosječne neto dobiti u posljednje tri godine bit će izrađena projekcija neto dobiti društva „X“ za 2020. godinu. U posljednjem koraku bit će izračunana vrijednost društva „X“ primjenom metode kapitalizacije dobiti.

Tablica 34. Stopa prinosa na glavniciu društva „X“

Pozicija	2017.	2018.	2019.
Dobit nakon oporezivanja	68.823.676	66.550.407	124.460.104
Kapital i rezerve	1.885.026.366	1.950.663.284	2.033.171.151
<b>Stopa prinosa na glavniciu</b>	<b>3,65%</b>	<b>3,41%</b>	<b>6,12%</b>
<b>Prosječna stopa prinosa na glavniciu društva „X“</b>			<b>4,39%</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 34. prikazan je postupak izračuna stope prinosa na glavniciu društva „X“. Stopa prinosa na glavniciu izračunana je način da je dobit nakon oporezivanja u posljednje tri godine podijeljena s vrijednošću kapitala i rezervi. Temeljem navedenog postupka dobivena je stopa prinosa na glavniciu za svaku od tri posljednje analizirane godine. U konačnici, prosječna stopa prinosa na glavniciu društva „X“ dobivena je na način da je izračunat prosjek svake stope prinosa na glavniciu u posljednje tri godine. Prosječna stopa prinosa na glavniciu društva „X“ iznosi 4,39%.

Tablica 35. Multiplikator kapitalizacije

<b>Multiplikator kapitalizacije</b>
100/prosječna stopa prinosa
100/4,39
<b>22,78</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 35. prikazan je postupak izračuna multiplikatora kapitalizacije društva „X“. Multiplikator kapitalizacije izračunan je na način da je 100 podijeljeno s dobivenom stopom prinosa na glavniciu (4,39%). U konačnici, multiplikator kapitalizacije društva „X“ iznosi 22,78.



Tablica 36. Prosječna neto dobit društva „X“

Godina	Neto dobit
2017.	68.823.676
2018.	66.550.407
2019.	124.460.104
<b>Prosječna dobit</b>	<b>86.611.396</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 36. prikazana je prosječna neto dobit društva „X“ ostvarena u posljednje tri analizirane godine. Prosječna neto dobit društva „X“ u posljednje tri analizirane godine iznosi 86.611.396 kn.

Tablica 37. Projekcija neto dobiti društva „X“ za 2020. godinu

Pozicija	2019.	Projekcija za 2020.	Relativna promjena
Ukupni prihodi	542.177.985	216.871.194	-60%
Ukupni rashodi	464.042.616	278.425.570	-40%
<b>Dobit ili gubitak nakon oprezivanja</b>	<b>78.135.369</b>	<b>-61.554.376</b>	<b>-179%</b>
Porez na dobit	-46.324.735	-11.079.788	-76%
<b>Dobit ili gubitak razdbolja</b>	<b>124.460.104</b>	<b>-50.474.588</b>	<b>-141%</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 37. prikazana je projekcija neto dobiti društva „X“ za 2020. godinu. 2020. godina na globalnoj razini obilježena je pandemijom korona virusa. U cilju obuzdavanja pandemije države širom svijeta zatvorile su granice, ograničile su kretanja stanovništva te provode mjere strogom socijalnog distanciranja. Poduzete mjere imale su značajne implikacije na gospodarske tijekove. Budući da društvo „X“ posluje u okviru turističkog sektora izgledno je za očekivati kako će korona virus imati značajne reperkusije na poslovanje društva u 2020. godini. Turističko tržište Republike Hrvatske u prva je četiri mjeseca 2020. godine prema podacima Hrvatske turističke zajednice zabilježenih u sustavu eVisitor ostvarilo 69% manje turističkih dolazaka te 60% manje noćenja u usporedbi s istim razdobljem u 2019. godini. Prema recentnoj projekciji Ministarstva turizma Republike Hrvatske u 2020. godini očekuje se smanjenje turističkih aktivnosti za 60%. Uzimajući u obzir sve izloženo, društvo „X“ očekuje pad prihoda za 60% u 2020. godini u usporedbi s prethodnom godinom.

Rashodi društva „X“ prema prvim preliminarnim procjenama trebali bi biti niži za 40% u usporedbi s 2019. godinom. Shodno navedenom, očekuje se kako će društvo „X“ unatoč stabilizaciji pandemije korona virusa u 2020. godini poslovati s negativnim rezultatom poslovanja odnosno gubitkom koji bi prema projekciji trebao iznositi 50.474.588 kn.

Tablica 38. Procijenjena vrijednost društva „X“ primjenom metode kapitalizacije dobiti

Godina	Multiplikator kapitalizacije	Neto dobit	Vrijednost kapitalizacije	Koeficijent važnosti	Korigirana vrijednost
2019.	22,78	124.460.104	2.835.201.169	0,45	1.275.840.526
Prosjeck posljednje tri godine	22,78	86.611.396	1.973.007.593	0,35	690.552.658
Projekcija za 2020.	22,78	-50.474.588	-1.149.811.122	0,20	-229.962.224
<b>Procijenjena vrijednost društva „X“ primjenom metode kapitalizacije dobiti</b>					<b>1.736.430.959</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 38. prikazan je postupak procijene vrijednosti društva „X“ primjenom metode kapitalizacije dobiti. Množenjem neto dobiti 2019. godine, prosječne neto dobiti za posljednje tri godine te projicirane neto dobiti za 2020. godinu s prethodno dobivenim multiplikatorom kapitalizacije dobivena je vrijednost kapitalizacije. U narednom koraku, vrijednost kapitalizacije množena je s koeficijentom važnosti kako bi se u konačnici dobila korigirana vrijednost. Ukupna vrijednost koeficijenta važnosti je jedan pri čemu je najveći ponder pridodan stvarno ostvarenoj neto dobiti u 2019. godini dok je najmanji ponder (0,20) pridodan projiciranoj neto dobiti društva „X“ za 2020. godinu budući da u ovom trenutku postoje brojne varijable koje će imati implikacije na stvarnu ostvarenu neto dobit na kraju 2020. godine. U konačnici, zbroj korigirane vrijednosti neto dobiti iz 2019. godine, prosječne neto dobiti za posljednje tri godine te projicirane neto dobiti za 2020. godinu daje procijenjenu vrijednost društva „X“ koja iznosi 1.736.430.959 kn.

#### 4.3.5. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom stuttgardske metode

U ovom poglavlju biti će prikazan postupak procijene vrijednosti društva „X“ primjenom stuttgardske metode. Kako bi se procijenila vrijednost društva primjenom

navedene metode potrebno je najprije utvrditi diskontnu stopu društva „X“. Diskontna stopa utvrđuje se kroz procjenu rizičnosti ulaganja društva „X“. Zatim je potrebno utvrditi čisti novčani tok društva „X“. U posljednjem koraku utvrđuje se vrijednost imovine društva. Temeljem svih utvrđenih varijabli u konačnici izračunava se procijenjena vrijednost društva „X“ primjenom stuttgardske metode.

Tablica 39. Procjena rizičnosti ulaganja društva „X“

<b>Čimbenici rizika</b>	
Povijest poduzeća	5
Industrijska djelatnost	4
Posebne vještine koje se zahtijevaju za uspjeh	5
Lokacija	4
Posebni odnosi potrebni za uspjeh	5
Radna snaga i situacija	3
Obilježja managementa	5
Povrat investicija u poduzeće	4
Profitabilnost investicije	3
Vanjska ovisnost	5
Ugled poduzeća	5
Proizvodi ili usluge	5
Franžiše, licence, jamstva ili ostali zahtjevi	3
Konkurencija	4
Tehnologija	3
<b>UKUPNO</b>	<b>63</b>
PROSJEČNO - Faktor multiplikacije (podijeljeno s brojem čimbenika -15)	4,2000
<b>PROSJEČNA DISKONTNA STOPA (prema tablicama)</b>	<b>23,81%</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 39. prikazana je procjena rizičnosti ulaganja društva „X“ kroz petnaest čimbenika rizika pri čemu je svakom čimbeniku dodijeljena ocjena od 1 do 6 pri čemu niža ocjena označava veći stupanj rizika i obrnuto.

Povijest društva „X“ seže u sredinu 70-ih godina prošlog stoljeća kada je društvo „X“ osnovano kao društveno poduzeće. U 90-im godinama prošlog stoljeća društvo je prošlo kroz proces privatizacije. U današnjem obliku, društvo „X“ je rezultat brojnih spajanja i akvizicija koje su izvršene tijekom proteklih godina. Shodno navedenom, može se zaključiti kako društvo „X“ ima relativno dugu povijest poslovanja u okvirima turističkog sektora Republike Hrvatske pa stoga povijest ne predstavlja značajniji rizik za samo društva pa je stoga čimbeniku povijesti dodijeljena ocjena 5.

Društvo „X“ posluje unutar industrije putovanja i industrije. Prema podacima Svjetskog vijeća za putovanje i turizam (WTTC) industrija putovanja i turizma jedna od najvećih i najbrže rastućih segmenata globalnog gospodarstva. Sve do izbijanje

pandemije korona virusa u 2020. godini turistička industrija bilježila je kontinuirani porast svih relevantnih pokazatelja. Turistička industrija Republike Hrvatske obilježena je problemom sezonalnosti i problemom nekonkurentnosti smještajnih kapaciteta u kojima dominira privatni smještaj. Bez obzira na veliku perspektivu rasta, recentna događanja pokazala su kako je industrija putovanja i turizma osjetljiva na različite endogene i egzogene šokove. Shodno izloženom, industrijska djelatnost društva „X“ ocijenjena je s ocjenom 4.

Budući da društvo „X“ posluje unutar industrije koja je obilježena s visokim stupnjem konkurentnosti, od iznimnog su značaja posebne vještine koje mogu diferencirati društvo „X“ od konkurenata. Društvo „X“ veliki značaj stavlja na razvoj posebnih vještina koje služe kako bi se povećalo zadovoljstvo gostiju. Stoga društvo stavlja veliki naglasak na konzistentno pružanje visoko profesionalnih usluga i kvalitete ponude što rezultira visokim zadovoljstvom, reputacijom i povratkom gostiju. U vezi sam time, društvo „X“ upotrebljava posebno razvijene programe za mjerenje online recenzija gostiju sve u cilju kontinuiranog poboljšanja zadovoljstva gostiju. Shodno navedeno, čimbenik posebnih vještina društva „X“ ocijenjen je s ocjenom 5.

Društvo „X“ locirano je na istarskom poluotoku. Istra je jedna o najpopularnijih turističkih destinacija u Republici Hrvatskoj. Slikovita obala i antičko rimsko naselje čine je posebno atraktivnom za inozemne turiste. Većina smještajnih kapaciteta društva „X“ locirana je na jugu istarskog poluotoka što u određenoj mjeri predstavlja potencijalni problem u slučaju nastanka iznenadnih egzogenih šokova. Međutim, društvo „X“ je u posljednjih nekoliko godina kroz poslovne kombinacije povećalo stupanj lokacijske diferencijacije smještajnih kapaciteta pa tako danas društvo „X“ ima objekte locirane i u drugim državama članicama EU-a. Shodno razloženom, čimbenik lokacije društva „X“ ocijenjen je s ocjenom 4.

Jedan od ključnih čimbenika koji određuje uspješnost društva „X“ jest zadovoljstvo gostiju pruženom uslugom. U svezi s time, društvo „X“ u vlastitim poslovnim strategijama stavlja veliki naglasak na svakog pojedinog gosta vjerujući kako će samo sretan i zadovoljan gost ponovno posjetiti smještajne objekte društva u budućnosti. U tom kontekstu, značajnu ulogu imaju ljudski potencijali društva „X“ od kojih se očekuje da imaju razvijene meke vještine sve sa ciljem stvaranje što većeg zadovoljstva gostiju. Sukladno navedeno, čimbenik posebnih odnosa za uspjeh društva „X“ ocijenjen je sa ocjenom 5.

Posljednjih nekoliko godina tržište radne snage u Republici Hrvatskoj obilježeno je s masovnim iseljavanjem radno sposobnog stanovništva u razvijenije države članice EU-a. Budući da turističku industriju karakterizira sezonalnost, društvo „X“ u strukturi zaposlenih ima značajno veliki udio sezonskih radnika. Isto tako, društvo „X“ poradi masovnog iseljavanja radne snage iz Republike Hrvatske bilo je primorano uvoziti radnu snagu iz susjednih zemalja. Sukladno navedenom, čimbenik radne snage društva „X“ ocijenjen je s ocjenom 3.

Upravljačka struktura društva „X“ sastavljena je od profesionalaca koji imaju višegodišnje radno iskustvo upravljanja u turističkoj industriji. Isto tako, kroz analizirano razdoblje upravljačka struktura društva „X“ nije značajnije izmijenjena što je društvu omogućilo kontinuitet u formulaciji i provedbi poslovnih strategija. Čimbenik obilježja menadžmenta društva „X“ ocijenjen je s ocjenom 5.

U analiziranom razdoblju društvo „X“ nalazilo se u intenzivnom investicijskom ciklusu u cilju povećanja kvalitete usluga. Izvršena je obnova i modernizacija postojećih smještajnih kapaciteta te su isto tako otvoreni i novi smještajni kapaciteti. Rezultati navedenog investicijskog ciklusa odrazili su se na rezultat poslovanja društva „X“ u posljednje tri analizirane godine. Međutim, za dobivanje sveobuhvatne i precizne ocjene stupnja povrata na investicije potrebno je još uvijek sačekati ostvarene rezultate u nekom srednjoročnom vremenskom horizontu. Sukladno navedeno, čimbenik povrata na investicije društva „X“ ocijenjen je s ocjenom 4.

Društvo „X“ u svom poslovanju ima izraženi visoki stupanj vanjske ovisnosti u pogledu nabave robe koja će biti korištena u pružanju usluga gostima. U tom kontekstu, vanjska ovisnost može predstavljati rizik budući da krajnja kvaliteta pružene usluge jest u korelaciji s kvalitetom nabavljenih inputa koji su neophodni kako bi se usluga u konačnici i pružila gostima. Kako bi smanjilo rizik neodgovarajuće kvalitete, društvo „X“ sa svim značajnim poslovnim partnerima ima definirane ugovore o standardu kvalitete. Temeljem razloženog, vanjska ovisnost društva „X“ ocijenjena je s ocjenom 3.

Uzimajući u obzir tradiciju društva „X“ kao i stupanj percepcije šire javnosti može se zaključiti kako je društvo „X“ u hrvatskoj turističkoj industriji uživa u visokom stupnju percepcije ugleda. Shodno tome, čimbenik ugleda društva „X“ ocijenjen je sa ocjenom 5.

Društvo „X“ ima diferenciranu ponudu turističkih usluga. U svome portfelju društvo „X“ ima smještajne kapacitete visoke kategorizacije kao i one prilagođene

potrebama mlađe populacije freelancera. Pored hotelskih smještajnih kapaciteta, društvo „X“ ima u svom portfelju i apartmanski smještaj kao i smještaj u kampovima. Temeljem navedenog, čimbenik proizvoda i usluga društva „X“ ocijenjen je s ocjenom 5.

Društvo „X“ ima licenciju na korištenja branda visoke kategorizacije na području srednje i istočne Europe. U tom kontekstu proizlazi rizik budući da davatelj licencije može navedenu licenciju dati trećoj strani na korištenje čime bi društvo „X“ izgubilo određeni stupanj prepoznatljivosti koji je vezan uz navedenu licenciju. Sukladno navedenom čimbenik franšiza, licencija, jamstava i ostalih zahtjeva je ocijenjen s ocjenom 3.

Turističko tržište Republike Hrvatske relativno je fragmentirano pri čemu tržišni lideri drže više od 10% smještajnih kapaciteta u hotelima, turističkim naseljima i kampovima. Turističko tržište Istre, s druge strane visoko je konsolidirano pri čemu četiri najveća istarska i hrvatska društva drže značajni udio hotelskih jedinica i kampova. Niti jedno od navedenih društava nema dominantni položaj na tržištu pri čemu društvo „X“ drži oko 10% udjela tržišta hotela na području Istre. Čimbenik konkurencije ocijenjen je s 4.

Društvo „X“ u svom poslovanju ovisi o određenim tehnologijama i sustavima. Kvarovi navedenih sustava, hakerski napadi i slično mogu dovesti do problema s informacijskim sustavom društva „X“. U bazama podatak svakog objekta kao i na razini društva „X“ vode se osobni podaci poput brojeva kreditnih kartica, identifikacijskih podataka, adresa gostiju i slično. Zloupotreba navedenih podataka imala bi negativne reperkusije na poslovanje i ugled društva „X“. Stoga društvo „X“ ulaže značajne napore u kontinuirano unapređenje tehnologije i informacijskog sustava u svrhu povećanja sigurnosti i učinkovitosti. Temeljem razloženog, čimbenik tehnologije društva „X“ ocijenjen je s ocjenom 3.

Temeljem proveden analize čimbenika društva „X“ dobivena je diskontna stopa od 23,81% koja će biti korištena u nastavku prilikom procjene vrijednosti društva primjenom stuttgardske metode.

Tablica 40. Sažeti prilagođeni račun dobiti i gubitka društva „X“

Sažeti prilagođeni račun dobiti i gubitka društva "X"						
Naziv pozicije	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	Prilagođena vrijednost
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>363.035.580</b>	<b>390.732.217</b>	<b>487.809.561</b>	<b>513.522.022</b>	<b>535.844.702</b>	<b>458.188.816</b>
1. Prihodi od prodaje	362.482.765	390.252.793	485.793.167	509.828.026	525.625.614	454.796.473
2. Ostali poslovni prihodi	552.815	479.424	2.016.394	3.693.996	10.219.088	3.392.343
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>310.470.972</b>	<b>484.257.176</b>	<b>379.439.816</b>	<b>418.527.506</b>	<b>446.201.319</b>	<b>407.779.358</b>
1. Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda	-	-	-	-	-	-
2. Materijalni troškovi	119.326.716	133.032.295	162.281.285	180.551.064	189.184.135	156.875.099
3. Troškovi osoblja	95.983.235	105.704.397	130.078.908	145.733.254	155.626.553	126.625.269
4. Amortizacija	59.413.356	54.729.385	50.354.209	53.656.621	63.279.095	56.286.533
5. Ostali troškovi	-	-	-	-	-	-
6. Vrijednosno usklađivanje	-	148.584.241	-	-	-	148.584.241
7. Rezerviranja	-	1.149.191	1.100.679	1.032.636	-	1.094.169
8. Ostali poslovni rashodi	35.747.666	41.057.666	35.624.735	37.553.931	38.111.535	37.619.107
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>819.143</b>	<b>1.362.858</b>	<b>9.085.955</b>	<b>3.373.415</b>	<b>5.505.664</b>	<b>4.029.407</b>
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>27.253.956</b>	<b>40.993.496</b>	<b>33.630.923</b>	<b>16.698.725</b>	<b>17.763.362</b>	<b>27.268.093</b>
<b>V. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>363.854.723</b>	<b>392.095.075</b>	<b>496.895.516</b>	<b>516.895.437</b>	<b>541.350.366</b>	<b>462.218.223</b>
<b>VI. UKUPNI RASHODI</b>	<b>337.724.929</b>	<b>525.250.672</b>	<b>413.070.739</b>	<b>435.226.232</b>	<b>463.964.681</b>	<b>435.047.450</b>
<b>VII. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>26.129.794</b>	<b>-133.155.597</b>	<b>83.824.777</b>	<b>81.669.205</b>	<b>77.385.686</b>	<b>27.170.773</b>
<b>VIII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>6.271.151</b>	<b>-22.636.452</b>	<b>15.391.986</b>	<b>14.905.605</b>	<b>-45.657.554</b>	<b>-6.345.053</b>
<b>IX. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>19.858.643</b>	<b>-110.519.146</b>	<b>68.432.791</b>	<b>66.763.600</b>	<b>123.043.240</b>	<b>33.515.826</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 40. prikazan je sažeti prilagođeni račun dobiti i gubitka društva „X“ za petogodišnje analizirano razdoblje. Temeljem provedenih prilagodba na određenim pozicijama prihoda i rashoda u svakoj od pet godina u konačnici je dobiven prilagođeni rezultat poslovanja za svaku godinu. U konačnici, prilagođena vrijednost pozicija računa dobiti i gubitka društva „X“ dobivena je kao prosječna vrijednost prilagođenih vrijednosti u petogodišnjem razdoblju. Prilagođeni račun dobiti i gubitka poslužit će kao temelj za izračun čistog novčanog toka društva „X“.

Tablica 41. Procijenjeni čisti novčani tok društva „X“

Pozicija	Vrijednost
Procijenjena dobit prije poreza	33.515.826
Amortizacija	56.286.533
Troškovi kamata	27.268.093
Ostale prilagodbe	-
<b>PROCIJENJENI ČISTI NOVČANI TOK DRUŠTVA "X"</b>	<b>117.070.452</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 41. prikazan je postupak izračuna procijenjeno čistog novčanog toka društva „X“. Kao podloga za izračun čistog novčanog toka društva „X“ korišteni su podaci iz prilagođenog računa dobiti i gubitka. Budući da je prilagođeni račun dobiti i gubitka formiran na temelju prilagođenih vrijednost za petogodišnje razdoblje, dobiveni procijenjeni čisti novčani tok će se koristiti kao aproksimacija za konstante godišnje zarade društva „X“.

Tablica 42. Vrijednost ukupne imovine društva „X“

Godina	Ukupna imovina
2019.	2.735.971.274

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 42. prikazana je vrijednost imovine društva „X“ u 2019. godini čija je vrijednost 2.735.971.274 kn.

$$\text{Procijenjena vrijednost društva "X"} = \frac{2.735.971.274 + 5 \times 117.070.452}{1 + 5 \times 0,2381} = 1.516.239.915 \text{ kn}$$

Gornjom jednadžbom prikazan je postupak izračuna procijenjene vrijednosti društva „X“ primjenom stuttgardske metode. U brojniku se zbraja vrijednost imovine s umnoškom procijenjene konstantne zarade društva „X“ za petogodišnje razdoblje. U nazivniku dobivena procijenjena diskontna stopa množi se s pet te se uvećava za jedan. U konačnici, procijenjena vrijednost društva „X“ primjenom stuttgardske metode iznosi 1.516.239.915 kn.



#### 4.3.6. Usporedba dobivenih procijenjenih vrijednosti društva „X“ primjenom odabranih metoda procijene vrijednosti

Tablica 43. Usporedni prikaz procijenjenih vrijednosti društva „X“

<b>Metoda</b>	<b>Procijenjena vrijednost</b>
Knjigovodstvena vrijednost (2019.)	2.076.039.553
Tržišna vrijednost (2019.)	1.822.837.334
Multiplikator P/E - <i>tekući</i>	1.525.704.548
Multiplikator P/E - <i>posljednji</i>	1.327.756.489
Multiplikator P/E - <i>terminski</i>	1.038.165.808
Multiplikator P/B	226.689.468
Multiplikator P/EBIT	1.316.943.630
Multiplikator P/EBITD	1.264.069.731
Metoda kapitalizacije dobiti	1.736.430.959
Stuttgardska metoda	1.516.239.915
<b>Prosječna vrijednost</b>	<b>1.359.724.154</b>

Izvor: samostalna izrada autora

Tablicom 43. prikazan je usporedni prikaz dobivenih procijenjenih vrijednosti društva „X“ primjenom osam odabranih metoda procijene vrijednosti poduzeća. Usporedbom dobivenih procijenjenih vrijednosti može se vidjeti kako je najveća vrijednost društva „X“ postignuta primjenom knjigovodstvene metode. Prema knjigovodstvenoj metodi, knjigovodstvena vrijednost društva „X“ iznosi 2.076.039.553 kn. Najniža vrijednost društva „X“ postignuta je primjenom multiplikatora P/B i ona iznosi 226.689.468 kn. Usporedbom preostalih dobivenih procijenjenih vrijednosti može se vidjeti kako nema značajno velikih odstupanja u procijenjenim vrijednostima društva „X“. Ukoliko se izračuna prosjek dobivenih procijenjenih vrijednosti društva „X“ može se vidjeti kako prosječna procijenjena vrijednost društva „X“ dobivena primjenom odabranih osam metoda procijene iznosi 1.359.724.154 kn.

## 5. ZAKLJUČAK

Postupak procjene vrijednosti poduzeća složen je i zahtjevan proces čiji konačni rezultat jest u ovisnosti djelovanja brojnih faktora. Polazište procjene vrijednosti poduzeća jest u financijskoj analizi poduzeća koje predstavlja objekt same procjene. Temeljem financijske analize dobivaju se spoznaje o dinamici kretanja najznačajnijih pozicija financijskih izvještaja kao i informacije o likvidnosti, zaduženosti, profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti. Temeljem provedene analize financijskih izvještaja društva „X“ u analiziranom desetogodišnjem razdoblju može se zaključiti kako je društvo „X“ ostvarilo značajniji iskorak u stupnju likvidnosti te je isto tako ostvarilo poboljšanje u strukturi izvora financiranja u korist vlastitih izvora odnosno kapitala. U kontekstu profitabilnosti društvo „X“ u posljednje tri analizirane godine ostvarilo je kontinuitet ostvarivanja pozitivnog rezultata poslovanja uz tendenciju porasta ostvarene dobiti. U usporedbi s usporedivom grupom može se zaključiti kako je krajem analiziranog razdoblja društvo „X“ u svim ključnim financijskim pokazateljima doseglo razinu usporedive grupe. Temeljem provedene procjene vrijednosti društva „X“ primjenom odabranih metoda može se vidjeti kako u prosjeku društvo „X“ vrijedi nešto više od 1.3 milijarde kuna. Najveća odstupanja u dobivenoj procijenjenoj vrijednosti vidljiva su kod primjene dinamičkih i kombiniranih metoda odnosno kod metode kapitalizacije dobiti i stuttgardske metode poradi toga što se navede metode u nešto većem stupnju oslanjanju na ostvareni stupanj profitne snage. Temeljem navedenog može se zaključiti kako profitna snaga ima značajni utjecaj na krajnju procijenjenu vrijednost društva. Isto tako, neminovno je naglasiti kako će globalna pandemija korona virusa imati značajne implikacije na poslovanje društva „X“ u 2020. godini što će se u konačnici reflektirati i na vrijednost samog društva što je vidljivo kod procijene vrijednosti primjenom metode kapitalizacije dobiti. U konačnici, temeljem dobivenih procijenjenih vrijednosti društva „X“ može se vidjeti kako postoje odstupanja u procijenjenim vrijednostima. Shodno navedenom, može se reći kako je procjena vrijednosti koristan alat prilikom utvrđivanja vrijednosti poduzeća, ali u krajnjem slučaju vrijednost poduzeća jednaka je postignutoj kupoprodajnoj cijeni koja je rezultanta kupoprodajnog dogovora između prodavatelj i kupca.

## POPIS LITERATURE

### Knjige

- Žager, K., Mamić-Šačer, I., Sever, S., Žager, L. (2008): *Analiza financijskih izvještaja*, 2. prošireno izdanje, Masmedia, Zagreb
- Žager, K., Žager, L. (1999): *Analiza financijskih izvještaja*, Masmedia, Zagreb
- Orsag, S. (1997): *Vrednovanje poduzeća*, infoinvest, Zagreb
- Kolačević, S., Hreljac, B. (2012): *Vrednovanje poduzeća*, 2. dopunjeno i prošireno izdanje, TEB, Zagreb
- Perić, J. (2005): *Osnove vrednovanja poduzeća*, Fintrade&tours, Rijeka
- Miloš – Srpčić, D., Orešković – Sulje, O. (2012): *Procjena vrijednosti poduzeća*, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb

### Zakoni i pravilnici:

- Zakon o računovodstvu (NN 78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/20, 47/20)
- Zakon o reviziji (NN 127/17)

### Prezentacije i predavanja

- Zenzerović, R. (2018): *Analiza financijskih izvještaja*, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“ Pula

### Članci

- Belak, V. (2017): *Odnos duga i EBITDA-a kao mjera financijske sposobnosti poduzeća*, Računovodstvo, revizija i financije, br. 7/17, Zagreb, str. 173-179

### Web

- Zagrebačka burza  
<http://www.zse.hr/>

# POPIS TABLICA I SLIKA

## TABLICE

Tablica 1. Pokazatelji likvidnosti .....	25
Tablica 2. Pokazatelji zaduženosti .....	26
Tablica 3. Upozoravajući znakovi na temelju odnosa neto duga/EBITDA.....	28
Tablica 4. Pokazatelji aktivnosti.....	29
Tablica 5. Pokazatelji ekonomičnosti.....	30
Tablica 6. Pokazatelji profitabilnost .....	31
Tablica 7. Kralicekov DF pokazatelj .....	33
Tablica 8. Klasifikacija ocjena financijske stabilnosti.....	33
Tablica 9. Komparativna bilanca društva „X“ .....	36
Tablica 10. Strukturna bilanca društva „X“ .....	42
Tablica 11. Komparativni račun dobiti i gubitka društva „X“ .....	46
Tablica 12. Strukturni račun dobiti i gubitka društva „X“ .....	51
Tablica 13. Pokazatelji likvidnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ .....	55
Tablica 14. Pokazatelji zaduženosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ .....	57
Tablica 15. Pokazatelji aktivnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ .....	62
Tablica 16. Pokazatelji ekonomičnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ .....	64
Tablica 17. Pokazatelji profitabilnosti društva „X“ i usporedive grupe „UG“ .....	66
Tablica 18. Kralicekov DF pokazatelj društva „X“ i usporedive grupe „UG“ .....	69
Tablica 19. Knjigovodstvena vrijednost društva „X“ .....	71
Tablica 20. Tržišna vrijednost društva „X“ .....	72
Tablica 21. Multiplikator P/E hotelske industrije .....	73
Tablica 22. Varijable za procjenu vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/E .....	74
Tablica 23. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/E .....	74
Tablica 24. Multiplikator P/B hotelske industrije .....	75
Tablica 25. Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice društva „X“ .....	76
Tablica 26. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/B .....	76
Tablica 27. Multiplikator P/EBIT hotelske industrije.....	77
Tablica 28. Varijable za procjenu vrijednosti društva „X“ primjenom multiplikatora P/EBIT...	77
Tablica 29. Neto dug društva „X“ .....	77
Tablica 30. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom P/EBIT multiplikatora.....	78

Tablica 31. Multiplikator P/EBITDA hotelske industrije.....	78
Tablica 32. EBITDA društva „X“ .....	79
Tablica 33. Procjena vrijednosti društva „X“ primjenom P/EBITDA multiplikatora.....	79
Tablica 34. Stopa prinosa na glavicu društva „X“ .....	80
Tablica 35. Multiplikator kapitalizacije .....	80
Tablica 36. Prosječna neto dobit društva „X“ .....	81
Tablica 37. Projekcija neto dobiti društva „X“ za 2020. godinu.....	81
Tablica 38. Procijenjena vrijednost društva primjenom metode kapitalizacije dobiti .	82
Tablica 39. Procjena rizičnosti ulaganja društva „X“ .....	83
Tablica 40. Sažeti prilagođeni račun dobiti i gubitka društva „X“ .....	87
Tablica 41. Projicirani čisti novčani tok društva „X“ .....	88
Tablica 42. Vrijednost ukupne imovine društva „X“ .....	88
Tablica 43. Usporedni prikaz procijenjenih vrijednosti društva „X“ .....	89

## SLIKE

Slika 1. Temeljna klasifikacija metoda procijene vrijednosti poduzeća .....	14
Slika 2. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja .....	22
Slika 3. Klasifikacija financijskih pokazatelja .....	24

## **PRILOZI**

Prilog 1. Varijable za izračun finansijskih pokazatelja društva „X“ .....	97
Prilog 2. Varijable za izračun finansijskih pokazatelja usporedive grupe „UG“ .....	99

## SAŽETAK

Temeljni cilj istraživačke problematike diplomskog rada jest prikazati procjenu vrijednosti društva „X“ primjenom različitih metoda procijene vrijednosti. Prije same procijene vrijednosti društva „X“ proveden je postupak financijske analize u analiziranom desetogodišnjem razdoblju u svrhu utvrđivanja stupnja likvidnosti, zaduženosti, profitabilnosti, ekonomičnosti te aktivnosti. Temeljem dobivenih procijenjenih vrijednosti društva „X“ može se vidjeti kako postoje odstupanja u procijenjenim vrijednostima. Shodno navedenom, može se reći kako dobivene procijenjene vrijednosti mogu dovesti do potencijalnih konflikata o poimanju vrijednosti društva pa sukladno tome i do konflikata u pogledu potencijalne kupoprodajne cijene ukoliko bi društvo „X“ postalo objektom kupoprodaje. Međutim, postupak procjene vrijednosti ipak u konačnici daje okvir unutar kojeg se može očekivati realizacija kupoprodajnih transakcija. Shodno navedenom, procjena vrijednosti poduzeća u velikoj mjeri ovisi o brojnim varijablama pri čemu se posebice ističe faktor subjektivnosti samog procjenitelja. Procjenitelj stoga u vlastitim procjenama treba biti vođen vlastitim iskustvom te krajnji rezultat ne smije biti rezultanta pristranosti jedne od strana u kupoprodajnom procesu.

*Ključne riječi: procjena vrijednosti, analiza financijskih izvještaja, društvo „X“*

## **SUMMARY**

The main goal of the research subject in this graduate thesis is to show the valuation of the X company using different methods. The first step in doing this is to do a financial analysis throughout the period of ten years in order to get the degree of liquidity, indebtedness, profitability, economy and activity in general. Based on the given facts it is visible that there are deviations in valuation. It is to conclude that the given valuation results can lead to potential conflicts dealing with what the X company values really are as well as conflicts relating to potential purchase price given the fact that the X company is the purchase object. However, the valuation process gives us insight into a specific frame where the purchase transaction realization takes place. According to all of these facts, the valuation of a company depends on many variables, with the subjectivity factor of the assessor himself being the most important of them all. While working on a valuation, the assessor's experience should play a significant role in this whole process and the end result must not be a resultant of spaciousness of one of the participants in the buying and selling process.

*Key words: valuation, financial analysis report, the X company*



## Prilog 1. Varijable za izračun financijskih pokazatelja društva „X“

Varijable za izračun financijskih pokazatelja društva "X"										
Varijable	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Novac	5.249.228	534.340	27.614.806	32.439.386	66.722.373	113.421.141	92.464.080	716.410.907	682.384.707	597.070.653
Utržive vrijednosnice (ulaganje u kratkoročne VP)							208.411	205.345	198.775	220.675
<i>Kratkoročne obveze (sumarno D. i E.)</i>	<i>83.506.958</i>	<i>95.255.728</i>	<i>52.543.360</i>	<i>51.089.689</i>	<i>57.984.656</i>	<i>56.201.207</i>	<i>120.166.620</i>	<i>79.639.037</i>	<i>76.992.679</i>	<i>91.546.564</i>
Kratkoročne obveze (D.)	83.478.858	90.111.710	52.543.360	51.089.689	57.984.656	56.201.207	120.166.620	79.639.037	76.992.679	91.546.564
Odgodeno plaćanje troškova (E.)	28.100	5.144.018								
<i>Kratkotrajna imovina (sumarno C. i D.)</i>	<i>20.060.387</i>	<i>21.000.157</i>	<i>43.719.693</i>	<i>49.678.982</i>	<i>77.875.810</i>	<i>122.635.467</i>	<i>111.242.378</i>	<i>729.812.330</i>	<i>696.534.505</i>	<i>613.127.263</i>
Kratkotrajna imovina (C.)	19.902.285	14.458.591	43.719.693	49.678.982	77.875.810	122.635.467	111.242.378	729.812.330	696.534.505	613.127.263
Unaprijed plaćeni troškovi (D.)	158.102	6.541.566								
Potraživanja	14.054.844	12.293.352	15.417.136	16.626.550	10.088.695	7.834.623	16.950.983	11.259.312	11.895.993	13.833.673
Dugotrajna imovina	928.088.956	932.049.860	1.061.908.796	1.060.537.901	1.149.140.120	1.163.248.086	1.661.014.897	1.753.726.899	1.927.723.396	2.122.844.011
<i>Glavnica (sumarno A i B.)</i>	<i>715.160.889</i>	<i>707.488.011</i>	<i>742.048.854</i>	<i>722.844.971</i>	<i>728.018.323</i>	<i>753.135.001</i>	<i>1.131.454.873</i>	<i>1.947.773.538</i>	<i>2.020.057.272</i>	<i>2.076.039.553</i>
Kapital i rezerve (A.)	701.304.826	682.370.146	683.044.563	683.762.253	684.699.117	703.434.255	1.074.548.226	1.885.026.366	1.950.663.284	2.033.171.151
Rezerviranja	13.856.063	25.117.865	59.004.291	39.082.718	43.319.206	49.700.746	56.906.647	62.747.172	69.393.988	42.868.402
Dugoročne obveze	149.481.496	150.306.278	311.036.275	336.282.223	441.012.951	476.547.345	520.635.782	456.126.654	527.207.950	568.385.157
<i>Radni kapital</i>	<i>-63.446.571</i>	<i>-74.255.571</i>	<i>-8.823.667</i>	<i>-1.410.707</i>	<i>19.891.154</i>	<i>66.434.260</i>	<i>-8.924.242</i>	<i>650.173.293</i>	<i>619.541.826</i>	<i>521.580.699</i>
Ukupna imovina (aktiva)	948.149.343	953.050.017	1.105.628.489	1.110.216.883	1.227.015.930	1.285.883.553	1.772.257.275	2.483.539.229	2.624.257.901	2.735.971.274
<i>Ukupne obveze (sumarno)</i>	<i>232.988.454</i>	<i>245.562.006</i>	<i>363.579.635</i>	<i>387.371.912</i>	<i>498.997.607</i>	<i>532.748.552</i>	<i>640.802.402</i>	<i>535.765.691</i>	<i>604.200.629</i>	<i>659.931.721</i>
<i>Kamate (rashodi)</i>	<i>15.408.639</i>	<i>18.497.222</i>	<i>20.065.200</i>	<i>24.688.267</i>	<i>23.798.027</i>	<i>25.319.606</i>	<i>38.695.277</i>	<i>27.286.894</i>	<i>15.751.883</i>	<i>16.674.635</i>
Porez na dobit	-2.245.617	-3.418.528	1.667.597	1.801.554	1.620.566	5.790.959	-23.160.384	15.479.904	14.858.008	-46.324.735
Neto dobit	-11.219.178	-18.914.969	666.752	734.117	-9.173.631	18.724.184	-11.935.425	68.823.676	66.550.407	124.460.104
<i>Dobit prije poreza i kamata (NT + K + PD)</i>	<i>1.943.844</i>	<i>-3.836.275</i>	<i>22.399.549</i>	<i>27.223.938</i>	<i>16.244.962</i>	<i>49.834.749</i>	<i>-96.400.532</i>	<i>111.590.474</i>	<i>97.160.298</i>	<i>94.810.004</i>
Amortizacija	35.521.202	34.214.785	39.591.156	47.087.705	49.919.907	57.682.870	53.135.325	48.887.582	52.093.807	61.436.015
Zadržana dobit	25.573.538	14.354.359	0	666.752	11.433.290	2.259.658	20.983.842	0	65.877.455	106.785.103
Ukupni prihodi	206.880.602	241.097.111	275.980.456	298.504.045	315.535.224	363.926.931	392.192.037	497.479.850	517.267.406	542.177.985
<i>Prosječno stanje imovine (aktivne)</i>	<i>948.149.343</i>	<i>950.599.680</i>	<i>1.029.339.253</i>	<i>1.107.922.686</i>	<i>1.168.616.407</i>	<i>1.256.449.742</i>	<i>1.529.070.414</i>	<i>2.127.898.252</i>	<i>2.553.898.565</i>	<i>2.680.114.588</i>
<i>Prosječno stanje kratkotrajne imovine</i>	<i>20.060.387</i>	<i>20.530.272</i>	<i>32.359.925</i>	<i>46.699.338</i>	<i>63.777.396</i>	<i>100.255.639</i>	<i>116.938.923</i>	<i>420.527.354</i>	<i>713.173.418</i>	<i>654.830.884</i>
<i>Prosječno stanje dugotrajne imovine</i>	<i>928.088.956</i>	<i>930.069.408</i>	<i>996.979.328</i>	<i>1.061.223.349</i>	<i>1.104.839.011</i>	<i>1.156.194.103</i>	<i>1.412.131.492</i>	<i>1.707.370.898</i>	<i>1.840.725.148</i>	<i>2.025.283.704</i>
Prihodi od prodaje (sumarno)	206.333.254	237.939.604	273.704.967	296.235.867	314.698.771	362.482.765	390.252.793	485.793.167	509.828.026	525.625.614
<i>Prosječno stanje potraživanja</i>	<i>14.054.844</i>	<i>13.174.098</i>	<i>13.855.244</i>	<i>16.021.843</i>	<i>13.357.623</i>	<i>8.961.659</i>	<i>12.392.803</i>	<i>14.105.148</i>	<i>11.577.653</i>	<i>12.864.833</i>
Sirovine i materijal	596.367	331.049	665.355	607.373	1.021.872	1.297.892	1.454.765	1.420.375	1.691.903	1.953.762
Proizvodnja u tijeku									0	0
Gotovi proizvodi									0	0
Trgovačka roba	1.680	3.438	4.803	4.660	3.662	1.263	1.679	2.216	39.542	48.500
<i>Vrijednost zaliha (sumarno)</i>	<i>598.047</i>	<i>334.487</i>	<i>670.158</i>	<i>612.033</i>	<i>1.025.534</i>	<i>1.299.155</i>	<i>1.456.444</i>	<i>1.422.591</i>	<i>1.731.445</i>	<i>2.002.262</i>
<i>Prosječno stanje zaliha</i>	<i>598.047</i>	<i>466.267</i>	<i>502.323</i>	<i>641.096</i>	<i>818.784</i>	<i>1.162.345</i>	<i>1.377.800</i>	<i>1.439.518</i>	<i>1.577.018</i>	<i>1.866.854</i>
Materijalni troškovi	70.899.717	90.326.585	94.222.188	99.443.301	106.844.373	116.986.976	130.423.819	159.099.299	177.010.847	185.474.642
Troškovi osoblja	71.602.137	77.913.305	86.805.296	85.225.801	86.030.075	94.101.211	103.631.762	127.528.341	142.875.739	152.575.052
<i>Troškovi prodane robe (sumarno)</i>	<i>178.023.056</i>	<i>202.454.675</i>	<i>220.618.640</i>	<i>231.756.807</i>	<i>242.794.355</i>	<i>268.771.057</i>	<i>287.190.906</i>	<i>335.515.222</i>	<i>371.980.393</i>	<i>399.485.709</i>
Ukupni rashodi	220.345.397	263.430.608	273.646.107	295.968.374	323.088.289	339.411.788	527.287.846	413.176.270	435.858.991	464.042.616
Poslovni prihodi	206.739.766	240.939.851	275.322.495	298.453.478	315.484.040	363.064.675	390.757.450	487.915.687	513.716.443	536.382.549
Poslovni rashodi	204.118.039	244.337.362	253.115.846	270.847.744	298.648.072	313.455.639	488.246.421	381.146.820	419.955.443	447.125.128
Financijski prihodi	140.836	157.260	657.961	50.567	51.184	862.256	1.434.587	9.564.163	3.550.963	5.795.436

Financijski rashodi	16.227.358	19.093.246	20.530.261	25.120.630	24.440.217	25.956.149	39.041.425	32.029.450	15.903.548	16.917.488
<i>Prosječna glavnica</i>	<i>715.160.889</i>	<i>711.324.450</i>	<i>724.768.433</i>	<i>732.446.913</i>	<i>725.431.647</i>	<i>740.576.662</i>	<i>942.294.937</i>	<i>1.539.614.206</i>	<i>1.983.915.405</i>	<i>2.048.048.413</i>
Temeljni kapital (obična glavnica)	43.650.000	43.650.000	43.650.000	43.650.000	43.650.000	43.650.000	43.650.000	102.574.420	102.574.420	102.574.420
<i>Prosječna obična glavnica</i>	<i>43.650.000</i>	<i>43.650.000</i>	<i>43.650.000</i>	<i>43.650.000</i>	<i>43.650.000</i>	<i>43.650.000</i>	<i>43.650.000</i>	<i>73.112.210</i>	<i>102.574.420</i>	<i>102.574.420</i>
Preferencijalne dividende	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

<i>Kamate (troškovi) sumarno</i>	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
<b>1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima</b>	5.814.593	9.929.981	10.274.242	10.139.264	8.661.238	8.977.339	15.515.103	2.760.435	1.169.065	8.635
<b>2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama</b>	9.594.046	8.567.241	9.790.958	14.549.003	15.136.789	16.342.267	23.180.174	24.526.459	14.582.818	16.666.000
<b>Sumarno kamate</b>	15.408.639	18.497.222	20.065.200	24.688.267	23.798.027	25.319.606	38.695.277	27.286.894	15.751.883	16.674.635

## Prilog 2. Varijable za izračun financijskih pokazatelja usporedive grupe „UG“

Varijable za izračun financijskih pokazatelja usporedive grupe										
Varijable	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Novac	140.627.859	276.564.411	266.662.830	291.790.387	261.828.800	403.442.634	320.492.191	321.770.982	372.935.039	909.281.442
Utržive vrijednosnice (ulaganje u kratkoročne VP)	2.471.582	3.344.826	2.935.413	2.858.145	2.131.848	1.200.688	1.305.807	1.372.240	1.428.800	1.688.240
<i>Kratkoročne obveze (sumarno D. i E.)</i>	<i>1.353.913.702</i>	<i>1.442.090.729</i>	<i>1.361.453.378</i>	<i>1.501.367.799</i>	<i>1.624.155.480</i>	<i>1.653.031.841</i>	<i>1.771.546.739</i>	<i>1.952.540.924</i>	<i>1.886.021.259</i>	<i>1.333.184.353</i>
Kratkoročne obveze (D.)	1.336.899.652	1.393.437.452	1.305.631.701	1.397.305.986	1.497.190.396	1.490.726.430	1.614.776.593	1.772.732.031	1.669.310.614	1.215.424.222
Odgodeno plaćanje troškova (E.)	17.014.050	48.653.277	55.821.677	104.061.813	126.965.084	162.305.411	156.770.146	179.808.893	216.710.645	117.760.131
<i>Kratkotrajna imovina (sumarno C. i D.)</i>	<i>373.770.263</i>	<i>548.477.505</i>	<i>612.982.891</i>	<i>880.887.213</i>	<i>660.033.952</i>	<i>811.685.866</i>	<i>775.709.630</i>	<i>771.536.219</i>	<i>697.391.906</i>	<i>1.149.652.431</i>
Kratkotrajna imovina (C.)	361.947.589	532.227.408	591.836.749	853.866.855	629.192.858	784.150.440	744.781.362	743.119.844	660.385.159	1.122.226.253
Unaprijed plaćeni troškovi (D.)	11.822.674	16.250.097	21.146.142	27.020.358	30.841.094	27.535.426	30.928.268	28.416.375	37.006.747	27.426.178
Potraživanja	88.305.666	80.347.494	137.417.889	318.526.169	145.987.116	173.806.057	201.076.543	118.115.268	184.192.499	146.400.566
Dugotrajna imovina	6.861.392.704	7.244.120.504	7.232.704.869	8.056.718.352	9.582.953.749	9.774.355.343	10.700.389.048	11.545.575.958	13.062.189.634	13.626.096.379
<i>Glavnica (sumarno A i B.)</i>	<i>5.385.339.563</i>	<i>5.681.750.397</i>	<i>5.804.362.994</i>	<i>6.171.073.514</i>	<i>6.466.075.275</i>	<i>6.567.591.288</i>	<i>7.053.360.262</i>	<i>7.372.120.127</i>	<i>8.035.390.778</i>	<i>8.594.415.741</i>
Kapital i rezerve (A.)	5.292.920.200	5.591.444.181	5.707.732.470	6.056.300.312	6.379.057.718	6.489.611.523	6.951.899.766	7.264.064.563	7.928.041.256	8.438.152.843
Rezerviranja	92.419.363	90.306.216	96.630.524	114.773.202	87.017.557	77.979.765	101.460.496	108.055.564	107.349.522	156.262.898
Dugoročne obveze	495.909.702	668.756.883	679.871.388	1.265.164.252	2.152.756.946	2.365.418.080	2.651.191.677	2.992.451.126	3.838.169.503	4.662.128.828
<i>Radni kapital</i>	<i>-980.143.439</i>	<i>-893.613.224</i>	<i>-748.470.487</i>	<i>-620.480.586</i>	<i>-964.121.528</i>	<i>-841.345.975</i>	<i>-995.837.109</i>	<i>-1.181.004.705</i>	<i>-1.188.629.353</i>	<i>-183.531.922</i>
Ukupna imovina (aktiva)	7.235.162.967	7.792.598.009	7.845.687.760	8.937.605.565	10.242.987.701	10.586.041.209	11.476.098.678	12.317.112.177	13.759.581.540	14.775.748.810
<i>Ukupne obveze (sumarno)</i>	<i>1.849.823.404</i>	<i>2.110.847.612</i>	<i>2.041.324.766</i>	<i>2.766.532.051</i>	<i>3.776.912.426</i>	<i>4.018.449.921</i>	<i>4.422.738.416</i>	<i>4.944.992.050</i>	<i>5.724.190.762</i>	<i>5.995.313.181</i>
Kamate (rashodi)	30.818.198	29.821.614	48.485.939	42.015.254	26.887.859	87.590.305	65.103.626	68.650.499	136.869.054	114.555.840
Porez na dobit	12.165.192	13.610.441	-1.473.695	-14.494.254	32.038.588	55.216.395	-53.230.770	34.063.981	-87.115.943	46.042.808
Neto dobit	-30.316.967	36.060.789	211.040.547	255.533.867	248.581.401	278.327.974	583.275.917	507.075.531	777.542.282	704.511.916
<i>Dobit prije poreza i kamata (NT + K + PD)</i>	<i>12.666.423</i>	<i>79.492.844</i>	<i>258.052.791</i>	<i>283.054.867</i>	<i>307.507.848</i>	<i>421.134.674</i>	<i>595.148.773</i>	<i>609.790.011</i>	<i>827.295.393</i>	<i>865.110.564</i>
Amortizacija	401.908.181	421.998.905	474.360.307	529.791.971	581.677.275	643.969.623	698.972.040	757.992.567	961.758.602	1.065.826.899
Zadržana dobit	-145.640.839	-216.287.437	-165.438.206	12.617.342	264.062.269	312.810.241	457.884.063	685.206.881	1.052.747.345	1.654.145.802
Ukupni prihodi	1.795.642.110	2.002.897.432	2.360.554.481	2.594.449.094	2.953.990.030	3.264.695.735	3.707.741.734	4.045.167.500	4.881.623.107	5.176.513.804
<i>Prosječno stanje imovine (aktive)</i>	<i>7.235.162.967</i>	<i>7.513.880.488</i>	<i>7.819.142.885</i>	<i>8.391.646.663</i>	<i>9.590.296.633</i>	<i>10.414.514.455</i>	<i>11.031.069.944</i>	<i>11.896.605.428</i>	<i>13.038.346.859</i>	<i>14.267.665.175</i>
<i>Prosječno stanje kratkotrajne imovine</i>	<i>373.770.263</i>	<i>461.123.884</i>	<i>580.730.198</i>	<i>746.935.052</i>	<i>770.460.583</i>	<i>735.859.909</i>	<i>793.697.748</i>	<i>773.622.925</i>	<i>734.464.063</i>	<i>923.522.169</i>
<i>Prosječno stanje dugotrajne imovine</i>	<i>6.861.392.704</i>	<i>7.052.756.604</i>	<i>7.238.412.687</i>	<i>7.644.711.611</i>	<i>8.819.836.051</i>	<i>9.678.654.546</i>	<i>10.237.372.196</i>	<i>11.122.982.503</i>	<i>12.303.882.796</i>	<i>13.344.143.007</i>
Prihodi od prodaje (sumarno)	1.703.250.297	1.919.894.183	2.246.300.568	2.443.455.445	2.767.205.977	3.059.531.100	3.460.365.925	3.830.899.388	4.619.179.418	4.877.130.380
<i>Prosječno stanje potraživanja</i>	<i>88.305.666</i>	<i>84.326.580</i>	<i>108.882.692</i>	<i>227.972.029</i>	<i>232.256.643</i>	<i>159.896.587</i>	<i>187.441.300</i>	<i>159.595.906</i>	<i>151.153.884</i>	<i>165.296.533</i>
Sirovine i materijal	10.610.748	12.602.404	11.921.219	16.986.095	18.316.790	22.630.464	39.270.464	38.395.882	39.523.108	41.419.552
Proizvodnja u tijeku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gotovi proizvodi	740.909	740.909	740.909	740.909	0	0	0	0	0	0
Trgovačka roba	2.297.993	1.933.749	2.179.815	1.761.516	1.679.285	1.821.664	2.159.883	2.456.558	3.402.769	5.202.493
<i>Vrijednost zaliha (sumarno)</i>	<i>13.649.650</i>	<i>15.277.062</i>	<i>14.841.943</i>	<i>19.488.520</i>	<i>19.996.075</i>	<i>24.452.128</i>	<i>41.430.347</i>	<i>40.852.440</i>	<i>42.925.877</i>	<i>46.622.045</i>
<i>Prosječno stanje zaliha</i>	<i>13.649.650</i>	<i>14.463.356</i>	<i>15.059.503</i>	<i>17.165.232</i>	<i>19.742.298</i>	<i>22.224.102</i>	<i>32.941.238</i>	<i>41.141.394</i>	<i>41.889.159</i>	<i>44.773.961</i>
Materijalni troškovi	553.063.755	627.516.736	688.596.230	749.343.394	884.388.029	943.170.332	1.055.185.408	1.144.899.652	1.311.523.613	1.474.983.314
Troškovi osoblja	463.674.295	504.510.427	536.252.750	569.957.275	644.378.451	723.398.983	819.524.730	942.535.986	1.176.239.346	1.255.396.603
<i>Troškovi prodane robe (sumarno)</i>	<i>1.418.646.231</i>	<i>1.554.026.068</i>	<i>1.699.209.287</i>	<i>1.849.092.640</i>	<i>2.110.443.755</i>	<i>2.310.538.938</i>	<i>2.573.682.178</i>	<i>2.845.428.205</i>	<i>3.449.521.561</i>	<i>3.796.206.816</i>
Ukupni rashodi	1.813.793.885	1.953.226.202	2.150.987.629	2.353.409.481	2.673.370.041	2.931.151.366	3.177.696.587	3.504.027.988	4.191.196.768	4.425.959.080
Poslovni prihodi	1.763.404.896	1.970.393.599	2.307.922.139	2.547.487.310	2.921.566.952	3.169.331.936	3.595.141.370	3.965.393.843	4.735.755.262	5.127.764.154
Poslovni rashodi	1.696.750.395	1.843.198.959	2.061.969.002	2.238.978.282	2.562.324.716	2.751.652.366	3.018.129.014	3.330.901.384	4.036.107.209	3.346.862.133
Financijski prihodi	32.151.585	30.837.092	52.630.574	46.016.256	32.423.078	95.363.799	112.600.364	79.773.657	145.867.845	48.749.650

Financijski rashodi	116.656.110	110.021.775	79.738.379	103.673.942	111.045.325	179.499.000	159.567.573	173.126.604	155.089.559	143.333.471
<i>Prosječna glavnica</i>	<i>5.385.339.563</i>	<i>5.533.544.980</i>	<i>5.743.056.696</i>	<i>5.987.718.254</i>	<i>6.318.574.395</i>	<i>6.516.833.282</i>	<i>6.810.475.775</i>	<i>7.212.740.195</i>	<i>7.703.755.453</i>	<i>8.314.903.260</i>
Temeljni kapital (obična glavnica)	4.502.234.920	4.471.643.220	4.471.643.220	4.616.717.280	5.150.124.849	5.064.778.862	5.102.603.201	5.268.308.150	5.275.926.832	5.275.926.832
<i>Prosječna obična glavnica</i>	<i>4.502.234.920</i>	<i>4.486.939.070</i>	<i>4.471.643.220</i>	<i>4.544.180.250</i>	<i>4.883.421.065</i>	<i>5.107.451.856</i>	<i>5.083.691.032</i>	<i>5.185.455.676</i>	<i>5.272.117.491</i>	<i>5.275.926.832</i>
Preferencijalne dividende	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

<i>Kamate (troškovi) sumarno</i>	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
<b>1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima</b>	797.902	653.276	12.856.134	5.560.853	252.935	40.111.922	2.948.227	5.473.339	70.132.511	40.899.384
<b>2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama</b>	30.020.296	29.168.338	35.629.805	36.454.401	26.634.924	47.478.383	62.155.399	63.177.160	66.736.543	73.656.456
<b>Sumarno kamate</b>	30.818.198	29.821.614	48.485.939	42.015.254	26.887.859	87.590.305	65.103.626	68.650.499	136.869.054	114.555.840