

Analiza konsolidiranih financijskih izvještaja društva HUP-ZAGREB d.d.

Tomašević, Valentina

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **RRiF College of Financial Management / RRiF Visoka škola za financijski menadžment**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:198:792457>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-31**



Repository / Repozitorij:

[Repository of Final Examination Papers University of Applied Sciences RRiF - Final Examination Papers and Diploma Papers](#)



RRiF VISOKA ŠKOLA ZA FINANCIJSKI MENADŽMENT U ZAGREBU
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ KORPORATIVNE FINACIJE

Valentina Tomašević

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI RAD
ANALIZA KONSOLIDIRANIH FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA
DRUŠTVA HUP-ZAGREB D.D.

Zagreb, 2020.

RRiF VISOKA ŠKOLA ZA FINANCIJSKI MENADŽMENT U ZAGREBU

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ KORPORATIVNE FINANCIJE

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI RAD

**ANALIZA KONSOLIDIRANIH FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA
DRUŠTVA HUP-ZAGREB D.D.**

Ime i prezime studenta: Valentina Tomašević

Matični broj studenta: 98/17-R-SDS

Mentor: dr. sc. Tamara Cirkveni Filipović, profesor visoke škole

Zagreb, 2020.

ZAHVALA

Zahvaljujem mentorici, dr. sc. Tamari Cirkveni Filipović, na vremenu i pažnji koju mi je posvetila, savjetima i vođenju kroz pisanje specijalističkog diplomskog stručnog rada te na motivirajućim i profesionalno odrađenim predavanjima koja prethode odabiru teme.

Zahvaljujem ocu, djedu i baki što su omogućili da dođem do ovog stupnja školovanja i što su me uvijek poticali na ostvarenje svojih ciljeva.

Također, posebno zahvaljujem dečku Filipu i baki Katici koji su bili konstantna podrška kako za vrijeme pisanja rada tako i kroz cijelo fakultetsko obrazovanje te koji su svojom ljubavlju i brigom sve izazove učinili ostvarivima.

ANALIZA KONSOLIDIRANIH FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA DRUŠTVA HUP-ZAGREB D.D.

Sažetak

Financijski izvještaji koji odražavaju fer i istinit prikaz financijskog položaja društva su temelj za provedbu kvalitetne analize financijske uspješnosti poslovanja. Analiziranjem financijskih izvještaja prema: horizontalnoj i vertikalnoj analizi, pokazateljima analize financijskih izvještaja te pokazateljima stvaranja nove vrijednosti kao i sustavima pokazatelja, svi korisnici financijskih izvještaja dobivaju odgovarajuće informacije na temelju kojih mogu donositi kvalitetne poslovne odluke. Interesne skupine, koje mogu biti vanjske i unutarnje, biraju informacije koje su im potrebne kako bi uspješno odredile strategiju, optimizirale stanje imovine i kapitala te odlučile hoće li poslovati s određenim društvom ili investirati u njega. Analizom u ovom radu promatraju se konsolidirani financijski izvještaji društva HUP-ZAGREB d.d. i društva Maistra d.d. od 2014. do 2018. godine te se na temelju toga donose odgovarajući zaključci o poslovanju navedenih društava.

Ključne riječi: financijski izvještaji, financijska analiza, HUP-ZAGREB d.d., pokazatelji analize financijskih izvještaja i stvaranja nove vrijednosti, sustavi pokazatelja analize financijskih izvještaja.

CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS OF THE COMPANY HUP-ZAGREB D.D.

Summary

Financial statements that reflect a fair and true presentation of the financial position of the company are the basis for conducting a quality analysis of financial performance. By analyzing financial statements according to: horizontal and vertical analysis, financial statement analysis indicators and added value indicators as well as indicator systems, all users of financial statements receive appropriate information on the basis of which they can make quality business decisions. Stakeholders, which can be external or internal, select the information they need to successfully determine the strategy, optimize the state of assets and capital, and decide whether to do business with or invest in a particular company. The analysis in this paper observes the consolidated financial statements of the company HUP-ZAGREB d.d. and company Maistra d.d. from year 2014 to 2018, and based on that, appropriate conclusions are made on the operations of the said companies.

Key words: financial statements, financial analysis, HUP-ZAGREB d.d., financial statements analysis and added value indicators, systems of financial statements analysis indicators.

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet, cilj i metode istraživanja	1
1.2. Struktura rada	2
2. FINANCIJSKI IZVJEŠTAJI I ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA	3
2.1. Pojam financijskih izvještaja	3
2.2. Vrste financijskih izvještaja.....	5
2.2.1. Bilanca.....	5
2.2.2. Račun dobiti i gubitka	6
2.2.3. Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti	7
2.2.4. Izvještaj o novčanom tijeku.....	8
2.2.5. Izvještaj o promjenama kapitala.....	9
2.2.6. Bilješke uz financijske izvještaje	9
2.3. Korisnici i obilježja financijskih izvještaja	10
2.4. Analiza financijskih izvještaja.....	11
3. POSLOVANJE DRUŠTAVA HUP-ZAGREB D.D. I MAISTRA D.D.	12
3.1. Poslovanje društva HUP-ZAGREB d.d.....	12
3.2. Poslovanje društva Maistra d.d.....	13
4. FINANCIJSKA ANALIZA DRUŠTVA HUP-ZAGREB D.D.	14
4.1. Ulazni podaci	14
4.2. Horizontalna analiza	16
4.3. Vertikalna analiza	19
4.4. Pojedinačni pokazatelji analize financijskih izvještaja	21
4.4.1. Pokazatelji likvidnosti	22
4.4.2. Pokazatelji zaduženosti	24
4.4.3. Pokazatelji aktivnosti	26
4.4.4. Pokazatelji ekonomičnosti.....	27
4.4.5. Pokazatelji profitabilnosti	29
4.4.6. Pokazatelji investiranja	30
4.5. Pokazatelji stvaranja nove vrijednosti	33
4.5.1. Neto preostali profit	33
4.5.2. Odnos održive novostvorene vrijednosti.....	34
4.5.3. Dodana vrijednost	36

4.5.4.	Ekonomska dodana vrijednost	38
4.5.5.	Tržišna dodana vrijednost	41
5.	SUSTAVI POKAZATELJA FINANCIJSKE ANALIZE DRUŠTVA HUP-ZAGREB D.D.	42
5.1.	Du Pont sustav pokazatelja.....	43
5.2.	Sintetički pokazatelji	45
5.2.1.	Altman Z-score model.....	46
5.2.2.	Kralicekov DF model	48
5.2.3.	BEX indeks za procjenu poslovne izvrsnosti.....	50
6.	FINANCIJSKA ANALIZA KONKURENTSKOG DRUŠTVA MAISTRA D.D.....	52
6.1.	Ulazni podaci.....	52
6.2.	Pokazatelji analize financijskih izvještaja za društvo Maistra d.d.	54
6.2.1.	Pokazatelji likvidnosti	54
6.2.2.	Pokazatelji zaduženosti	55
6.2.3.	Pokazatelji aktivnosti	56
6.2.4.	Pokazatelji profitabilnosti	57
6.2.1.	Pokazatelji ekonomičnosti.....	58
6.2.2.	Pokazatelji investiranja	58
6.3.	Usporedba financijskih pokazatelja za društvo HUP-ZAGREB d.d. i društvo Maistra d.d.....	60
7.	ZAKLJUČAK	61
	LITERATURA.....	63
	POPIS ILUSTRACIJA.....	66

1. UVOD

Tema ovog rada je analiza konsolidiranih financijskih izvještaja društva HUP-ZAGREB d.d. za razdoblje od 2014. do 2018. godine. Analiziranjem konsolidiranih financijskih izvještaja određeni su osnovni pokazatelji poslovanja prema godinama, a njihovom usporedbom može se odrediti trend pada ili rasta uspješnosti poslovanja organizacije. Za usporedbu dobivenih vrijednosti pokazatelja analize financijskih izvještaja izračunavaju se i promatraju pokazatelji financijske analize društva Maistra d.d.

Određeni pokazatelji i sustavi prikazuju prošlo stanje poslovanja dok drugi modeli predviđaju budućnost društva. Analiza financijskih izvještaja u radu napravljena je na način da se logički i jednostavno povežu teorija i primjeri, tj. definicije i izračuni. Društvo HUP-ZAGREB d.d., čiji se primjer obrađuje u radu, sa svojim ovisnim društvima čini HUP Grupu i posluje u tercijarnom sektoru, a u svom portfelju drži nekoliko prepoznatljivih hotela važnih za turizam grada Zagreba.

1.1. Predmet, cilj i metode istraživanja

Rad se bavi analizom konsolidiranih financijskih izvještaja prvenstveno društva HUP-ZAGREB d.d., a sekundarno društva Maistra d.d. Uspoređuju se podaci iz bilanci, računa dobiti i gubitka, izvještaja o novčanim tijekovima, bilješki i objava posloводства o poslovnoj godini kroz godine. Analizom je cilj dobiti rezultate poslovanja društva HUP-ZAGREB d.d. prema pokazateljima analize financijskih izvještaja: likvidnosti, zaduženosti, ekonomičnosti, aktivnosti, profitabilnosti i investiranja te ih usporediti s rezultatima za konkurentsko društvo Maistra d.d. Zadnji navedeni, pokazatelji investiranja, fokusiraju se na dionice društva u razdoblju od 2014. do 2018. godine.

Osim izračuna vrijednosti pokazatelja analize financijskih izvještaja, cilj je provjeriti kolike su, ako postoje, stvorene nove vrijednosti te kakve su prognoze budućnosti prema sustavima i sintetičkim pokazateljima. Novostvorene vrijednosti se provjeravaju računanjem neto operativne dobiti, ekonomske dodane vrijednosti, tržišne dodane vrijednosti i sl. Također, cilj je teoriju potkrijepiti konkretnim primjerima, predstaviti poslovanje društva HUP-ZAGREB d.d. i pojasniti njegovu važnost za turizam Hrvatske. Financijski izvještaji preuzeti su s internetske stranice Registra godišnjih financijskih izvještaja.

Tema je obrađena metodama deskripcije na način da su opisani pojmovi važni za razumijevanje sadržaja rada prema stručnoj literaturi. Dodatno, koriste se matematičke metode pomoću kojih se dobivaju izračuni vrijednosti pokazatelja koji se kasnije metodama komparacije uspoređuju. Dobiveni rezultati se nakon primjene metoda analize interpretiraju i prezentiraju.

1.2. Struktura rada

Rad je koncipiran na način da nakon uvoda u rad slijedi kratak opis osnovnih pojmova vezanih uz financijske izvještaje. Nabrajaju se i opisuju vrste financijskih izvještaja, korisnici, obilježja sastavljanja. Drugi dio je usmjeren na opis poslovanja društva HUP-ZAGREB d.d. i društva Maistra d.d., njihovog portfelja, dionica i tržišta. Treći i glavni dio rada bavi se analizom financijskih izvještaja gdje su tablično i grafički prikazani i interpretirani dobiveni rezultati. Objasnjavani pojmovi su:

- financijski izvještaji – bilanca, račun dobiti i gubitka, izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti, izvještaj o novčanom tijeku, bilješke uz financijske izvještaje, izvještaj o promjenama kapitala
- horizontalna i vertikalna analiza
- pokazatelji analize financijskih izvještaja – likvidnost, zaduženost, ekonomičnost, obrtaji, profitabilnost, investiranje
- pokazatelji stvaranja nove vrijednosti – neto preostali profit, odnos održive novostvorene vrijednosti, dodana vrijednost, ekonomska dodana vrijednost, tržišna dodana vrijednost
- sustavi pokazatelja – Du Pont, Altman Z-score, Kralicekov DF model, BEX indeks.

Treći dio rada, osim financijske analize društva HUP-ZAGREB d.d., analizira i poslovanje konkurentskog društva Maistra d.d. prema pokazateljima analize financijskih izvještaja, a u svrhu uspoređivanja s rezultatima primarno promatranog društva.

Rad završava zaključkom gdje su navedene ključne misli nakon analize i usporedbi te popis literature, tablica i grafova.

2. FINANCIJSKI IZVJEŠTAJI I ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

Ovo poglavlje će kroz četiri potpoglavlja dati objašnjenje što su to financijski izvještaji i tko ih koristi, koje su vrste financijskih izvještaja, koja su im obilježja i tko ih kontrolira te gdje ih pronaći. Jedno potpoglavlje opisuje svaki od obveznih financijskih izvještaja zasebno.

2.1. Pojam financijskih izvještaja

Financijski izvještaji su skupovi informacija o ekonomskoj aktivnosti i financijskoj snazi poslovnih subjekata koje mogu biti podloga za donošenje ekonomskih odluka. Oni sadrže kvalitetne informacije većinom izražene u novcu. Proces financijskog izvještavanja obuhvaća prikupljanje, sastavljanje i prezentiranje te javnu objavu istih. Izvještaji mogu biti prezentirani na dva načina: za unutarnje potrebe u obliku menadžerskog izvještaja bez propisane forme pisanja i za javnu objavu pisani prema zakonski propisanoj formi.¹ Također, izvještaji mogu biti obvezni i dragovoljni. Obvezni su oni uređeni propisima, a dragovoljni su oni koji dodatno sadrže: poslovne ciljeve i strategije, informacije o konkurenciji, podatke o ključnim proizvodima i tržištima, analize i prognoze, rizike, financijske pokazatelje, status dionica te informacije o zaposlenicima.² U malim i srednjim društvima dominantno se sastavljaju za potrebe eksternih korisnika, prije svega radi zadovoljenja poreznih propisa, dok su s druge strane interni izvještaji za potrebe odlučivanja³ i upravljanja nedovoljno zastupljeni ili ih uopće nema. Računovodstvene informacije se ne koriste dovoljno.

Zakonom o računovodstvu definirani su kriteriji koji poduzetnike svrstavaju u kategorije mikro, malih, srednjih i velikih poduzetnika ovisno o vrijednosti ukupne aktive, prihoda i prosječnom broju radnika tijekom poslovne godine.⁴ Prema istom Zakonu poduzetnici su dužni sastavljati računovodstvenu dokumentaciju koja mora biti točna, potpuna, provjerljiva, razumljiva i zaštićena od oštećenja i promjena. Nabrojene karakteristike su također obilježja financijskih izvještaja.

¹ Guzić, Š. (2018). Financijsko izvješćivanje. Recenzirana skripta. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment, str. 2-3.

² Ibid., str. 16.

³ Dečman, N. (2012). Financijski izvještaji kao podloga za ocjenu sigurnosti i uspješnosti poslovanja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj. Ekonomski pregled [online], LXIII (7-8), str. 488. Raspoloživo na: URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=128746 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)

⁴ Zakon.hr. URL: <https://www.zakon.hr/z/118/Zakon-o-ra%C4%8Dunovodstvu> (pristupljeno 6. svibnja 2020.)

Prema Pravilniku o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja (NN 95/2016)⁵ ovisno o vrsti poduzetnika ili subjekta čija su obilježja određena Zakonom o računovodstvu, obvezni financijski izvještaji koje je potrebno sastaviti su:

- bilanca
- račun dobiti i gubitka
- izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti
- izvještaj o novčanom tijeku
- izvještaj o promjenama kapitala
- bilješke uz financijske izvještaje.

Godišnji financijski izvještaji se čuvaju trajno, a sastavljaju se prema Hrvatskim standardima financijskog izvještavanja (HSFI) ili prema Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja (MSFI) sukladno odredbama Zakona.⁶

Društvo sastavlja financijske izvještaje za svoje poslovanje, no, ako postoje matica i ovisna društva, potrebno je napraviti konsolidaciju izvještaja. Svrha konsolidacije financijskih izvještaja je ta da se poslovanje pojedinih ovisnih trgovačkih društava, u jednom financijskom izvještaju prikaže kao cjelina.⁷ Konsolidirani financijski izvještaji, pripremljeni na odgovarajući način i dosljedno prezentirani, podloga su za uspješno upravljanje grupom. Točnije: upravljanje i nabavu financijske imovine, organizaciju strukture imovine općenito te kontrolu izvora te imovine, optimizaciju likvidnosti, osiguranje trajne solventnosti, organizaciju adekvatne zaštite od rizika i rješavanje ostalih zadaća menadžmenta.⁸

Središnji izvor informacija o financijskom položaju, uspješnosti poslovanja te dodatnim informacijama naziva se Registar godišnjih financijskih izvještaja (RGFI) i vodi ga Financijska agencija (FINA) u ime Ministarstva financija Republike Hrvatske. Izvještaji su dostupni svima i prikazani su u elektroničkom zapisu.

⁵ Narodne novine. URL: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_10_95_2052.html (pristupljeno 6. svibnja 2020.)

⁶ Zakon.hr. URL: <https://www.zakon.hr/z/118/Zakon-o-ra%C4%8Dunovodstvu> (pristupljeno 6. svibnja 2020.)

⁷ Belak, V. et al. (2018). Računovodstvo poduzetnika s primjerima knjiženja. Zagreb: RRiF Plus, str. 15.

⁸ Isaković-Kaplan, Š. (2010). konsolidirani financijski izvještaji – smisao i svrha sastavljanja: razlozi neobjavlivanja konsolidiranih financijskih izvještaja u Bosni i Hercegovini. Economic research – Ekonomska istraživanja [online], XXIII (4)., str. 168. Raspoloživo na URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=94803 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)

2.2. Vrste financijskih izvještaja

U potpoglavlju 2.2. objašnjavaju se zakonski propisane vrste financijskih izvještaja. Bit će prikazana obilježja bilance, računa dobiti i gubitka, izvještaja o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti, izvještaja o novčanom tijeku, izvještaja o promjenama kapitala i bilješki uz financijske izvještaje.

2.2.1. Bilanca

Bilanca je statički financijski izvještaj koji daje informacije o imovini, obvezama i kapitalu poduzetnika na određeni datum te pruža podatke o sigurnosti poslovanja. Ima dva dijela, aktivu i pasivu, koji bi po iznosima na kraju trebali biti jednako vrijedni. Pojednostavljeno, aktiva je sve ono što društvo ima na raspolaganju za stvaranje novca, pasiva je sve ono što društvo duguje, a kapital je ono što društvu ostaje nakon što bi se imovina prodala po trenutnoj vrijednosti.⁹

Dio aktiva se odnosi uglavnom na imovinu. Imovina se prema iskoristivosti dijeli na dugotrajnu i kratkotrajnu te prema funkciji može biti materijalna, nematerijalna i financijska. Objekti, oprema, transportna vozila, strojevi, sitni inventar i zalihe su dio materijalne imovine, dok onu financijsku čine novac, potraživanja, dani krediti, ulaganje u dionice i sl. Nematerijalnu imovinu tvore patenti, licence, franšize, koncesije, softveri... Preostale pozicije aktive su: potraživanja za upisani a ne plaćeni kapital, plaćeni troškovi budućeg razdoblja i nedospjela naplata prihoda te gubitak iznad visine kapitala.¹⁰ Dio pasiva se odnosi na kapital, rezerve i obveze. Kapital poduzetnika je vlastito ulaganje dioničara kod dioničkog društva, odnosno vlastito ulaganje članova društva kod društva s ograničenom odgovornošću, koje može biti povećano za dobitke ili smanjeno za gubitke poduzetnika. Od pozicija pasive koje se tiču rezervi tu su: kapitalne rezerve, revalorizacijske rezerve, zakonske i ostale rezerve. Obveze prema trajanju mogu biti dugoročne (one preko godine dana) i kratkoročne (do godine dana), a primjeri istih su: dugovanja dobavljačima, obveze za primljene kredite, za plaćanje poreza i prema zaposlenima... Zadnja zasebna pozicija pasive je odgođeno plaćanje troškova i prihodi budućeg razdoblja.¹¹

⁹ Vance, D. E. (2003). *Financial Analysis and Decision Making: Tools and Techniques to Solve Financial Problems and Make Effective Business Decisions*. USA: McGraw-Hill. [online], str. 5. Raspoloživo na: URL: <http://digilib.stiem.ac.id:8080/xmlui/handle/123456789/210> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)

¹⁰ Bešvir, B. (2008). *Kako čitati i analizirati financijske izvještaje*. Zagreb: RRiF Plus, str. 17.

¹¹ *Ibid.*, str. 9.

2.2.2. Račun dobiti i gubitka

Račun dobiti i gubitka je dinamički financijski izvještaj koji pruža informacije o prihodima i rashodima poduzetnika u određenom poslovnom razdoblju, koje je najčešće kalendarska godina. Iz ovog izvještaja dobiva se razlika prihoda i rashoda, tj. rezultat poslovanja ovisan je također o tome trebali li poduzetnik platiti porez. Dobivaju se informacije o učinkovitosti poslovanja.¹²

Pozicije računa dobiti i gubitka su: prihodi iz osnovne djelatnosti, prihodi iz drugih aktivnosti, rashodi iz osnovne djelatnosti, rashodi drugih aktivnosti, bruto dobit, porez na dobit i neto dobit.

Prihodi i rashodi iz osnovne djelatnosti su oni koji se odnose na glavne predmete prodaje, usluge i proizvode, amortizaciju, plaće zaposlenih i sl. Primjeri prihoda i rashoda iz drugih aktivnosti su: prihodi i rashodi od prodaje dugotrajne imovine, otpisa obveza ili imovine, kamata, tečajnih razlika, udjela u fondovima. Ostali prihodi i rashodi su oni nastali od naplate raznih šteta ili prodaje značajnog dijela dugotrajne imovine i oni se rijetko događaju.

Iznos bruto dobitka ili gubitka se dobiva oduzimanjem ukupnih rashoda od ukupnih prihoda. Slijedi oduzimanje poreza na dobit prema stopi za određenu godinu i dobiva se rezultat financijske godine kao dobit ili gubitak.¹³

Prihodi i rashodi su obračunske kategorije različite od primitaka i izdataka, a njihovo se priznavanje i mjerenje provodi prema načelima Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja¹⁴:

- načelo nastanka događaja
- načelo iskazivanja po bruto osnovi
- načelo sučeljavanja prihoda i rashoda
- načelo opreznosti.

¹² Bešvir, B. (2008). Kako čitati i analizirati financijske izvještaje. Zagreb: RRiF Plus, str. 10.

¹³ Ibid., str. 24-25.

¹⁴ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 121.

2.2.3. *Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti*

Ovaj izvještaj pokazuje prihode i rashode te je obavezan kod subjekata koji svoju dobit povećavaju ili smanjuju izvan poslovnih aktivnosti ili onih aktivnosti izravno povezanih s društvom. Odnosi se na promjene uzrokovane na primjer inflacijom, naglim povećanjem ili padom cijene dionica na burzi te sličnim aktivnostima za koje nisu zaduženi menadžeri. Te vrijednosti se prikazuju zasebno od iznosa pravih zarada.¹⁵

Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti sastavljaju veliki poduzetnici i subjekti od javnog interesa, tj. oni koji svoje knjige vode prema MSFI. Izvještaj redom ima glavne stavke:

- dobit ili gubitak razdoblja
- ostala sveobuhvatna dobit ili gubitak
- porezi na ostalu sveobuhvatnu dobit razdoblja
- neto ostala sveobuhvatna dobit ili gubitak razdoblja
- sveobuhvatna dobit ili gubitak razdoblja.

Ostala sveobuhvatna dobit prije poreza uključuje¹⁶:

- tečajne razlike iz preračuna inozemnog poslovanja
- promjene revalorizacijskih rezervi dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine
- dobitak ili gubitak s osnove ponovnog vrednovanja financijske imovine raspoložive za prodaju
- dobitak ili gubitak s osnove učinkovite zaštite novčanomj tijekom
- dobitak ili gubitak s osnove učinkovite zaštite neto ulaganja u inozemstvu
- udio u ostaloj sveobuhvatnoj dobiti / gubitku društva povezanih sudjelujućim interesom
- aktuarski dobitci ili gubitci po planovima definiranih primanja
- ostale nevladničke promjene kapitala,

a navedene stavke se iskazuju u bruto svoti.

¹⁵ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 123.

¹⁶ Cirkveni Filipović, T. (2020). Izvještaj o ostalom sveobuhvatnom dobitku. Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu [online], XXX (1.), str. 151-156. Raspoloživo na: URL: <https://www.rriif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)

2.2.4. Izvještaj o novčanom tijeku

Izvještaj o novčanom tijeku je dinamički financijski izvještaj koji daje informacije o primljenom i danom novcu poduzetnika u određenom poslovnom razdoblju, ono je najčešće jedna kalendarska godina. Prikazuje koliko je ukupne prodaje naplaćeno i koliko je obveza troškova plaćeno. Najvažniji zadatak novčanog tijeka je prikazati sposobnost ili nesposobnost poduzetnika da zaradi novac i način na koji ga troši. Pozicije izvještaja o novčanom tijeku su primici i izdaci, neto povećanje ili smanjenje novca, novac na početku razdoblja te novac na kraju razdoblja.¹⁷ Novčani primici su novac i novčani ekvivalenti koji pritiču u društvo, a novčani izdaci predstavljaju isplate novca, oboje se temelje na načelu blagajne. Izvještaj o novčanom tijeku promatra se zajedno s bilancom i računom dobiti i gubitka kako bi informacije bile potpune, a prema Zakonu o računovodstvu obvezno ga sastavljaju srednji i veliki poduzetnici i to po direktnoj ili indirektnoj metodi.¹⁸

Aktivnosti novčanog tijeka mogu biti:

- poslovne
- investicijske
- financijske.

Primici i izdaci iz poslovnih aktivnosti su na primjer: novčani primici od prodaje robe i pružanja usluga, od provizija, najmova, kamata te izdaci za plaćanje dobavljačima i državi. Primjeri primitaka i izdataka od investicijskih aktivnosti mogu biti primici, tj. izdaci od prodaje dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine, od prodaje glavnih ili dužničkih instrumenata, naplata predujmova i zajmova... Primici i izdaci od financijskih aktivnosti nastaju pri aktivnostima prodaje ili isplate dionica, davanja ili primanja zajmova, obveznica, zadužnica, hipoteka i dr.¹⁹

Zadnja pozicija izvještaja, čisti ili neto novčani tijek pokazuje je li društvo više novaca primilo ili dalo. Negativan neto novčani tijek uzrokuje insolventnost i jedan je od upozoravajućih znakova financijske krize.²⁰

¹⁷ Bešvir, B. (2008). Kako čitati i analizirati financijske izvještaje. Zagreb: RRiF Plus, str. 10.

¹⁸ Vuk, J. (2020). Izvještaj o novčanim tokovima za 2019. godinu. Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu [online], XXX (1), str. 156-165. Raspoloživo na: URL: <https://www.rrif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)

¹⁹ Bešvir, B. (2008). Kako čitati i analizirati financijske izvještaje. Zagreb: RRiF Plus, str. 28.

²⁰ Marković, I. (2010). Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća. Zagreb: RRiF Plus, str. 34.

2.2.5. Izvještaj o promjenama kapitala

Naziva se i izvještajem o promjeni glavnice. Glavnicu čine vlastiti izvori financiranja, tj. imovina dioničara uložena u poduzetnika radi ostvarivanja dobiti. Ona sadržava kumulirane rezultate poslovanja, smanjene za eventualne isplate dioničarima. Izvještaj o promjenama glavnice daje informacije o promjenama kapitala tijekom financijske godine.²¹ Obveznici sastavljanja izvještaja su srednji poduzetnici koji ih sastavljaju prema HSFI standardima, veliki poduzetnici koji ih sastavljaju prema Međunarodnim računovodstvenim standardima (MRS) te subjekti od javnog interesa. Promjene koje utječu na vrijednost kapitala su²²:

- revalorizacija dugotrajne nematerijalne imovine
- revalorizacija dugotrajne materijalne imovine
- rezerve fer vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju
- dio tekućih odgođenih poreza
- učinkovita zaštita novčanog tijeka
- promjene računovodstvenih politika
- ispravci značajnih pogrešaka prethodnog razdoblja
- tečajne razlike s naslova neto ulaganja u inozemno poslovanje
- ostale promjene kapitala.

2.2.6. Bilješke uz financijske izvještaje

Bilješke uz financijske izvještaje predstavljaju detaljniju dopunu i razradu podataka iz bilance, RDG-a i izvještaja o novčanom tijeku te moraju pratiti razradu podataka radi bolje prezentacije glavnih informacija. Svode se na dvije osnovne grupe: one koje objašnjavaju računovodstvene politike koje su primijenjene u izradi izvještaja te ostale podatke koji su važni za razumijevanje tih izvještaja.²³ Informacije koje se nalaze u bilješkama moraju biti pisane po načelu značajnosti, a jedinstvena forma ne postoji. Sastavljaju ih i javno objavljuju obveznici javne objave, dok oni koji to nisu, bilješke sastavljaju samo za svoje potrebe.²⁴

²¹ Bešvir, B. (2008). Kako čitati i analizirati financijske izvještaje. Zagreb: RRiF Plus, str. 10-11.

²² Cirkveni Filipović, T. (2020). Izvještaj o promjenama kapitala. Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu [online], XXX (1), str. 165-166. Raspoloživo na: URL: <https://www.rrif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)

²³ Vidučić, Lj., Pepur, S. i Šimić Šarić, M. (2018). Financijski menadžment. X izdanje. Zagreb: RRiF Plus, str. 434.

²⁴ Marjanović Kavanagh, I. (2020). Bilješke uz financijske izvještaje za mikro, male i srednje poduzetnike. Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu [online], XXX (1), str. 174. Raspoloživo na: URL: <https://www.rrif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)

2.3. Korisnici i obilježja financijskih izvještaja

Korisnici financijskih izvještaja, osim čitanja izvještaja trebali bi sami procijeniti poslovnu okolinu i strategiju društva s obzirom na to da je ono dio jedne složene cjeline. Društvo je podložno utjecaju makroekonomskih procesa: tehnoloških, ekoloških, pravnih, socio-kulturoloških i drugih jednako kao i mikroekonomskog stanja unutar organizacije.

Korisnici mogu biti vanjski: investitori, zajednica, banke, država i dobavljači te unutarnji: menadžeri, zaposlenici, uprava i dr. Osim potencijalnim investitorima, kao vanjskoj interesnoj skupini, izvještaji su posebno važni jednoj unutarnjoj skupini, a to su – kontrolori. Oni u velikim društvima imaju uloge: općeg računovodstva (priprema, prezentacija i nadgledanje parcijalnih i godišnjih izvještaja), upravljanja proračunom, troškovima, izvještavanjem o radnom učinku, obradi podataka te odgovaraju potpredsjedniku financija, stoga je bitno da imaju jasne i točne podatke.²⁵

Kako bi odlučivanje interesnih skupina bilo što ispravnije, kvalitativna obilježja pisanja financijskih izvještaja su²⁶:

- razumljivost – jezik struke koji mogu razumjeti osobe upoznate s poslovanjem društva
- važnost – informacija bi trebala biti korisna i značajna bez namjerne pogreške ili izostavljanja
- pouzdanost – objektivna, potpuna i točna informacija
- usporedivost – dosljednost u informacijama kako bi se one mogle uspoređivati kroz razdoblja.

Kontrolu financijskih izvještaja provode revizori. Postupak je revizija, a njen je rezultat izražavanje mišljenja o realnosti i objektivnosti financijskih izvještaja. Revizor može dati: mišljenje s rezervom, negativno mišljenje ili biti suzdržan od mišljenja. On izražava mišljenje o tome jesu li oni u svim aspektima pripremljeni u skladu s utvrđenim kriterijima. Obavljanje revizije regulirano je Zakonom o reviziji (NN RH 127/17), a cilj revizije je osigurati da financijski izvještaji u svim značajnim odrednicama prikazuju fer i istinit prikaz financijskog položaja i uspješnosti poslovanja.²⁷

²⁵ Certo, S. C. i Certo, S. T. (2008). Moderni menadžment 10. izdanje. Zagreb: MATE, str. 289.

²⁶ Guzić, Š. (2018). Financijsko izvješćivanje. Recenzirana skripta. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment, str. 58.

²⁷ Tintor, Ž. (2019). Važnost revizije kao pokazatelja kvalitete financijskih izvještaja. Obrazovanje za poduzetništvo – E4E: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo [online], IX (2), str. 144. Raspoloživo na URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=335184 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)

2.4. Analiza financijskih izvještaja

Analiza financijskih izvještaja je dio poslovne analize kojoj je cilj procijeniti potencijal i rizike društva za koje se donosi poslovna odluka. Procjenjuje se financijska situacija, menadžment, planovi i strategije te okolina u kojoj društvo djeluje.²⁸

Analiza financijskih izvještaja je proces primjene različitih analitičkih sredstava i tehnika koje pretvaraju podatke u upotrebljive i relevantne informacije te je orijentirana na vrijednosne ili novčane podatke i informacije. Takva financijska analiza daje uvid u učinkovitost poslovanja društva. Analitička sredstva i postupci koji se koriste u njenoj provedbi su²⁹:

- komparativni financijski izvještaji
- strukturni financijski izvještaji
- pojedinačni pokazatelji analize
- sustavi i sintetički pokazatelji analize.

Komparativni i strukturirani izvještaji se odnose na provedbu horizontalne i vertikalne analize na primjer bilance i računa dobiti i gubitka kroz određeno razdoblje. Financijski pokazatelji razvrstani su u šest skupina: pokazatelji likvidnosti, pokazatelji zaduženosti, pokazatelji aktivnosti, pokazatelji ekonomičnosti, pokazatelji profitabilnosti i pokazatelji investiranja. Svaki od pokazatelja ima svoju ulogu u analizi i grana se na specifične pokazatelje unutar skupine. Financijski pokazatelji nastaju stavljanjem u odnos podataka iz jednog ili više financijskih izvještaja, oni su prvi korak u analizi, ali svoj potpuni smisao dobivaju korištenjem u komparativnoj analizi gdje se može odrediti trend poslovanja.³⁰ Osim njih, u analizi, se koriste i sustavi pokazatelja te sintetički pokazatelji od kojih se u ovome radu koriste: Du Pont sustav pokazatelja, Altman Z-score model, Kralicekov DF model te BEX sustav pokazatelja.

²⁸ Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis: Eleventh Edition*. New York: McGraw-Hill Education.[online], str. 4-8. Raspoloživo na: URL: <https://thenbooks.xyz/?hash=ATO3ATO0Eje5hnLzt2bvJmbIhGd&token=MmI0ZTM0YmI5OGU> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)

²⁹ Žager, K. et al. (2017). *Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi*. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 36-37.

³⁰ Vidučić, Lj., Pepur, S. i Šimić Šarić, M. (2018). *Financijski menadžment*. X izdanje. Zagreb: RRiF Plus, str. 435.

3. POSLOVANJE DRUŠTAVA HUP-ZAGREB D.D. I MAISTRA D.D.

Dva potpoglavlja u nastavku kratko opisuju poslovanje društva HUP-ZAGREB d.d. i njegovog konkurentskog društva Maistra d.d. Oba društva su velika hotelijerska društva na području Republike Hrvatske s razlikom što jedno posluje cijelu godinu na području kontinentalne, a drugo na priobalnom području države uglavnom u ljetnim, sezonskim mjesecima.

3.1. Poslovanje društva HUP-ZAGREB d.d.

HUP-ZAGREB d.d. je osnovan 1948. godine u Zagrebu s osnovnom djelatnošću ugostiteljstvom koja se kasnije razvija na područje hotelijerstva i turizma općenito. Prije preuzimanja od strane Adris Grupe, društvo HUP-ZAGREB d.d. glasi kao jedan od najvećih konkurenata na tržištu hotela Hrvatske. Prema zadnjem financijskom izvještaju iz 2018. godine, HUP-ZAGREB d.d. posjeduje hotele u Zagrebu, Mlinima i Srebrnom. Većinski je ili potpuni vlasnik društava Hoteli Dubrovačka rivijera d.d. (95,31%) i Astoria d.o.o. (100%) s kojima zajedno čini HUP Grupu čiji se konsolidirani izvještaji promatraju u ovom radu.

Sheraton Hotel Zagreb i The Westin dio su svjetski poznatih brendova hotela i imaju kategorizaciju od pet zvjezdica. Oba hotela su pretežno poslovni hoteli, a The Westin je jedini hotel u Zagrebu koji ispunjava kriterije za primanje ruskih i američkih diplomata te je konkurent hotelu Esplanade i Le Premier. International i Panorama imaju četiri zvjezdice i predstavljaju kvalitetne hotele koji konkuriraju npr. Hilton hotelima u Zagrebu. Hoteli ovog društva imaju dobre lokacije, standardizirane procedure i kvalitetu, upućuju konkurenciju na razvoj i nude prijeko potreban visokokvalitetan smještaj turistima. Portfelj upotpunjava hotel Jadran, kao niže-klasni, kojim je HUP-ZAGREB d.d., pokrio većinu profila turista.

Na Zagrebačkoj burzi, dionica društva HUP-ZAGREB d.d. kotirala je pod nazivom HUPZ-R-A.³¹ Broj dionica je zadnjih nekoliko godina iznosio 431.992, a cijena se kretala od 400 do 580 kuna po dionici sve do prvog kvartala 2018. godine. Društvo HUP-ZAGREB d.d. je 2018. godine akvirirano od strane Adris Grupe, a Adris manjinske dioničare istiskuje i isplaćuje ih po cijeni od 3.446 kuna za dionicu. Dionica je isključena iz trgovanja 13. veljače 2019. godine.

Rizici s kojima se HUP Grupa susretala za vrijeme poslovanja najviše se odnose na nestabilnost tržišnih cijena, ovisnost o ograničenoj ponudi u Zagrebu za poslovne turiste te izrazitoj sezonalnosti u doba adventa i ljetnoj sezonalnosti u Dubrovniku. Rizici su i poremećaji u avio

³¹ Moje dionice. URL: <https://www.mojedionice.com/dionica/HUPZ-R-A> (pristupljeno 11. ožujka 2020.)

prometu, pronalazak zaposlenih, greške u internet procedurama, tehnološki rizik prilagodbe novim tehnologijama te općenito prirodne nepogode, globalne krize, političko-gospodarska situacija određenih zemalja i terorizam.³²

3.2. Poslovanje društva Maistra d.d.

Maistra d.d. nastala je spajanjem društva Anita d.d. iz Vrsara i Jadran turist d.d.-a iz Rovinja, a na Trgovačkom sudu je registrirana 2005. godine. Društvu Maistra d.d. pripaja se Rovinjturist d.d. pet godina nakon osnivanja. Maistra d.d. s društvima Slobodna Katarina d.o.o. i Grand Hotel Imperial d.d. čine Grupu Maistra. Grupa je kontrolirana od društva Adria Resorts d.o.o. dok je krajnja matica – Adris Grupa d.d.³³

Društvo Maistra d.d. trenutno se vodi kao najveća hrvatska hotelska kompanija i dio je Adris Grupe. Prije preuzimanja društva HUP-ZAGREB d.d. od Adrisa, Maistra je vodila 24 hotela, kampa i resorta u Rovinju i Vrsaru. Hoteli su visoke kategorizacije s pet ili četiri zvjezdice, nedavno izgrađeni i/ili adaptirani kako bi zadovoljili nove potrebe tržišta. Nakon preuzimanja društva HUP-ZAGREB d.d. postojećem portfelju se pribrajaju hoteli preuzetog društva. U bliskoj budućnosti Adris Grupa planira nastaviti s investiranjem u obogaćivanje ponude te bi lokacijski trebala zauzeti i Split.³⁴

Maistra d.d. kotira na Zagrebačkoj burzi s oznakom dionica MAIS-R-A kojih je trenutno na tržištu 10.944.339. Dividende za ovu dionice se ne isplaćuju već neko vrijeme.

Rizici s kojima se Maistra susreće uglavnom su vezani uz sezonalnost. Problem je kratak i jak val dolazaka turista na obalu Hrvatske koji zahtjeva velik broj djelatnika, a djelatnike također treba pametno raspodijeliti prema jedinicama poslovanja i ugovorenom vremenu rada te održavati hladan pogon u zimskim mjesecima. Poslovanje ovisi, kao i kod drugih hotelijera, o stanju u prijevoznjoj industriji i ekonomskog situaciji zemalja emitenta gostiju.

³² Nefinancijski izvještaj društva HUP-ZAGREB d.d. za 2017. godinu u sklopu konsolidiranog financijskog izvještaja preuzetog sa stranica Registra godišnjih financijskih izvještaja: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

³³ Godišnji financijski izvještaji društva Maistra d.d. preuzeti sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.)

³⁴ Maistra. URL: <https://www.maistra.com/hr> (pristupljeno 27. svibnja 2020.)

4. FINANCIJSKA ANALIZA DRUŠTVA HUP-ZAGREB D.D.

Poglavlje u nastavku bavi se analizom konsolidiranih financijskih izvještaja društva HUP-ZAGREB d.d. (u daljnjem tekstu „Društvo“). Analiza se provodi prema izvještajima od 2014. do 2018. godine preuzetih sa stranica Registra godišnjih financijskih izvještaja (RGFI).

4.1. Ulazni podaci

Ovo potpoglavlje prikazuje sve podatke uzete iz bilance, računa dobiti i gubitka te izvještaja o novčanom tijeku potrebne za izračun pokazatelja analize financijskih izvještaja i izradu horizontalne i vertikalne analize. Tablica 1. prikazuje vrijednosti određenih stavaka bilance.

Tablica 1. Stavke bilance društva HUP-ZAGREB d.d.

Naziv kategorije bilance	Iznosi u kunama prema godinama:				
	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
Dugotrajna imovina	759.542.703	892.181.573	919.865.721	895.027.402	922.078
Kratkotrajna imovina	187.207.167	196.566.669	246.259.347	321.291.380	233.780
Zalihe	5.698.417	29.202.535	16.996.377	19.412.016	4.332
Potraživanja	22.491.913	39.926.100	36.567.761	27.158.910	99.286
Novac u banci i blagajni	78.549.319	26.150.150	162.202.856	183.493.103	130.162
Ukupna imovina	946.749.870	1.088.748.242	1.166.125.068	1.216.318.782	1.155.858
Ukupna aktiva	949.198.965	1.092.256.413	1.170.571.219	1.224.007.322	/
Kapital i rezerve	703.896.885	745.629.812	816.996.247	878.179.035	793.232
Zadržana dobit	379.269.718	378.880.923	426.334.938	467.189.811	478.019
Dugoročne obveze	151.951.103	272.189.279	294.028.195	293.345.707	277.844
Kratkoročne obveze	92.129.767	72.175.965	54.971.046	47.356.537	84.782
Ukupne obveze	244.080.870	344.365.244	348.999.241	340.702.244	362.626

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Tablice 2. i 3. prikazuju stavke računa dobiti i gubitka (RDG) te izvještaja o novčanom tijeku.

Tablica 2. Stavke računa dobiti i gubitka društva HUP-ZAGREB d.d.

Naziv kategorije RDG-a	Iznosi u kunama prema godinama:				
	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
Poslovni prihodi	270.431.617	297.991.496	375.067.632	411.457.169	452.477
Prihodi od prodaje	242.549.933	266.591.729	328.778.939	378.744.217	433.819
Poslovni rashodi	221.747.042	240.332.912	283.016.449	299.604.757	325.494
Amortizacija	36.332.881	40.082.788	45.689.404	42.565.780	46.233
Financijski prihodi	6.333.004	15.640.537	3.769.820	4.212.942	471
Financijski rashodi	5.994.254	6.438.613	8.669.973	9.036.379	8.962
Ukupni prihodi	276.764.621	313.632.033	378.837.452	415.670.111	452.948
Ukupni rashodi	227.741.296	246.771.525	291.686.422	308.641.136	334.456
Dobit prije oporezivanja	49.023.325	66.860.508	87.151.030	107.028.975	118.558
Porez na dobit	2.670.877	9.742.792	7.350.555	13.256.864	-23.237
Dobit razdoblja	46.352.448	57.135.716	79.800.475	93.772.111	141.795

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Tablica 3. Stavke izvještaja o novčanom tijeku društva HUP-ZAGREB d.d.

Naziv kategorije novčanog tijeka	Iznosi u kunama prema godinama:				
	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
Neto povećanje/ smanjenje novčanog tijeka od poslovnih aktivnosti	123.516.524	74.744.207	136.013.832	150.569.488	186.981
Neto povećanje/ smanjenje novčanog tijeka od investicijskih aktivnosti	-115.090.638	-173.992.766	-63.333.147	46.806.908	8.976
Neto povećanje/ smanjenje novčanog tijeka od financijskih aktivnosti	-12.018.836	46.804.390	63.372.021	-176.086.149	-227.793
Čisti novčani tijek	-3.592.950	-52.444.169	136.052.706	21.290.247	-50.729

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

4.2. Horizontalna analiza

Ovo potpoglavlje bavi se horizontalnom analizom bilance i računa dobiti i gubitka Društva.

Tablica 4. Horizontalna analiza bilance društva HUP-ZAGREB d.d.

Stavke bilance	Godina:			
	2014/15.	2015/16.	2016/17.	2017/18.
Ukupna imovina	141.998.372	77.376.826	50.193.714	-60.460.782
	15,00%	7,11%	4,30%	-4,97%
Dugotrajna imovina	132.638.870	27.684.148	-24.838.319	27.050.598
	17,46%	3,10%	-2,70%	3,02%
Kratkotrajna imovina	9.359.502	49.692.678	75.032.033	-87.511.380
	5,00%	25,28%	30,47%	-27,24%
Zalihe	23.504.118	-12.206.158	2.415.639	-15.080.016
	412,47%	-41,80%	14,21%	-77,68%
Potraživanja	17.434.187	-3.358.339	-9.408.851	72.127.090
	77,51%	-8,41%	-25,73%	265,57%
Novac u banci i blagajni	-52.399.169	136.052.706	21.290.247	-53.331.103
	-66,71%	520,28%	13,13%	-29,06%
Ukupne obveze	100.284.374	4.633.997	-8.296.997	21.923.756
	41,09%	1,35%	-2,38%	6,43%
Dugoročne obveze	120.238.176	21.838.916	-682.488	-15.501.707
	79,13%	8,02%	-0,23%	-5,28%
Kratkoročne obveze	-19.953.802	-17.204.919	-7.614.509	37.425.463
	-21,66%	-23,84%	-13,85%	79,03%
Kapital i rezerve	41.732.927	71.366.435	61.182.788	-84.947.035
	5,93%	9,57%	7,49%	-9,67%

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Tablica 4. prikazuje horizontalnu analizu važnih stavki bilance za pet godina, dok tablica 5. za isto razdoblje prikazuje horizontalnu analizu stavki računa dobiti i gubitka.

Tablica 5. Horizontalna analiza društva HUP-ZAGREB d.d.

Stavke računa dobiti i gubitka	Godina:			
	2014/15.	2015/16.	2016/17.	2017/18.
Poslovni prihodi	27.559.879	77.076.136	36.389.537	41.019.831
	10,19%	25,87%	9,70%	9,97%
Financijski prihodi	9.307.533	-11.870.717	443.122	-3.741.942
	146,97%	-75,90%	11,75%	-88,82%
Poslovni rashodi	18.585.870	42.683.537	16.588.308	25.889.243
	8,38%	17,76%	5,86%	8,64%
Financijski rashodi	444.359	2.231.360	366.406	-74.379
	7,41%	34,66%	4,23%	-0,82%
Ukupni prihodi	36.867.412	65.205.419	36.832.659	37.277.889
	13,32%	20,79%	9,72%	8,97%
Ukupni rashodi	19.030.229	44.914.897	16.954.714	25.814.864
	8,36%	18,20%	5,81%	8,36%
Dobit prije poreza	17.837.183	20.290.522	19.877.945	11.529.025
	36,39%	30,35%	22,81%	10,77%
Porez na dobit	7.071.915	-2.392.237	5.906.309	-36.493.864
	264,78%	-24,55%	80,35%	-275,28%
Neto dobit	10.783.268	22.664.759	13.971.636	48.022.889
	23,26%	39,67%	17,51%	51,21%

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Horizontalna analiza je analiza financijskih izvještaja koja omogućava uspoređivanje podataka kroz duže vremensko razdoblje. Može se provoditi na temelju komparativnih izvještaja u kojima se promjene utvrđuju uzastopno umjesto da se u omjer uvijek stavlja bazna godina. Budući da se izvještaji sastavljaju pod pretpostavkom da subjekt posluje neograničeno te da će poslovati i u bliskoj budućnosti,³⁵ ovu analizu bi trebalo napraviti nakon par godina poslovanja.

Promjene u bilanci kroz pet godina nisu značajne ako gledamo ukupnu imovinu, međutim, promjene stavki imovine imaju velike oscilacije. Dugotrajna imovina ima trend smanjenja rasta s tim da je s godine 2016. na 2017. došlo do smanjenja dugotrajne imovine. Kratkotrajna imovina oscilira puno jače, nema konkretnog trenda, kroz prve četiri godine imaju tendenciju povećanja rasta dok se u zadnje dvije godine vidi veliki pad kratkotrajne imovine, vjerojatno zbog akvizicije u 2018. godini.

Zalihe od ekstremnog povećanja količine s 2014. na 2015. godinu imaju pad, povećanje i ponovo pad u 2018. u odnosu na 2017. godinu. Potraživanja kreću povećanjem, zatim padaju u svojoj količini tijekom 2016. i 2017. godine kako bi na kraju došlo do rasta tih potraživanja u 2018. Novac se u svim godinama kreće obrnuto proporcionalno kretanju potraživanja.

Ukupne obveze uglavnom bilježe smanjenje rasta kroz godine, u kojima se događa veliko smanjenje rasta pa kasnije i povećanje pada dugoročnih obveza te kontinuirano smanjenje kratkoročnih obveza koje imaju zaokret u 2018. godini gdje dolazi do naglog povećanja istih u odnosu na 2017. Kapital slabo oscilira.

Kod računa dobiti i gubitka ukupni prihodi i ukupni rashodi kreću se proporcionalno sve do 2018. godine. Prvo imaju blago povećanje zatim blago smanjenje rasta prihoda i rashoda. Poslovni prihodi i poslovni rashodi su također proporcionalni. Kroz prve tri godine imaju povećanje rasta, zatim kroz zadnje tri godine imaju smanjenje rasta prihoda i rashoda. Financijski prihodi imaju svoja razdoblja rasta i padova kroz godine, a financijski rashodi se od 2014. do 2017. povećavaju sve do zadnje 2018. godine kada konačno blago padaju.

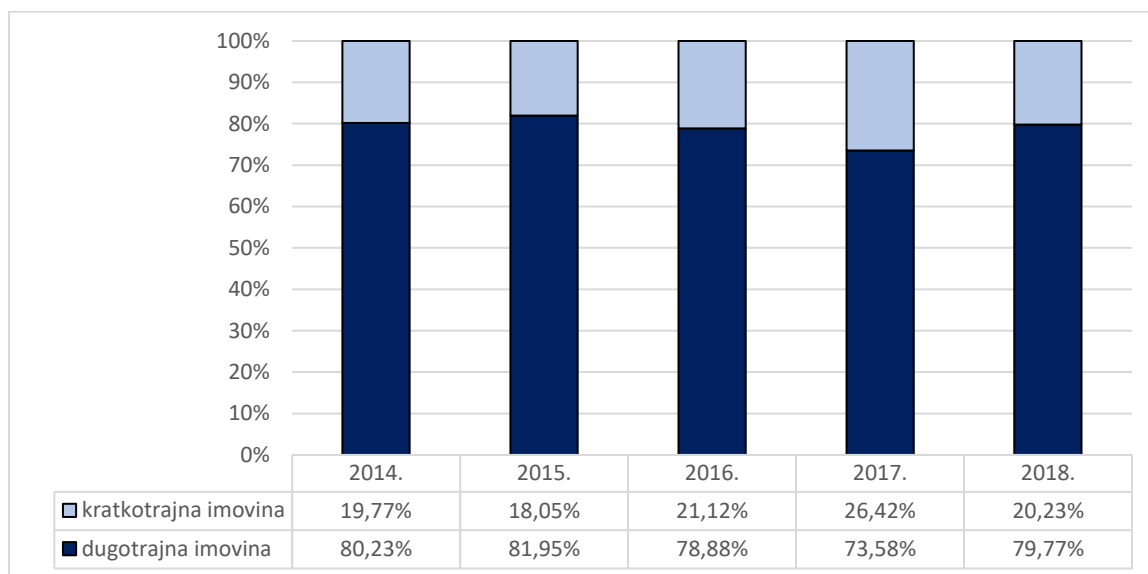
Dobit prije poreza se povećava s godinama, ali stopa povećanja se smanjuje. Porez oscilira tako da mu vrijednost pada i raste u razdoblju promatranja i u odnosu na godinu prije, a neto dobit se svake godine povećava različitom brzinom.

³⁵ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 272.

4.3. Vertikalna analiza

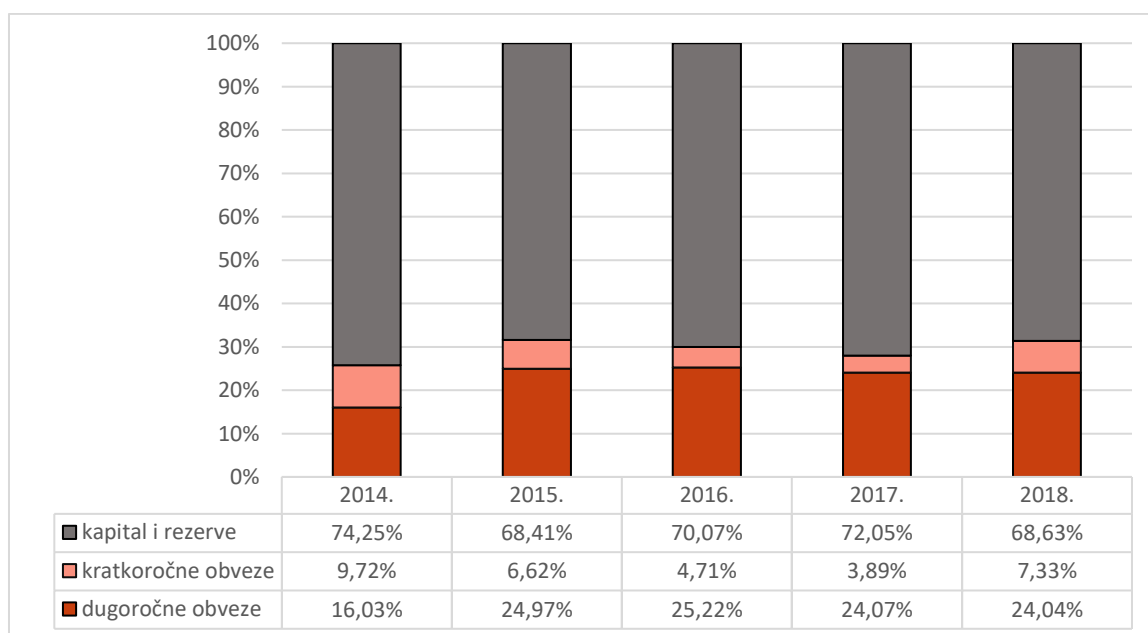
Potpoglavlje se bavi vertikalnom analizom na primjeru bilance i računa dobiti i gubitka Društva kroz razdoblje od pet godina. Graf 1. prikazuje strukturu kratkotrajne i dugotrajne imovine u ukupnoj imovini, a graf 2. prikazuje strukturu obveza i vlastitog kapitala u pasivnom dijelu bilance. Na slijedećoj stranici, u grafu 3. dan je prikaz strukture računa dobiti i gubitka.

Slika 1. Grafički prikaz strukture imovine društva HUP-ZAGREB d.d.



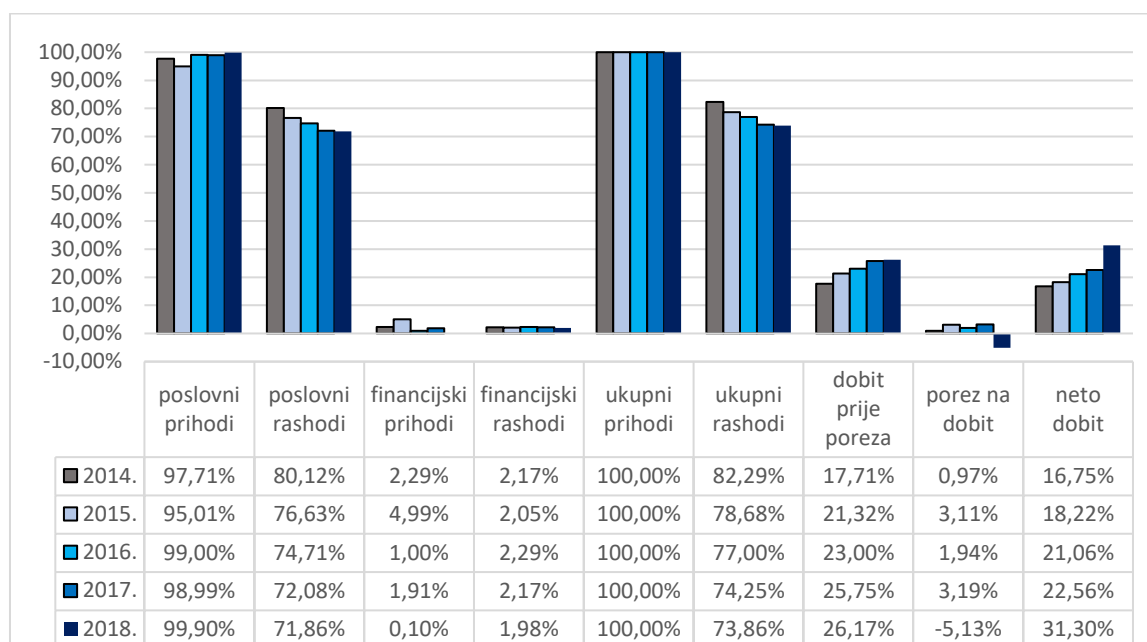
Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Slika 2. Grafički prikaz strukture obveza i kapitala društva HUP-ZAGREB d.d.



Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Slika 3. Grafički prikaz strukture računa dobiti i gubitka društva HUP-ZAGREB d.d.



Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Vertikalna analiza je usporedba financijskih podataka u jednoj godini. Za analizu su potrebni podaci iz bilance i računa dobiti i gubitka. Uobičajeno se kod bilance aktiva i pasiva izjednačavaju sa 100% ³⁶ što u ovom radu nije slučaj jer za 2018. godinu ne postoji podatak o ukupnoj aktivni ili pasivi. Kod računa dobiti i gubitka uobičajeno se uzima neto prodaja izjednačena sa 100% u omjeru s drugim stavkama. U ovom radu to su ukupni prihodi.

Promjene u strukturi bilance društva HUP-ZAGREB d.d. su jako male. U strukturi imovine, kratkotrajna imovina kroz svih pet godina zauzima oko 18-26% udjela, a dugotrajna od 73-82% udjela. Slično je stanje u strukturi kapitala i obveza. Kapital ima oko 68-74% udjela, kratkoročne obveze do 10% te dugoročne obveze oko 16-25% udjela u strukturi. Kod strukture RDG-a također nema značajnih promjena. Poslovni prihodi u svim godinama čine oko 95-99% ukupnih prihoda. Financijski prihodi zauzimaju tek oko 1-5% udjela. Ukupni rashodi zauzimaju 74-82% udjela u ukupnim приходima od kojih je oko 75% poslovnih i oko 2% financijskih rashoda. Dobit prije poreza i neto dobit imaju udio od oko 17-30% u ukupnih приходima s tim da se događa rast iz godine u godinu, a porez zauzima u prosjeku oko 3% osim u 2018. godini kada se događa porezni gubitak u korist veće neto dobiti.

³⁶ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 275.

4.4. Pojedinačni pokazatelji analize financijskih izvještaja

Sama financijska izvješća nisu dovoljna menadžerima za odlučivanje, upravi, nadzornom odboru i/ili vlasnicima ne daju dovoljno informacija pa ni odluka ne može biti objektivna³⁷, zato bi bilo korisno da se sastavljaju i koriste pokazatelji analize financijskih izvještaja.

Ovo potpoglavlje je najsadržajnije, a uloga mu je opisati i dati primjere za svaki od pokazatelja analize financijskih izvještaja. Opisani pokazatelji su³⁸:

- Pokazatelji likvidnosti – trenutna, ubrzana, tekuća likvidnost i financijska stabilnost
- Pokazatelji zaduženosti – zaduženost, vlastito financiranje, financiranje, pokriće troškova kamata, faktor zaduženosti, stupnjevi pokrića I i II
- Pokazatelji aktivnosti – koeficijenti obrta ukupne i kratkotrajne imovine, potraživanja te naplate potraživanja u danima
- Pokazatelji ekonomičnosti – ukupnog poslovanja, prodaje i financiranja
- Pokazatelji profitabilnosti – neto i bruto: marže profita, rentabilnosti imovine i vlastitog kapitala
- Pokazatelji investiranja – dobit i dividenda po dionici, odnosi isplate dividendi te cijene i dobitka po dionici, rentabilnost dionice i dividende.

Ovi pokazatelji su najznačajniji instrumenti u provođenju analize financijskih izvještaja. Obično se dijele u dvije skupine gdje se jedna odnosi na pokazatelje dobivene promatranjem informacija koje se događaju unutar nekog razdoblja te proizlaze iz računa dobiti i gubitka, a druga skupina uzima informacije na točno određeni datum i najviše je vezana uz bilancu.

Za donošenje važnih odluka, pokazatelji moraju zadovoljiti dva uvjeta: sigurnost i uspješnost poslovanja. Podatke o sigurnosti poslovanja daju prva tri gore nabrojena pokazatelja, a podaci o uspješnosti poslovanja čitaju se iz zadnja četiri nabrojena pokazatelja.³⁹

³⁷ Balen, M. i Vujević, K. (2006). Pokazatelji uspješnosti poslovanja poduzeća pomorskog prometa. Pomorstvo [online], XX (2), str. 36. Raspoloživo na: URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=10428 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)

³⁸ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str 45-56.

³⁹ Ibid., 43-45.

4.4.1. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti mjere sposobnost poduzeća u podmirenju dospjelih kratkoročnih obveza. Najčešći su: koeficijent trenutne likvidnosti, koeficijent ubrzane likvidnosti, koeficijent tekuće likvidnosti i koeficijent financijske stabilnosti.⁴⁰

U tablici 6. su prikazane formule i izračunati pokazatelji u razdoblju od pet godina za Društvo.

Tablica 6. Pokazatelji likvidnosti društva HUP-ZAGREB d.d.

LIKVIDNOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Trenutna =	novac / kratkoročne obveze	0,8525	0,3623	2,9506	3,8747	1,5352
Ubrzana =	(novac + potraživanja) / kratkoročne obveze	1,0967	0,9154	3,6159	4,4482	2,7063
Tekuća =	kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze	2,0319	2,7234	4,4798	6,7845	2,7574
Financijska stabilnost =	dugotrajna imovina / (kapital + dugoročne obveze)	0,8874	0,8765	0,8279	0,7639	0,8608

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 46.

Koeficijent **trenutne likvidnost** prikazuje sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze raspoloživim novcem. Dobiva se tako da poziciju novac u bilanci podijelimo s kratkoročnim obvezama. Engleski naziv je: *cash ratio*. Rezultat bi trebao biti od 0,1 do 0,3.⁴¹

Društvo u svakom trenu ima zadovoljavajuću trenutnu likvidnost. Najniži koeficijent je bio u 2015. godini kada je kratkotrajna imovina bila relativno visoka u odnosu na neuobičajeno nizak iznos novca u bilanci. Najbolji omjer je prikazan u 2017. godini i iznosi 3,8 kada je zabilježeno najviše kratkotrajne imovine, ali i najviše novca u razdoblju.

⁴⁰ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 45.

⁴¹ Ibid.

Koeficijent **ubrzanе likvidnosti** prikazuje koliko je kratkoročnih obveza poduzeće sposobno podmiriti brzo unovčivom imovinom. Koeficijent se dobiva dijeljenjem zbroja novca i kratkoročnih potraživanja kratkoročnim obvezama. Njegova bi vrijednost trebala biti 1 ili veća od 1. Engleski naziv pokazatelja je: *quick ratio*.⁴²

Svaka godina promatranja Društva ima različit koeficijent ubrzanе likvidnosti. 2014. i 2015. godine on se kreće oko 1 i zadovoljavajući je, zatim raste na 3,6 do čak 4,4 u 2017. te se lagano smanjuje na 2,7 2018. godine. Zbog velike količine novca u bilanci, 2017. je najuspješnija.

Koeficijent **tekuće likvidnosti** ili na engleskom *current ratio* prikazuje može li poduzeće kratkotrajnom imovinom pokriti kratkoročne obveze, znači da se ta imovina dijeli kratkoročnim obvezama. Kod ubrzanе i tekuće likvidnosti rezultati su preporučeni, ali nisu strogo pravilo likvidnosti.

Nekada manji rezultat od preporučenog nije problematičan za društvo niti je preporučeni rezultat znak odlične likvidnosti. Sve ovisi o tome koja je vrsta djelatnosti, struktura imovine i obveza i kakve su aktivnosti poduzeća.⁴³

Tekuća likvidnost Društva je dobra u svih pet godina promatranja s time da je u 2016. dvostruko, a u 2017. godini čak trostruko veća od zahtijevane.

Koeficijent **financijske stabilnosti** prikazuje koliko se dugoročnih izvora financiranja koristi za financiranje dugotrajne imovine. Omjer ne bi trebao biti veći od 1, a dobiva se dijeljenjem dugotrajne imovine zbrojem kapitala i dugoročnih obveza.⁴⁴

Promatrajući financijsku stabilnost Društva možemo vidjeti da je ona ispod maksimalno dozvoljene razine. Kreće se oko 0,8. Kroz cijelo razdoblje promatranja Društvo je financijski stabilno. Pozitivnim rezultatom ovog pokazatelja, zaokružena je zadovoljavajuća ocjena likvidnosti.

⁴² Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 46.

⁴³ Ibid., str. 47-48.

⁴⁴ Ibid., str. 48.

4.4.2. Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelji zaduženosti koji se najčešće koriste, zajedno s formulama i izračunatim pokazateljima za pet godina društva HUP-ZAGREB d.d. prikazani su u tablici 7.

Tablica 7. Pokazatelji zaduženosti društva HUP-ZAGREB d.d.

ZADUŽENOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Kamate		5.955.146 kn	4.002.324 kn	5.939.551 kn	5.359.736 kn	4.710.000 kn
Koeficijent zaduženosti =	ukupne obveze / ukupna imovina	0,2578	0,3162	0,2992	0,2801	0,3137
Koeficijent vlastitog financiranja =	glavnica / ukupna imovina	0,7434	0,6848	0,7006	0,7219	0,6862
Koeficijent financiranja =	ukupne obveze / glavnica	0,3467	0,4618	0,4271	0,3879	0,4571
Pokriće troškova kamata =	(dobit prije poreza + kamate) / kamate	9,2320	17,7054	15,6729	20,9690	26,1715
Faktor zaduženosti =	Ukupne obveze / (zadržana dobit + amortizacija)	0,5872	0,8046	0,7393	0,6683	0,6917
Stupanj pokrića I =	glavnica / dugotrajna imovina	0,9267	0,8357	0,8881	0,9811	0,8602
Stupanj pokrića II =	(glavnica + dugoročne obveze) / dugotrajna imovina	1,1267	1,1408	1,2078	1,3089	1,1615

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 49.

Koeficijent **zaduženosti** u omjer stavlja ukupne obveze i ukupnu imovinu te daje rezultat koji govori koliko je ukupne imovine financirano ukupnim obvezama. Rezultat ne bi smio biti veći od 70% dok je već 50% zaduženosti granica nekakve zdrave zaduženosti. Engleski naziv je:

debt to assets ratio. Obrnuto njemu, koeficijent **vlastitog financiranja** daje postotak koliko se ukupna imovina financira vlastitim izvorima, a na engleskom se zove: *equity to assets ratio*. Postotak koeficijena zaduženosti i vlastitog financiranja u zbroju daju 100%. Društvo ima stabilan omjer zaduženosti i vlastitog financiranja kroz godine. Zaduzenost ne prelazi 32%, odnosno vlastito financiranje iznosi oko 70%. Ti omjeri pokazuju da je Društvo zdravo zaduzeno i nema straha od prezaduzivanja.

Koeficijent **financiranja** prikazuje omjer ukupnog duga i vlastitog kapitala. Poželjan omjer je 1:1. To bi značilo da bi društvo po svakoj kuni ukupnog duga trebalo imati kunu vlastitog kapitala.⁴⁵ Društvo HUP-ZAGREB d.d. ima koeficijente oko 0,4 što znači da po jednoj jedinici duga ima 0,4 jedinice vlastitog kapitala.

Koeficijent **pokrića troškova kamata** kazuje koliko su puta kamate pokrivene zaradama prije kamata i poreza te se dobiva na način da se zarada prije poreza i kamata podijeli s tim kamatama. Bitno je da taj koeficijent bude veći od 1. Kada je koeficijent jednak 1 tada poduzeće zarađuje točno koliko mu treba da pokrije trošak izvora tuđeg financiranja ili ako je koeficijent manji od 1, poduzeće ne samo da nema zaradu, već ne uspijeva pokriti niti kamate. Na engleskom jeziku, naziv pokazatelja je: *interest coverage ratio*.⁴⁶ Društvo u svim promatranim godinama zarađuje dovoljno da pokrije sve troškove kamata. Koeficijenti su 9,2 u 2014. godini, 17,7 i 15,6 u 2015. i 2016. godini, a kasnije se penju na 20,9 te 26,1 u zadnjoj 2018. godini.

Faktor zaduzenosti pokazuje koliko je godina potrebno da se iz zadržane dobiti uvećane za troškove amortizacije podmire ukupne obveze. Izračunava se na način da se ukupne obveze podijele sa zbrojem zadržane dobiti i amortizacije.⁴⁷

Stupnjevi pokrića I i II kazuju koliko je puta dugotrajna imovina pokrivena vlasničkim kapitalom ili zbrojem vlasničkog kapitala i dugoročnih obveza. Rezultati bi trebali biti veći od 1. Prema tablici izračunatih vrijednosti za Društvo kod stupnja pokrića I imovina nije u cijelosti pokrivena glavnicom, a kod stupnja pokrića II imovina je pokrivena nešto više od jedanput glavnicom i dugoročnim obvezama. Prema rezultatima tablice, Društvo bi sve svoje obveze trebalo moći podmiriti unutar godine dana.

⁴⁵ Marković, I. (2010). Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća. Zagreb: RRiF Plus, str. 56.

⁴⁶ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 49.

⁴⁷ Ibid., str. 50.

4.4.3. Pokazatelji aktivnosti

Drugi naziv za pokazatelje aktivnosti su koeficijenti obrta. Dobivaju se iz bilance i računa dobiti i gubitka. Ukazuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovnom procesu.

Najčešće promatrani pokazatelji aktivnosti su: koeficijent obrta ukupne imovine, kratkotrajne imovine i potraživanja te rezultat koji pokazuje koliko je trajanje naplate u danima. Njihova uloga je ocijeniti adekvatnost strukture imovine i likvidnost te uspješnost poslovanja u kombinaciji s pokazateljima profitabilnosti.⁴⁸

Tablica 8. daje pregled navedenih koeficijenata za Društvo prema konsolidiranim financijskih izvještajima u razdoblju poslovanja od pet godina.

Tablica 8. Pokazatelji aktivnosti društva HUP-ZAGREB d.d.

KOEFIČIJENT OBRTA	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Ukupne imovine =	ukupni prihodi / ukupna imovina	0,2923	0,2880	0,3248	0,3417	0,3914
Kratkotrajne imovine =	ukupni prihodi / kratkotrajna imovina	1,4783	1,5955	1,5749	1,2937	1,9354
Potraživanja =	prihodi od prodaje/ potraživanja	10,7838	6,6771	8,9909	13,9454	4,3693
Koeficijent naplate potraživanja u danima =	broj dana u godini / koeficijent obrta potraživanja	34 dana	55 dana	41 dan	26 dana	84 dana

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 51.

Zadatak koeficijenta obrta imovine, tj. koeficijenta obrta ukupne, kratkotrajne imovine ili potraživanja je pojasniti koliko je puta godišnje poduzeće obrnulo tu svoju ukupnu ili određenu imovinu. Pokazatelji prikazuju koliko se kuna ukupnih prihoda ostvari na kunu imovine.⁴⁹

⁴⁸ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 50.

⁴⁹ Ibid.

Koeficijent **obrta ukupne imovine** dobiva se dijeljenjem ukupnih prihoda s ukupnom imovinom, a u koeficijentu **obrta kratkotrajne imovine** ulogu nazivnika ima kratkotrajna imovina.

Rezultati tablice za koeficijent ukupne imovine pokazuju kako je Društvo u 2014. i 2015. godini napravilo skoro 30 lipa prihoda po 1 kuni imovine, 2016. se iznos penje na 32 lipe, a 2017. godine na 34 lipe. Zadnje promatrane godine, 2018., Društvo je napravilo malo manje od 40 lipa prihoda po kuni ukupne imovine. Koeficijenti koji u obzir uzimaju kratkotrajnu imovinu daju bolje rezultate. Točnije: 2014. godine je bilo ostvareno 1,40 kuna prihoda, a 2015. i 2016. između 1,57 i 1,59 kuna prihoda po jedinici kratkotrajne imovine. 2017. godine ostvareni prihodi padaju na 1,29 kuna te se 2018. ponovo penju na skoro 2 kune prihoda.

Pri izračunu koeficijenta **obrta potraživanja** dijele se prihodi od prodaje s potraživanjima. Taj se koeficijent kasnije koristi kao nazivnik u izračunavanju koeficijenta **naplate potraživanja** u danima gdje se za brojnik uzima broj 365, a označava broj dana u godini.

Društvo HUP-ZAGREB d.d. po 1 kuni potraživanja u 2014. godini je napravilo 10,78 kuna prihoda od prodaje, u 2015. 6,67 kuna, u 2016. 8,99 kuna te u 2017. godini viših 13,94 kuna. U zadnjoj 2018. ostvareno je 4,36 kuna prihoda od prodaje po kuni potraživanja. Naplata potraživanja varira iz godine u godinu. Redom, naplata potraživanja je bila porasla s 34 na 55 dana, smanjila se na 41 dan zatim na 26 dana kako bi na kraju iznosila 84 dana u 2018. godini.

4.4.4. Pokazatelji ekonomičnosti

Pokazatelji ekonomičnosti, najčešće korišteni, su upravo ovi navedeni u tablici: ekonomičnost ukupnog poslovanja, prodaje i financiranja. Kod interpretacije rezultati se prikazuju u postotcima.

Ekonomičnost **ukupnog poslovanja** u omjer stavlja ukupne prihode i ukupne rashode, dok se kod ekonomičnosti **prodaje**, kako je prikazano u tablici pod formulama, uzima odnos prihoda od prodaje i rashoda od prodaje. Međutim, u tablici 9. za ekonomičnost prodaje uzeti su podaci za poslovne prihode i poslovne rashode s obzirom da se radi o hotelijerskoj djelatnosti pa su ti podaci relevantniji i jasniji od prihoda i rashoda prodaje. Kod pokazatelja ekonomičnosti **financiranja**, financijski prihodi su podijeljeni financijskim rashodima.

Tablica 9. na prikazuje izračune pokazatelja za društvo HUP-ZAGREB d.d. prema konsolidiranim izvještajima u razdoblju od 2014. do 2018. godine.

Tablica 9. Pokazatelji ekonomičnosti društva HUP-ZAGREB d.d.

EKONOMIČNOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Ukupnog poslovanja =	ukupni prihodi / ukupni rashodi	1,2152	1,2709	1,2987	1,3467	1,3542
Prodaje =	prihodi od prodaje / rashodi prodaje	1,2195	1,2399	1,3252	1,3733	1,3901
Financiranja =	financijski prihodi / financijski rashodi	1,0565	2,4291	0,4348	0,4662	0,0525

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 52.

Rezultati Društva za 2014. godinu prikazuju kako se na 1 kunu ukupnih rashoda ostvari 1,21 kuna ukupnih prihoda, tj. da su ukupni rashodi za 21,52% manji od ukupnih prihoda. U 2015. godini Društvo po jedinici ukupnih rashoda ostvaruje 1,27 jedinica ukupnih prihoda. 2016. godina ima ukupne prihode veće za 29,87% od ukupnih rashoda, a 2017. za 34,67%. U zadnjoj, 2018. godini na 1 kunu rashoda ostvari se 1,35 kuna ukupnih prihoda.

Podaci i rezultati koji se odnose na omjer prihoda od prodaje i rashoda od prodaje, točnije, u ovom slušaju, poslovnih prihoda i poslovnih rashoda, imaju slične koeficijente kao skupina iznad njih. Prihodi od prodaje lagano rastu po jedinici rashoda od prodaje s godinama. Po 1 kuni rashoda od prodaje Društvo je u 2014. i 2015. godini ostvarilo oko 1,23 kunu prihoda od prodaje. Godine 2016. to je bilo 1,32 kunu, a kasnije raste na 1,37 kunu u 2017. i 1,39 kunu u 2018. godini.

Koeficijent financiranja varira. U 2014. godini iznosi 1,05 i kazuje kako se po 1 kuni financijskih rashoda ostvari 1,05 kuna financijskih prihoda, u 2015. to je čak 2,42 kune, a u 2016. i 2017. godini iznosi tek 40ak lipa. Najlošiji omjer ima 2018. godina gdje se po kuni financijskih rashoda ostvarilo tek 5 lipa financijskih prihoda.

4.4.5. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti dobivaju se kombinacijom podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka. Najčešćih pet pokazatelja prikazano je u tablici 10. zajedno s formulama. Pokazatelji se odnose na konsolidirane financijske izvještaje Društva i razdoblje od 2014. do 2018. godine.

Tablica 10. Pokazatelji profitabilnosti društva HUP-ZAGREB d.d.

PROFITABILNOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Neto marža profita =	(neto dobit + kamate) / ukupni prihod	0,1889 =18,89 %	0,1949 =19,49 %	0,2263 =22,63 %	0,2384 =23,84 %	0,3234 =32,34 %
Bruto marža profita =	(dobit prije poreza + kamate) / ukupni prihod	0,1986 =19,86 %	0,2259 =22,59 %	0,2400 =24,00 %	0,2703 =27,03 %	0,2721 =27,21 %
Neto rentabilnost imovine =	(neto dobit + kamate) / ukupna imovina	0,0552 =5,52 %	0,0561 =5,61 %	0,0798 =7,98 %	0,0815 =8,15 %	0,1267 =12,67 %
Bruto rentabilnost imovine =	(dobit prije poreza + kamate) / ukupna imovina	0,0580 =5,80 %	0,0650 =6,50 %	0,0821 =8,21 %	0,0924 =9,24 %	0,1066 =10,66 %
Rentabilnost vlastitog kapitala =	neto dobit / vlastiti kapital	0,0658 =6,58 %	0,0766 =7,66 %	0,0976 =9,76 %	0,1067 =10,67 %	0,1787 =17,87 %

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 53.

Maržom profita se određuje koliko društvo ima zadržane dobiti uvećane za kamate po jedinici ukupnih prihoda. Slično tome, kod **neto marže profita** se gleda koliko neto dobiti uvećane za kamate društvo ima na raspolaganju po jedinici prihoda. Engleski naziv za maržu profita je: *profit margin*.⁵⁰ Prema ovoj tablici, Društvo ostvaruje rastuću bruto maržu profita po godinama od 18% do 32% što je jako dobro za uslužnu djelatnost. Neto marža profita prati trend i iznosi najnižih 19,86% u 2014. godini te najviših 27,21% u 2018. godini.

⁵⁰ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 52.

Ako se marža profita pomnoži s koeficijentom ukupne imovine, dobiva se pokazatelj **rentabilnosti ukupne imovine**. Rentabilnost ukupne imovine može biti bruto i neto. Ona prikazuje sposobnost društva da ostvari povrat na temelju ukupno raspoloživih sredstava.⁵¹ Konkretno, u tablici 10. formula objašnjava da se rentabilnost ukupne imovine također dobiva na način da se ili neto dobit uvećana za rashode kamata ili dobit prije poreza i kamata podijele s ukupnom imovinom. Engleski naziv za ovaj pokazatelj je *return on assets*.

Neto rentabilnost imovine Društva je niska. Za 2014. i 2015. iznosi tek oko 5% , kasnije u 2016. i 2017. godini blago raste i iznosi oko 8%, a u zadnjoj 2018. godini neto rentabilnost je 12,67% što znači da se po 1 kuni ukupne imovine ostvari 12 lipa neto dobiti s kamatama. Bruto rentabilnost imovine se jednakim trendom blago povećava kroz godine. Bruto rentabilnost je u svakoj godini veća od neto rentabilnosti osim u 2018. kada je za dva postotna boda manja. Te godine je HUP-ZAGREB d.d. imao porezni gubitak.

Zadnji pokazatelj u tablici je **rentabilnost vlastitog kapitala** i njime se određuje sposobnost društva da stvara prinose za vlasnike tog kapitala. Ako je ta stopa povrata na vlastiti kapital veća od stope povrata na imovinu, znači da je struktura izvora financiranja društva povoljna. Povrat vlastitog kapitala se smanjuje zaduživanjem.⁵²

Tablica prikazuje kako je u svakoj godini rentabilnost vlastitog kapitala veća od rentabilnosti imovine, bruto i neto. Rentabilnost vlastitog kapitala raste od 6,58% u 2014. godini do 17,87% u 2018.

4.4.6. Pokazatelji investiranja

Pokazatelji investiranja uzimaju podatke iz računa dobiti i gubitka i općenito podatke o dionicama iz izvora gdje su ti podaci objavljeni. Tablica 11. na slijedećoj stranici kombinira te podatke i daje informacije o isplativosti dionica. Promatrani pokazatelji investiranja su: dobit (EPS) i dividenda po dionici (DPS), odnos isplate dividendi (DPR), odnos cijene i neto dobiti po dionici (P/E), rentabilnost dionice i dividendna rentabilnost.

⁵¹ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 53.

⁵² Ibid., str. 54-55.

Za potrebe izrade tablice, podaci o broju i cijeni dionica uzeti su iz financijskih izvještaja pod bilješkama. Podaci o iznosu za isplatu dividendi su također preuzeti iz konsolidiranih financijskih izvještaja za Društvo.

Tablica 11. Pokazatelji investiranja društva HUP-ZAGREB d.d.

INVESTIRANJE	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (1Q)
Broj dionica (N)		449.185 kom	431.992 kom	431.992 kom	431.992 kom	431.992 kom
Cijena dionica (P)		400 kn	470 kn	500 kn	580 kn	580 kn
Iznos za isplatu dividendi		9.446.900 kn	8.051.516 kn	15.883.051 kn	6.802.108 kn	226.734.000 kn
Dobit po dionici (EPS)	Neto dobit / N	103,19 kn	132,26 kn	184,72 kn	217,06 kn	328,23 kn
Dividenda po dionici (DPS)	Neto dobit za isplatu dividendi / N	21,03 kn	18,63 kn	36,76 kn	15,74 kn	524,85 kn
Odnos isplate dividendi (DPR)	DPS / EPS	0,2030 = 20,30%	0,1408 = 14,08 %	0,1990 = 19,90 %	0,0725 = 7,25 %	1,590 = 159 %
Odnos cijene i dobitka po dionici (P/E)	P / EPS	3,876	3,5536	2,7067	2,672	1,7670
Rentabilnost dionice	(EPS / P) x 100	0,2579 = 25,79%	0,2814 = 28,14 %	0,3694 = 36,94 %	0,3742 = 37,42 %	0,5659 = 56,59 %
Dividendna rentabilnost	(DPS / P) x 100	0,0525 = 5,25 %	0,0396 = 3,96 %	0,0735 = 7,35 %	0,0271 = 2,71 %	0,9049 = 90,49 %

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Marković, I. (2010). Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća. Zagreb: RRiF Plus, str. 76.

Pokazatelj EPS prikazuje iznos neto dobiti po dionici prema godinama promatranja. EPS za 2014. je 103,19 kuna, za 2015. iznosi 132,26 kune, za 2016. 184,72 kune i za 2017. godinu 217,06 kuna. U posljednjoj godini promatranja EPS je 328,23 kune.

DPS prikazuje odnos neto dobiti za isplatu dividendi i broja dionica. U 2014. to je 21,03 kuna, u 2015. se iznos smanjuje i po dionici se dobiva 18,63 kune dobiti za isplatu, u 2016. iznos se duplicira pa je DPS preko 36 kuna, u 2017. nagli pad na 15,74 kune te u 2018. zbog akvizicije i isplate dioničarima kompletnog iznosa, DPS iznosi 524,85 kuna po dionici.

DPR je pokazatelj isplate dividendi koji mjeri omjer dobitka koji je isplaćen u obliku dividendi dioničarima. Neto dobit koja nije isplaćena u vidu dividendi je zapravo zadržana dobit i može se mjeriti po formuli⁵³:

$$\text{Omjer zadržane dobiti} = 1 - \text{DPR}$$

DPR za 2014. godinu iznosi 20%, za 2015. je to 14% te za 2016. preko 19%. U 2017. godini DPR opada na 7,25% i ekstremno raste u 2018. na 159%.

P/E pokazuje koliko je puta tržišna cijena po dionici veća od zarade koju ostvaruje dionica odnosno ukazuje na broj godina potreban za povrat ulaganja u dionicu ako zarada društva ostane nepromijenjena. Prema pravilu društva s određenim P/E omjerima su ili pogodna za akviriranje ili rizična odnosno nepovoljna:⁵⁴

- $P/E < 1$ = odnos je neobičan i nije dobro ulagati
- $1 < P/E < 20$ = povoljno za ulaganje
- $20 < P/E < 40$ = nije baš povoljno za ulaganje i treba biti oprezan, razmišljati o prodaji
- $P/E > 40$ = opasno ulagati, dionice treba prodati.

Pokazatelj Društva su u prve četiri godine promatranja oko 3, a u 2018. godini iznosi tek 1,7.

Ukupna rentabilnost dionice kreće se od 25% do 37% u prve četiri godine promatranja, a u zadnjoj godini iznosi 56,59%. Prinos je dobar. Kod dividendne rentabilnosti vidi se prinos dividendi od oko 2 do 7 kuna po 1 kuni tržišne cijene dionice do 2017. godine, u 2018. prinos je 90 kuna.

⁵³ Marković, I. (2010). Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća. Zagreb: RRiF Plus, str. 77.

⁵⁴ Pušar Banović, D. (2017). Poslovne kombinacije. Recenzirana skripta. RRiF Visoka škola za financijski menadžment, str. 35.

4.5. Pokazatelji stvaranja nove vrijednosti

Pokazatelji stvaranja nove vrijednosti koje promatramo u ovom potpoglavlju i koji se odnose na konsolidirane financijske izvještaje Društva za razdoblje od pet godina su: neto preostali profit, odnos održive novostvorene vrijednosti, dodana vrijednost i omjeri dodane vrijednost, ekonomska dodana vrijednost, tržišna dodana vrijednost.

4.5.1. Neto preostali profit

Neto preostali profit (engleski: *net residual profit*) je mjera koja pokazuje stvarnu ekonomsku zaradu vlasnika. Dobiva se oduzimanjem oportunitetne zarade vlasnika kapitala od neto dobiti. Oportunitetna zarada vlasnika kapitala dobiva se množenjem vrijednosti vlasničkog kapitala u kamatne stope na vezanu štednju koja za ove primjere iznosi 4%. Ako je neto preostali profit (NRP) pozitivan, vlasnici kapitala ostvaruju stvarnu ekonomsku zaradu, ako je pak negativan, vlasnici ostvaruju ekonomski gubitak bez obzira na stvorenu neto dobit. NRP je apsolutna veličina i kako bi se mogao lakše uspoređivati stavlja se u omjer s oportunitetnim troškom kapitala te se dobiva mjera: odnos neto preostalog profita, na engleskom jeziku: *net residual profit ratio*.⁵⁵

Tablica 12. Neto preostali profit društva HUP-ZAGREB d.d.

NRP = neto dobit – (vlasnički kapital x kamatna stopa na vezanu štednju)					
Godina:	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
Neto dobit	46.352.448	57.135.716	79.800.475	93.772.111	141.795
Vlasnički kapital x kamata na vezanu štednju 4%	28.155.875	29.825.192	32.679.849	35.127.161	31.729
Neto preostali profit (NRP)	18.196.573	27.310.524	47.120.626	58.644.950	110.066

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 200.

Tablica 12. prikazuje izračune neto preostalog profita, a oni su najbolja mjera stvaranja dodane vrijednosti za manja društva kakva su najčešća u Hrvatskoj.

⁵⁵ Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 200-201.

Društvu HUP-ZAGREB d.d. je neto preostali profit pozitivan u svakoj godini i povećava se s prolaskom vremena. U 2014. godini on iznosi preko 18 milijuna kuna, 2015. godine se povećava na 27 milijuna kuna, zatim u 2016. dolazi do iznosa od 47 milijuna. Predzadnje promatrane godine NRP iznosi skoro 59 milijuna kuna, a zadnje 2018. se poduplava i raste na iznos od 110 milijuna kuna neto preostalog profita. Vlasnici Društva ostvaruju ekonomsku zaradu koja je svake godine bila povećavana.

4.5.2. Odnos održive novostvorene vrijednosti

Engleski naziv za ovaj pokazatelj je: *sustainable owners value added ratio*, otkuda dolazi kratica SOVAR. On prikazuje koliko je puta poslovna dobit veća od oportunitetnog troška kapitala. Odnos održive novostvorene vrijednosti prognozira koliko će biti novostvorene vrijednosti u budućnosti za vlasnike. Znanstveno je potvrđen empirijskom analizom na podacima društva koja kotiraju na burzi.⁵⁶

Tablica 13. prikazuje izračune SOVAR koeficijenata, a tablica 14. na slijedećoj strani daje pravila za ocjenu buduće performanse stvaranja vrijednosti za vlasnike kapitala. Stopa poreza na dobit za sve godine osim 2018. je 20% , a 2018. godine iznosi 18% .⁵⁷

Tablica 13. Odnos održive novostvorene vrijednosti društva HUP-ZAGREB d.d.

SOVAR = EBIT x (1-stopa poreza na dobit) / (vlasnički kapital x kamatna stopa na vezanu štednju)					
Godina:	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
EBIT x (1-stopa poreza na dobit)	43.982.776	56.690.265	74.472.464	89.910.968	101.079
Vlasnički kapital x kamatna stopa na vezanu štednju 4%	28.155.875	29.825.192	32.679.849	35.127.161	31.729
Odnos održive novostvorene vrijednosti (SOVAR)	1,5621	1,9007	2,2788	2,5595	3,1856

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRI Plus, str. 203.

⁵⁶ Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRI Plus, str. 203.

⁵⁷ Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/croatia/corporate-tax-rate> (pristupljeno 11. ožujka 2020.)

Poslovna dobit u 2014. godini je 56% veća od oportunitetnog troška kapitala Društva. U 2015. godini poslovna dobit je za 90% veća, a u 2016. godini 127% veća od oportunitetnog troška kapitala. Kod 2017. godine omjer još više raste pa je poslovna dobit veća 2,55 puta u odnosu na trošak kapitala.

Odnos održive novostvorene vrijednosti u 2018. godini ima visok koeficijent i on iznosi 3,18 što znači da je poslovna dobit 218% veća od oportunitetnog troška kapitala.

Tablica 14. Ocjena performanse na temelju pokazatelja SOVAR-a

Opis	Ocjena buduće performanse stvaranja vrijednosti za vlasnika kapitala
Odnos održive novostvorene vrijednosti = 1. Trend kretanja kroz vrijeme ne pokazuje značajno povećanje niti smanjenje.	Poduzeće ne stvara novu vrijednost za vlasnike kapitala i nema naznake da će je ostvariti u budućnosti. Vlasnici kapitala zarađuju jednako kao što bi zaradili na vezanoj štednji pa nema ekonomske zarade.
Odnos održive novostvorene vrijednosti = veći od 1. Trend kretanja kroz vrijeme = rastući.	Vlasnici kapitala zarađuju više nego što bi zaradili na vezanoj štednji pa imaju ekonomsku zaradu. Poduzeće stvara novu vrijednost za vlasnike, a u budućnosti se očekuje njeno povećanje.
Odnos održive novostvorene vrijednosti = veći od 1. Trend kretanja kroz vrijeme = padajući.	Vlasnici kapitala zarađuju više nego što bi zaradili na vezanoj štednji pa imaju ekonomsku zaradu. Poduzeće stvara novu vrijednost za vlasnike, ali u budućnosti se očekuje njeno smanjivanje.
Odnos održive novostvorene vrijednosti = manji od 1. Trend kretanja kroz vrijeme = teži prema 1.	Vlasnici kapitala zarađuju manje nego što bi zaradili na vezanoj štednji pa imaju ekonomski gubitak. Trend kretanja prema 1 pokazuje da poduzeće ima mogućnost ostvarivanja novostvorene vrijednosti u budućnosti.
Odnos održive novostvorene vrijednosti = manji od .1 Trend kretanja kroz vrijeme = teži prema negativnom.	Vlasnici kapitala zarađuju manje nego što bi zaradili na vezanoj štednji pa imaju ekonomski gubitak. Trend kretanja prema negativnom pokazuje da poduzeće sve više uništava vlastiti kapital. Ako je odnos održive novostvorene vrijednosti negativan i teži prema lošijem, po pokazuje da će poduzeće vrlo brzo uništiti kapital.

Izvor: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 204.

4.5.3. Dodana vrijednost

Dodana vrijednost, engleski: *added value* (AV) je razlika između prihoda i vrijednosti kupljenih dobara i usluga. Stvaranje iste je ključno za uspješnost poslovanja društava. Također je bitna pravilna raspodjela te dodane vrijednosti kako se jedna od skupina ne bi osjećala zakinu. Primjer nastalog nezadovoljstva bi bilo da vlasnici uzmu prevelik dio dodane vrijednosti i time stvore manjak motivacije među zaposlenima ili da se smanje investicije.⁵⁸

Tablica 15. Struktura raspodjele dodane vrijednosti društva HUP-ZAGREB d.d.

Godina:	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
a) Plaće i naknade osoblju	77.308.736	85.677.628	100.225.934	114.918.227	124.712
b) Kamate kreditorima i imateljima kapitala	5.955.146	4.002.324	5.939.551	5.359.736	4.710
c) Porez na dobit	2.670.877	9.742.792	7.350.555	13.256.864	-23.237
d) Zadržana dobit	379.269.718	378.880.923	426.334.938	467.189.811	478.019
e) Dobit za isplatu vlasnicima	9.446.900	8.051.516	15.883.051	6.802.108	226.734
Dodana vrijednost (AV) =	474.651.377	495.355.183	555.734.029	607.526.746	810.938

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 205.

Objašnjenja strukture dodane vrijednosti za Društvo prikazane u tablici 15. prema godinama:

- 2014. – na plaće otpada 16% dodane vrijednosti, na kamate oko 1,2 %, na porez manje od 1%, na dobit za isplatu do 2% te najveći postotak se nalazi u zadržanoj dobiti, oko 80%
- 2015. – dodana vrijednost raste u odnosu na 2014. godinu, struktura joj se tek blago mijenja, najviše kod stavke poreza gdje porez čini skoro 2% dodane vrijednosti

⁵⁸ Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 205-206.

- 2016. – dodana vrijednost ponovo raste, a taj rast je vidljiv u svim stavkama strukture osim u porezu; najveću promjenu ima dobit za isplatu i ona iznosi oko 3% dodane vrijednosti
- 2017. – vidljiv je rast dodane vrijednosti, plaće sada iznose 19% dodane vrijednosti, kamate su ispod 1%, porez ponovo oko 2%, dobit za isplatu je tek 1%, a najveći udio od oko 77% zauzima zadržana dobit
- 2018. – u godini akvizicije, dodana vrijednost raste za 200 milijuna kuna najviše u korist dobiti za isplatu vlasnicima koja ima udio 27% u ukupnoj dodanoj vrijednosti (isplata dioničarima nakon akvizicije).

Tablica 16. Odnosi dodane vrijednosti društva HUP-ZAGREB d.d.

Odnos dodane vrijednosti i:	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Imovine	AV / aktiva	50%	45,35 %	47,65 %	49,63 %	/
Prihoda	AV / ukupni prihod	171,50%	157,94 %	146,69 %	146,15 %	179,03 %
Broja zaposlenih	AV / prosječan broj zaposlenih	708.435 kn	643.318 kn	640.246 kn	640.850 kn	848.261 kn
Plaće	AV / troškovi plaća i ostalih primanja zaposlenih	6,13 kn	5,78 kn	5,54 kn	5,28 kn	6.50 kn

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 210-212.

Odnosi dodane vrijednosti koji se promatraju u tablici 16. su⁵⁹:

- Odnos dodane vrijednosti i imovine - pokazuje koliko dodane vrijednosti stvara imovina kada se na njoj obavljaju aktivnosti kojima je namijenjena; na engleskom: *added value to asset ratio*
- Odnos dodane vrijednosti i prihoda – pokazuje koliko dodane vrijednosti stvara ukupni prihod; engleski naziv je: *added value to revenue*

⁵⁹ Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 210-212.

- Dodana vrijednost po zaposlenom – mjera produktivnosti zaposlenik, prikazuje koliko dodane vrijednosti stvara svaki zaposlenik; engleski: *added value to employee*
- Dodana vrijednost po jedinici plaće – prikazuje koliko dodane vrijednosti stvara svaka jedinica plaće; na engleskom: *added value to salary*.

Odnos dodane vrijednosti i aktive kreće se između 43% i 50% u četverogodišnjem razdoblju. Omjer dodane vrijednosti i prihoda ne spušta se ispod 140% . Prosječna dodana vrijednost po broju zaposlenih u 2014. godini iznosi nešto više od 700 tisuća kuna, dok se slijedeće tri godine taj iznos kreće oko 640 tisuća. Zadnje, 2018. godine dodana vrijednost po zaposlenome je 848 tisuća kuna.

4.5.4. Ekonomska dodana vrijednost

Ekonomska dodana vrijednost (EVA), na engleskom jeziku: *economic value added*, je pokazatelj koji se izračunava na način da se od zarade prije poreza i kamata oduzme najprije porez pa zatim oportunitetni trošak kapitala. EVA se također može izračunavati i na druge načine, ovisno o ulaznim podacima kojima se raspolaže.

Izračuni za Društvo dani su u tablici 19. Kako bi se došlo do konačne formule:

$$\text{Oportunitetni trošak kapitala} = (\text{vlastiti kapital} + \text{posuđeni kapital}) \times \text{WACC}$$

potrebno je odrediti strukturu kapitala kao u tablici 17., a potom izračunati WACC kako je prikazano u tablici 18.

Tablica 17. Struktura kapitala društva HUP-ZAGREB d.d.

Godina:	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
Ukupni kapital	855.847.988	1.017.819.091	1.111.024.442	1.171.524.742	1.071.076
Vlastiti kapital	703.896.885	745.629.812	816.996.247	878.179.035	793.232
Posuđeni kapital (dugoročne obveze)	151.951.103	272.189.279	294.028.195	293.345.707	277.844

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Tablica 18. Prosječna ponderirana stopa troška kapitala društva HUP-ZAGREB d.d.

$\text{WACC \%} =$ (udio vlastitog kapitala x stopa troška vlastitog kapitala) $+$ (udio posuđenog kapitala x stopa troška posuđenog kapitala)					
Godina:	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Udio vlastitog kapitala	82 %	73 %	73 %	75 %	74 %
Stopa troška vlastitog kapitala	9,79 %	9,33 %	7,93 %	7,62 %	8,96 %
Udio posuđenog kapitala	18 %	27 %	27 %	25 %	26 %
Stopa troška posuđenog kapitala x (1 – stopa poreza)	4,42 % x 80 % = 3,53 %	4,88 % x 80 % = 3,90 %	4,41 % x 80 % = 3,52 %	4,43 % x 80 % = 3,54 %	5,11 % x 82 % = 4,19 %
Prosječna ponderirana stopa kapitala	8,66 %	7,86 %	6,73 %	6,60 %	7,72 %

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 216.

WACC je prosječna ponderirana stopa troška kapitala i izračunata je u tablici 18. Prosječna ponderirana stopa kapitala se računa na način da se zbroji udio vlastitog kapitala, pomnožen stopom troška kapitala, s udjelom posuđenog kapitala pomnoženim stopom troška tog kapitala.⁶⁰ Do stopa kojima se množe udjeli teško je doći kada se radi o malim tržištima, pogotovo ako društvo ne kotira na burzi. Potrebno je pronaći beta koeficijent, nerizičnu kamatnu stopu, premiju rizika i procijeniti koliki je trošak vlastitog kapitala. Radi jednostavnosti i zbog manjka određenih podataka za izračun WACC-a za Društvo, uzete su prosječne stope troška vlastitog i tuđeg kapitala za pojedine godine za područje Zapadne Europe koje uključuje Europsku uniju, zemlje Skandinavije, Švicarsku i Veliku Britaniju, a prema industriji „Hotel/Gaming“.⁶¹

Rezultati EVA-e mogu biti pozitivni i negativni. U slučaju da je rezultat pozitivan, društvo stvara dodanu vrijednost, a u slučaju da je rezultat negativan, društvo istu ne stvara.⁶²

⁶⁰ Belak, V. (2014) Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 216.

⁶¹ Damodaran. URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html (pristupljeno 2. ožujka 2020.)

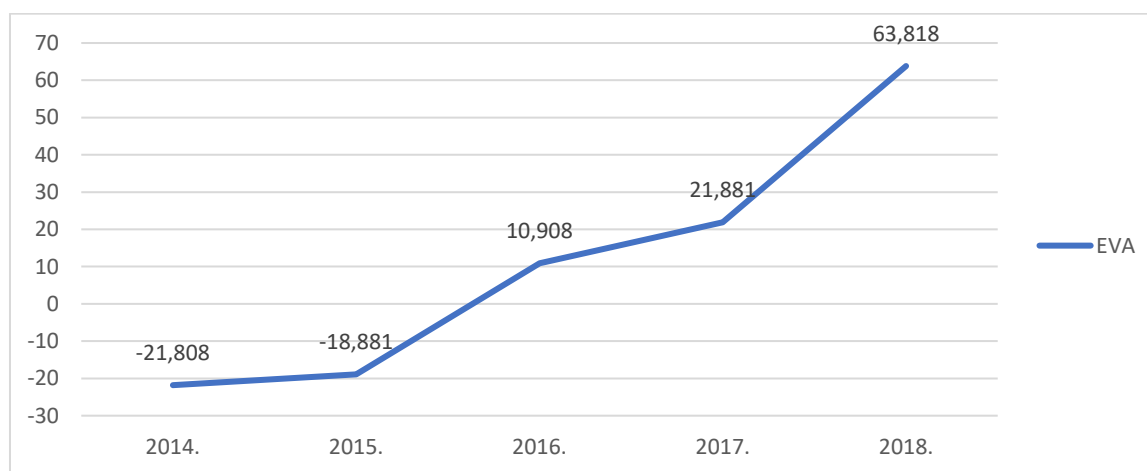
⁶² Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 216.

Tablica 19. Ekonomska dodana vrijednost društva HUP-ZAGREB d.d.

EVA = EBIT – porez – oportunitetni trošak kapitala					
Oportunitetni trošak kapitala = (vlastiti kapital + posuđeni kapital) x WACC					
Godina:	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
EBIT	54.978.471	70.862.832	93.090.581	112.388.711	123.268
Porez	2.670.877	9.742.792	7.350.555	13.256.864	-23.237
NOPAT	52.307.594	61.120.040	85.680.026	99.131.847	146.505
Oportunitetni trošak kapitala	74.116.435	80.000.580	74.771.944	77.320.632	82.687
Ekonomska dodana vrijednost (EVA)	-21.808.841	-18.880.540	10.908.082	21.811.215	63.818

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 215.

Slika 4. Grafički prikaz kretanja EVA-e društva HUP-ZAGREB d.d.



Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)

Kao što je prikazano u tablici 19. i u grafu 4., može se vidjeti kako je Društvo u 2014. i 2015. godini imalo negativan rezultat, tj. nije stvaralo dodanu ekonomsku vrijednost. U 2016. godini Društvo uspijeva stvoriti ekonomsku vrijednost i ona iznosi preko 10 milijuna kuna. Ekonomska vrijednost je stvorena i u 2017. godini kada iznosi skoro 22 milijuna kuna te u 2018. kada se utrostručuje i iznosi 63 milijuna kuna.

4.5.5. Tržišna dodana vrijednost

Tržišna dodana vrijednost (MVA), na engleskom glasi: *market value added*, pokazuje koliko je veća ili manja vrijednost poduzeća na tržištu u odnosu na njihovu knjigovodstvenu vrijednost.⁶³ U tablici 20. prikani su formula i izračuni MVA pokazatelja. Tržišna vrijednost glavnice dobiva se množenjem broja dionica i njihovih cijena. Od tog iznosa, oduzima se knjigovodstvena vrijednost glavnice uzeta iz bilance te se dobiva tržišna dodana vrijednost, ili gubitak. Manja tržišna vrijednost od knjigovodstvene daje negativan rezultat MVA. MVA i EVA su povezane, ali se razlikuju u tome što je MVA određivana očekivanim poslovnih učincima, a EVA realiziranim učincima društva.⁶⁴

Tablica 20. Tržišna dodana vrijednost društva HUP-ZAGREB d.d.

MVA = tržišna vrijednost glavnice – knjigovodstvena vrijednost glavnice					
Godina:	2014.	2015.	2016.	2017.	2018. (u tis.)
Tržišna vrijednost glavnice	179.674.000	203.036.240	215.999.000	250.555.360	1.503.332
Knjigovodstvena vrijednost glavnice	703.896.885	745.629.812	816.996.247	878.179.035	793.232
Tržišna dodana vrijednost	-524.222.885	-542.593.572	-600.997.247	-627.623.675	260.100

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 219.

Društvo nema tržišne dodane vrijednosti od 2014. do 2018. godine, u te četiri godine, knjigovodstvena vrijednost je veća od tržišne. Od 2014. godine Društvo povećava obje kategorije vrijednosti glavnice s tim da povećava i njihovu razliku u korist knjigovodstvene vrijednosti sve do 2018. Tek 2018. godine, zbog akvizicije i rasta cijene dionica tržišna vrijednost raste u odnosu na knjigovodstvenu i iznosi 260 milijuna kuna. Rezultat je dobiven oduzimanjem 793 milijuna knjigovodstvene vrijednosti glavnice od 1 i pol milijarde tržišne vrijednosti glavnice.

⁶³ Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 218-219.

⁶⁴ Orsag, S. (2015). Poslovne financije. Zagreb: LDK tiskara, str. 337.

5. SUSTAVI POKAZATELJA FINANCIJSKE ANALIZE DRUŠTVA HUP-ZAGREB D.D.

Sustav je općenito kombinacija informacija čijim se povezivanjem dobiva cjelina. Jednako tako, sustavi pokazatelja su zapravo skupovi pojedinačnih pokazatelja koji tvore smislenu cjelinu i daju ocjenu ili predviđanje poslovanja društva. Postoje induktivni i deduktivni sustavi pokazatelja.⁶⁵ Sustavi pokazatelja koriste se kako bi menadžment i ostale osobe ovlaštene za donošenje ekonomskih odluka mogli donijeti ispravnu odluku u ispravno vrijeme, a sadržavaju računovodstvene podatke kombinirane u cjelinu prema raznim matematičkim, statističkim i ekonometričkim metodama.⁶⁶

Poglavlje se bavi sustavima pokazatelja analize financijskih izvještaja i obrađuje dva tipa sustava. Prvi tip sustava, deduktivni tip, bit će objašnjen na primjeru Du Pont sustava pokazatelja financijske analize. Drugi tip sustava, induktivni ili sintetički, bit će objašnjen na više primjera.

Deduktivni sustavi pokazatelja imaju analitički pristup. Glavni promatrani pokazatelj se razlaže na jednostavnije pokazatelje financijske analize sve dok se ne dođe do izvornih podataka. Sintetički pokazatelji se zovu još i zbrojni ili skupni financijski pokazatelji. Oni uzimaju ponderirani zbroj više pojedinačnih pokazatelja i stavljaju ih u ovisni omjer te povezuju u cjelinu. Prvi pokazatelji su bili razvijeni kako bi predvidjeli bankrote društava. Kasnije se sve više razvijaju razni modeli koji predviđaju neuspjeh, a najpoznatiji su⁶⁷:

- Altman Z-score model
- Kralicekov DF pokazatelj
- Olshonovi modeli
- Zavgrenin model
- Theodossioujev model.

⁶⁵ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 57.

⁶⁶ Anghel, M. G. (2014). The System of Financial Analysis Indicators Applying to the Activity Run by an Economic Agent. *Revista Romana de Statistica* [online], No. 7/2014., str. 75. Raspoloživo na: URL: <http://www.revistadestatistica.ro/supliment/2014/09/the-system-of-financial-analysis-indicators-applying-to-the-activity-run-by-an-economic-agent/> (pristupljeno 8. svibnja 2020.)

⁶⁷ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 62.

5.1. Du Pont sustav pokazatelja

Ovo potpoglavlje opisat će jedan deduktivni pokazatelj – Du Pont sustav pokazatelja na primjeru konsolidiranih financijskih izvještaja društva HUP-ZAGREB d.d. Du Pont sustav pokazatelja, izračunat je za Društvo za petogodišnje razdoblje. Izračun bruto rentabilnosti ukupne imovine (ROA) zahtjeva da se pomnože pokazatelji bruto marže profita i koeficijent obrta ukupne imovine za istu godinu, dok izračun neto rentabilnosti ukupne imovine traži umnožak neto marže profita i istog koeficijenta obrta ukupne imovine (tablica 21.). Sastavnice potrebnih pokazatelja prikazane su u tablicama 22. i 23.

Tablica 21. Rentabilnost ukupne imovine društva HUP-ZAGREB d.d.

Godina: Formula:	neto rentabilnost ukupne imovine	=	neto marža profita	x	koeficijent obrta ukupne imovine
2014.	0,0552		0,1889		0,2923
2015.	0,0561		0,1949		0,2880
2016.	0,0798		0,2263		0,3248
2017.	0,0815		0,2384		0,3417
2018.	0,1267		0,3234		0,3914
	bruto rentabilnost ukupne imovine	=	bruto marža profita	x	koeficijent obrta ukupne imovine
2014.	0,0580		0,1986		0,2923
2015.	0,0650		0,2259		0,2880
2016.	0,0821		0,2400		0,3248
2017.	0,0924		0,2703		0,3417
2018.	0,1067		0,2721		0,3914

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 57.

U povijesti, poveznicu između ROA-e i dva pokazatelja: marže profita i obrta imovine, prvi je prepoznao inženjer elektrotehnike F. D. Brown koji je dobio zadatak analizirati i reorganizirati financije tadašnjeg General Motorsa. Poslodavac i novi vlasnik 23% društva General Motorsa bila je korporacija Du Pont otkuda dolazi naziv modela.⁶⁸

⁶⁸ Manville, S. J. and Liesz, T. J. (2008). Ratio Analysis Featuring the DuPont Method: An Overlooked Topic in the Finance Module of Small Business Management and Entrepreneurship Courses. Small Business Institute Journal [online], Vol. 1., str. 22. Raspoloživo na: URL: <https://sbij.org/index.php/SBIJ/article/download/46/22> (pristupljeno 9. svibnja 2020.)

Tablica 22. Marža profita

Marža profita (bruto ili neto)			
bruto ili neto dobit + kamate		/	neto prodaja
Prodaja	–	troškovi (operativni, prodana roba, ostali, porez kod neto marže)	

Izvor: izradio autor prema formulama: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 57

Tablica 23. Koeficijent obrta ukupne imovine

Koeficijent obrta ukupne imovine			
neto prodaja		/	ukupna imovina
			fiksna imovina + tekuća imovina
			ulaganje u dionice, postrojenja i oprema
			gotovina, vrijednosni papiri, potraživanja, zalihe, preplaćeni troškovi

Izvor: izradio autor prema formulama: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 57

Rezultati neto i bruto rentabilnosti poklapaju se s rezultatima pokazateljima profitabilnosti. Za izračun rentabilnosti imovine kod pokazatelja profitabilnosti se koristila jedna, a ovdje za potrebe Du Pont sustava pokazatelja druga formula. Rezultati su jednaki, ali daju različite mogućnosti donošenja odluke. Raščlambom rentabilnosti imovine na svoje sastavnice Društvo može odrediti koliko utječe pojedina sastavnica na ukupni rezultat te pomoću tog promatranja mogu odrediti što žele ili trebaju povećati odnosno smanjiti.

Kontrolirati maržu profita, tj. prodaju i troškove koji ju čine možda je teže od kontroliranja koeficijenta obrta ukupne imovine koji se sastoji od imovine i prodaje. Troškovi i prodaja unutar marže profita dosta ovise o vanjskom riziku poput sezonalnosti, ekonomskog stanja zemalja iz kojih dolaze gosti, elementarnim nepogodama, promjenama poreznih politika, fiksnim troškovima koji postoje i kada hoteli ne rad i sl. Imovina unutar koeficijenta obrta imovine više se odnosi na rizike i odluke donesene unutar Društva stoga je vjerojatno time lakše upravljati na primjer regulacijom izdavanja dionica ili nabavkom opreme, kupovinom ili prodajom dugotrajne imovine i dr. Du Pont je dobar sustav pokazatelja koji služi menadžmentu za odlučivanje i za objašnjenje odluka upravi.

5.2. Sintetički pokazatelji

U cilju procjene financijskog zdravlja svojih kupaca, kompanije mogu provoditi analize izvještaja, ali je takva analiza upitna ako promatrana strana svoje izvještaje objavljuje samo jednom godišnje. Dionička društva koja kotiraju na burzi to moraju raditi tromjesečno. Praktičari i znanstvenici se ipak slažu kako računovodstvene informacije mogu poslužiti u ocjeni boniteta i u predviđanju financijske nestabilnosti društva.⁶⁹

Osim najkorištenijih modela predviđanja uspješnosti poslovanja koji će biti obrađeni u ovom potpoglavlju, jedan od najčešćih načina analize provjere poslovnih partnera, koji se u Hrvatskoj koristi, a prema informacijama FINA-e, su bonitetna izvješća i ona obuhvaćaju⁷⁰:

- opće podatke o poduzetniku
- podatke i pokazatelje poslovanja
- podatke o zaposlenima
- podatke o poslovanju za poslovno razdoblje
- stanje novčanih sredstava.

Potpoglavlje 5.2. ovog rada opisuje tri sustava pokazatelja za društvo HUP-ZAGREB d.d. u rasponu od pet godina prema konsolidiranim financijskim izvještajima. To su sustavi:

- Altman Z-score model - razvijen je na primjeru američkog tržišta i predviđa rizik stečaja društva
- Kralicekov DF sustav pokazatelja – razvijen na primjeru europskog tržišta i predviđa bankrot društva
- BEX indeks – razvijen na primjeru hrvatskog tržišta i daje ocjenu poslovne uspješnosti.

Za razliku od deduktivnih pokazatelja, okrenutih prošlosti i sadašnjosti, koji problem traže analizirajući pojedine pokazatelja, sintetički su više okrenuti budućnosti i kazuju što bi se moglo dogoditi ako trenutno poslovno stanje društva ostane nepromijenjeno.

⁶⁹ Pervan, I. (2017). Predviđanje poslovnog neuspjeha. Poslovne financije. RRiF [online], srpanj (7), str. 164. Raspoloživo na URL: https://www.rrif.hr/brza_pretraga.html?trazi=modeli (pristupljeno 12. ožujka 2020.)

⁷⁰ Ibid., str. 165.

5.2.1. Altman Z-score model

Ovo je model koji predviđa stečaj društva u roku od jedne ili dvije godine. Razvijen je bio na primjeru američkog gospodarstva tako da se analiziralo 66 poduzeća prema 22 pokazatelja. Kasnije su pokazatelji reducirani na 5 najvažnijih i pojedinačno su prikazani u tablici 24. Slijede objašnjenja pojedinačnih pokazatelja⁷¹:

- X1 – predstavlja likvidnost i odnosi se na udio radnog kapitala u ukupnoj imovini
- X2 – predstavlja udio reinvestiranih sredstava u poslovnom razdoblju, to je omjer zadržane dobiti i ukupne imovine, a zadržana dobit je najbolji izvor financiranja
- X3 – predstavlja profitabilnost, tj. koliko se jedinica dobiti prije kamata i poreza ostvari po jedinici ukupne imovine
- X4 – prikazuje koliko imovina može izgubiti vrijednosti prije nego društvo postane insolventno, tržišna vrijednost glavnice se dijeli s ukupnim obvezama
- X5 – prikazuje obrtaj ukupne imovine.

Tablica 24. Altman Z-score sustav pokazatelja izračunat za društvo HUP-ZAGREB d.d.

Pokazatelj:	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
X ₁	radni kapital / ukupna imovina	0,1004	0,1142	0,1640	0,2252	0,1289
X ₂	zadržana dobit / ukupna imovina	0,4006	0,3479	0,3655	0,3841	0,4135
X ₃	zarada prije kamata i poreza / ukupna imovina	0,0580	0,0650	0,0821	0,0924	0,1067
X ₄	tržišna vrijednost glavnice / ukupne obveze	0,7361	0,5895	0,6189	0,7354	4,1456
X ₅	ukupni prihodi / ukupna imovina	0,2923	0,2880	0,3248	0,3417	0,3914
Altman Z-score = 1,2*X ₁ + 1,4*X ₂ + 3,3*X ₃ + 0,6*X ₄ + 1,0*X ₅						
Rezultat modela:		1,6066	1,4803	1,6755	1,8958	3,9644
Rizik stečaja:		>= 3		niski		
		2,99 – 2,79		zabrinutost		
		2,78 – 1,81		rizik unutar 2. godine		
		1,80 >=		visoki		

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i prema formulama: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 64.

⁷¹ Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 64-65.

Prema rezultatima iz tablice, Društvo pokazuje visoki rizik stečaja u 2014., 2015. i 2016. godini dok se rizik smanjuje 2017. godine i postaje nizak u 2018. godini. Altman Z-score model pokazuje vrijednost za 2014. godinu – 1,6, za 2015. godinu – 1,4, za 2016. ponovo – 1,6, zatim u 2017. godini 1,8 te u zadnjoj 2018. – 3,9. Rezultat za zadnju godinu nije sasvim objektivan jer se te godine dogodila akvizicija od strane Adris Grupe.

Pojedinačni pokazatelj prema godinama su se mijenjali prema opisanom:

- 2014. – likvidnost je zadovoljena, udio reinvestiranih sredstava iznosi 40%, profitabilnost je 5% odnosno po 1 kuni vrijednosti imovine ostvareno je 5 lipa bruto dobiti, Društvo može izgubiti 73% vrijednosti svoje imovine prije nego bi postalo insolventno, a koeficijent obrta imovine je 0,29
- 2015. – likvidnost raste za 0,01 bod, udio reinvestiranih sredstava pada i iznosi 34%, profitabilnost raste na 6%, imovina Društva može izgubiti 58% svoje vrijednosti prije stanja insolventnosti, obrtaji imovine padaju za 0,01 bod
- 2016. – koeficijent likvidnosti iznosi 0,16, udio reinvestiranih sredstava u poslovnom razdoblju je 36%, profitabilnost prelazi 8%, a imovina može izgubiti 61% svoje vrijednosti prije nego što Društvo postane insolventno, koeficijent obrta ukupne imovine je 0,32
- 2017. – ova godina ima najbolji koeficijent likvidnosti i on iznosi 0,22, reinvestira se 38% sredstava i profitabilnost je veća od 9%, imovina može izgubiti preko 70% svoje vrijednosti prije nego što Društvu zaprijeti insolventnost, po 1 kuni ukupne imovine Društvo zaradi 34 lipe ukupnih prihoda
- 2018. – likvidnost je zadovoljavajuća iako pada u odnosu na prethodnu godinu, udio reinvestiranih sredstava je 41%, profitabilnost je u ovoj godini najviša i prelazi 10%, Društvu prijete insolventnost ako imovina izgubi 4 puta vlastitu vrijednost, a imovina se obrne 0,39 puta u poslovnoj godini.

5.2.2. Kralicekov DF model

Za razliku od Altmana, Kralicekov je napravio model koji predviđa krizu europskih društava na primjeru germanskog tržišta. Preteča DF pokazatelju je bio *Quick test* sa svoja četiri pokazatelja i krajnjom ocjenom od 0 do 4 gdje 0 označava insolventnost, a 4 zdravo društvo. Novi Kralicekov DF pokazatelj ima šest pojedinačnih pokazatelja koji su uvjetovani ponderima i njihov zbroj na kraju daje ocjenu društva, za Društvo su prikazani izračuni u tablici 25. Daleko najznačajniji je pokazatelj X3 koji prikazuje profitabilnost, a X2 koji kazuje koliko su puta ukupne obveze pokrivena ukupnom imovinom ima najmanju ulogu. Što je ocjena, tj. zbirni koeficijent veći, to društvo zdravije posluje.⁷²

Tablica 25. Kralicekov DF model izračunat za društvo HUP-ZAGREB d.d.

Pokazatelj:	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
X ₁	čisti novčani tok/ ukupne obveze	-0,0147	-0,1522	0,3898	0,0624	-0,1398
X ₂	ukupna imovina/ ukupne obveze	3,8788	3,1616	3,3413	3,5700	3,1874
X ₃	dobit prije kamata i poreza / ukupna imovina	0,0580	0,0650	0,0821	0,0924	0,1067
X ₄	dobit prije kamata i poreza / ukupni prihod	0,1986	0,2259	0,2400	0,2703	0,2721
X ₅	zalihe / ukupni prihod	0,0205	0,0931	0,0448	0,0467	0,0095
X ₆	poslovni prihodi/ ukupna imovina	0,2856	0,2737	0,3216	0,3382	0,3914
Kralicekov DF model = 1,5*X ₁ + 0,08*X ₂ + 10*X ₃ + 5*X ₄ + 0,3*X ₅ + 0,1*X ₆						
Rezultat modela:		1,8959	1,8594	2,9186	2,7025	2,5147
Financijska stabilnost:		> 3		izvrsna		
		> 2,2		vrlo dobra		
		> 1,5		dobra		
		> 1,0		osrednja		
		> 0,3		loša		
		<= 0,3		početak insolventnosti		
		<= 0,0		umjerena insolventnost		
		<= -1,0		izrazita insolventnost		

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i prema formulama: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 74-75.

⁷² Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 73.

Slijede pojašnjenja pokazatelja prema godinama:

- X1 – u 2014., 2015. i u zadnjoj 2018. godini je pokazatelj negativan što znači da Društvo ne može pokriti obveze svojim čistim novčanim tokom jer su ti novčani tokovi sami po sebi negativni, 2016. i 2017. daju pozitivan rezultat s time da je 2016. puno bolja godina prema ovom pokazatelju u kojoj se čistim novčanim tokom može pokriti trećina ukupnih obveza
- X2 – u svim godinama pokazatelj je pozitivan, ukupne obveze su preko 3 puta pokrivene ukupnom imovinom
- X3 – rentabilnost imovine, tj. profitabilnost postoji i povećava se s godinama promatranja, od početne promatrane do završne promatrane godine ROA se udvostručila
- X4 – udio bruto dobiti u ukupnim prihodima u 2014. godini iznosi 19%, u 2015. se povećava i iznosi 22%, slijedeće 2016. godine udio bruto dobiti je 24%, a 2017. godine 27% u ukupnim prihodima, isti postotak nastavlja se i 2018. godine
- X5 – za stvaranje 1 kune ukupnih prihoda u 2014. godini korišteno je 2 lipe vrijednosti zaliha, u 2015. godini korišteno je 9, a u 2016. 4 lipe vrijednosti zaliha, u 2017 također je korišteno oko 4 lipe zaliha, a u 2018 vrijednost korištenih zaliha pada ispod 1 lipe jer su zalihe jako smanjene radi akvizicije
- X6 – po 1 kuni imovine u 2014. i 2015. godini je stvoreno preko 27 lipa ukupnih prihoda, u 2016. godini iznos je 32 lipe, u 2017. su to 33 lipe po kuni ukupne imovine, u 2018. 1 kuna ukupne imovine je generirala 39 lipa ukupnih prihoda.

Kralicekov DF model za Društvo pokazuje kako rezultati blago osciliraju. Godine 2014. i 2015. sa svojim rezultatima 1,89 i 1,85 ubrajaju se u skupinu društava s dobrom financijskom stabilnošću. Slijedeće tri godine, 2016., 2017. i 2018. imaju rezultate: 2,91, 2,70 i 2,51 koji Društvo svrstavaju u skupinu društava s vrlo dobrom financijskom stabilnošću.

5.2.3. BEX indeks za procjenu poslovne izvrsnosti

BEX indeks je kratica za Business Excellence model kojeg su napravili i predstavili hrvatski stručnjaci prof. dr. sc. Vinko Belak i doc. dr. sc. Željana Aljinović-Barač. Konstruiran je primjenom statičko-matematičkih metoda istraživanja na podacima financijskih izvještaja 201 društva s Varaždinske i Zagrebačke burze u razdoblju od 2003. do 2007. godine. Izvrsnost poslovanja BEX-om se mjerena je u dvije razine⁷³:

- trenutačna poslovna izvrsnost (lagging)
- očekivana poslovna izvrsnost (leading).

Prognoštička vrijednost BEX-a dokazana je statistički i iznosi preko 90%.

BEX se može izračunati i za velika i za mala poduzeća, važno je da su financijski izvještaji stabilni inače dolazi do nepravilnosti u rezultatima. Tržište kapitala nije stavka promatranja pa se BEX može izračunati za većinu društava. Izračuni za društvo HUP-ZAGREB d.d. prikazani su u tablici 26.

Tablica 26. BEX indeks izračunat za društvo HUP-ZAGREB d.d.

Pokazatelj:	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
eX ₁	EBIT / ukupna aktiva	0,0579	0,0648	0,0795	0,0918	/
eX ₂	neto poslovna dobit / (vlastiti kapital*trošak kapitala 4%)	1,6462	1,9156	2,4418	2,6695	4,4689
eX ₃	radni kapital/ ukupna aktiva	0,1001	0,1138	0,1634	0,2238	/
eX ₄	5*(dobit+amortizacija+deprecijacija)/ ukupne obveze	1,6938	1,4115	1,7978	2,0008	2,5925
BEX = 0,388*eX₁ + 0,579*eX₂ + 0,153*eX₃ + 0,316*X₄						
Rezultat modela:		1,5261	1,5977	2,0377	2,2500	/
Klasifikacija poduzeća:		> 1		dobre tvrtke		
		0-1		potrebna su unaprjeđenja		
		< 1		ugrožena egzistencija		

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima Društva preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.) i prema formulama: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 306.

⁷³ Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 305-307.

Detaljnija klasifikacija je prikazana u tablici 27 .

Tablica 27. Rangiranje poslovne izvrsnosti prema BEX indeksu

BEX indeks	Rang poslovne izvrsnosti	Prognoza za budućnost
> 6,01 uzastopno 4 godine	Svjetska klasa	Vrhunsko poslovanje koje se može očekivati i u sljedeće četiri godine ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
> 6,01	Kandidat za svjetsku klasu	Izvršno poslovanje koje se može očekivati i u sljedeće tri godine ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
4,01 – 6,00	Izvršno	Izvršno poslovanje koje se može očekivati i u sljedeće tri godine ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
2,01 – 4,00	Vrlo dobro	Vrlo dobro poslovanje koje se može očekivati i u sljedeće dvije godine ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
1,01 – 2,00	Dobro	Dobro poslovanje, ali poboljšanje se može očekivati samo ako se pristupi unaprjeđenjima.
0,00 – 1,00	Granično područje	Poslovna izvrsnost je pozitivna, ali nije zadovoljavajuća. Potrebno ozbiljno unaprjeđenje.
Negativan	Loše	Ugrožena egzistencija. Potrebno je žurno pristupiti restrukturiranju i unaprjeđenjima, inače će se loše poslovanje nastaviti pa postoji opasnost od propasti (vjerojatnost preko 90%).

Izvor: Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus, str. 306-307.

Rezultati BEX indeksa u svim godinama su veći od 1 što Društvo svrstava među dobra društva, a detaljniji rezultati prema godinama su:

- 2014. – BEX indeks iznosi 1,52 i prema rangu poslovne izvrsnosti to je skupina dobrog poslovanja koje se može poboljšati samo u slučaju unaprjeđenja poslovanja;
- 2015. – BEX indeks je 1,59 i objašnjenje se poklapa s onim iz 2014. godine;
- 2016. – BEX indeks je 2,03 što kazuje da je poslovanje vrlo dobro i tako se može nastaviti u sljedeće dvije godine ako će biti unaprjeđenja poslovanja;
- 2017. – BEX indeks je 2,2 i objašnjenje je jednako onome za 2016. godinu;
- 2018. – indeksa nema jer ne postoji podatak za ukupnu aktivu potreban za izračun određenih pojedinačnih pokazatelja, međutim, prema poznatim pokazateljima eX2 i eX4 te pozitivnom EBIT-u i radnom kapitalu, BEX bi trebao biti veći od 1.

6. FINANCIJSKA ANALIZA KONKURENTSKOG DRUŠTVA MAISTRA D.D.

U ovom poglavlju se daje financijska analiza konsolidiranih financijskih izvještaja društva Maistra d.d. kroz pokazatelje financijske analize. Maistra d.d. je konkurentsko društvo HUP-ZAGREB d.d. sve do 2018. godine kada zajednički ulaze u sastav Adris Grupe. Nakon prikaza ulaznih podataka i izračuna pokazatelja, radi se usporedba rezultata društva Maistra d.d. u odnosu na društvo HUP-ZAGREB d.d.

6.1. Ulazni podaci

Potpoglavljje prikazuje ulazne podatke potrebne za analizu društva Maistra d.d. preuzete sa stranica RGFI-ja. Analiziraju se podaci od 2014. do 2018. godine. Tablice 28., 29. i 30. prikazuju potrebne podatke.

Tablica 28. Stavke bilance društva Maistra d.d.

Naziv kategorije bilance	Iznosi u tisućama kuna prema godinama:				
	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Dugotrajna imovina	2.296.476	2.339.817	2.554.737	2.884.409	3.319.425
Kratkotrajna imovina	61.223	64.710	105.111	65.356	80.278
Zalihe	5.348	6.927	7.098	6.638	6.386
Potraživanja	29.646	28.837	62.163	30.304	30.431
Novac u banci i blagajni	25.188	27.745	34.489	27.042	16.977
Ukupna imovina	2.357.699	2.404.527	2.659.848	2.949.765	3.399.703
Kapital i rezerve	1.290.700	1.299.049	1.407.716	1.569.452	1.858.882
Zadržana dobit	-49.916	56.961	196.892	236.391	516.938
Dugoročne obveze	86.494	74.172	274.422	283.938	628.361
Kratkoročne obveze	1.080.505	1.031.306	977.710	1.096.375	912.460
Ukupne obveze	1.166.999	1.105.478	1.252.132	1.380.313	1.540.821

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.)

Tablica 29. Stavke računa dobiti i gubitka društva Maistra d.d.

Naziv kategorije RDG-a	Iznosi u tisućama kuna prema godinama:				
	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Poslovni prihodi	771.657	921.983	1.008.009	1.129.078	1.223.142
Prihodi od prodaje	744.378	895.116	979.955	1.094.789	1.182.599
Poslovni rashodi	607.939	756.936	828.718	898.687	1.001.226
Amortizacija	133.542	144.980	150.157	170.628	196.586
Financijski prihodi	0	10.706	756	1.537	3.404
Financijski rashodi	40.224	40.049	33.919	46.060	39.325
Ukupni prihodi	771.657	932.689	1.008.765	1.130.615	1.226.546
Ukupni rashodi	648.163	796.985	862.637	944.747	1.040.551
Dobit prije oporezivanja	123.494	135.704	144.616	185.868	185.995
Porez na dobit	24.807	26.495	2.787	23.723	(103.435)
Dobit razdoblja	98.687	109.209	141.829	162.145	289.430

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.)

Tablica 30. Stavke izvještaja o novčanom tijeku društva Maistra d.d.

Naziv kategorije novčanog tijeka	Iznosi u tisućama kuna prema godinama:				
	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Neto povećanje/ smanjenje novčanog tijeka od poslovnih aktivnosti	224.460	298.357	336.171	393.346	382.255
Neto povećanje/ smanjenje novčanog tijeka od investicijskih aktivnosti	(245.197)	(226.626)	(452.072)	(510.957)	(531.195)
Neto povećanje/ smanjenje novčanog tijeka od financijskih aktivnosti	43.817	(69.192)	122.645	110.164	138.875
Čisti novčani tijek	23.080	2.557	6.744	(7.447)	(10.065)

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.)

6.2. Pokazatelji analize financijskih izvještaja za društvo Maistra d.d.

Potpoglavlje prikazuje i objašnjava šest skupina pokazatelja analize financijskih izvještaja. Izračunavaju se pokazatelji: likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, profitabilnosti, ekonomičnosti i investiranja prema konsolidiranim financijskim izvještajima za društvo Maistra d.d.

6.2.1. Pokazatelji likvidnosti

Tablica 31. prikazuje izračunate pokazatelje likvidnosti od 2014. do 2018. godine za društvo Maistra d.d.

Tablica 31. Pokazatelji likvidnosti društva Maistra d.d.

LIKVIDNOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Trenutna =	novac / kratkoročne obveze	0,0233	0,0269	0,0352	0,0246	0,0186
Ubrzana =	(novac + potraživanja) / kratkoročne obveze	0,0507	0,0548	0,0988	0,0523	0,0519
Tekuća =	kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze	0,0566	0,0627	0,1075	0,0596	0,0879
Financijska stabilnost =	dugotrajna imovina / (kapital + dugoročne obveze)	1,6675	1,7038	1,5187	1,5562	1,3345

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 46.

Prema izračunima dobivenima za pokazatelj trenutne likvidnosti, Maistra d.d. niti u jednoj godini promatranja nema taj koeficijent zadovoljen, ako su referentne vrijednosti 0,1 – 0,3. Maistra d.d. novcem ne može podmiriti kratkoročne obveze. Jednako loši rezultati dobivaju se i pri izračunu ubrzane likvidnosti, ako je minimum zadovoljenja koeficijent 0,7, novac i potraživanja jednostavno su premali kako bi se pokrile kratkoročne obveze.

Tekuća likvidnost je zabrinjavajuća, koeficijent koji bi inače trebao biti oko 1,5 – 2, ovdje iznosi maksimalno 0,1. Zadnji, koeficijent financijske stabilnosti, kazuje kako se oko 30% dugoročne imovine previše, kroz svih pet godina, financira iz dugoročnih izvora financiranja.

6.2.2. Pokazatelji zaduženosti

Zaduženost društva Maistra d.d. prema koeficijentima zaduženosti i vlastitog financiranja je jako korektna, omjeri se kreću oko 50% što je zdrav postotak zaduženosti, tj. vlastitog financiranja. Omjer koeficijenta financiranja je skoro idealan (teži se omjeru 1:1). Kamate su i više nego dovoljno puta pokrivena tijekom svih godina promatranja, ali je zato preokret u faktoru zaduženosti prema kojemu se ukupne obveze nikako ne mogu vratiti unutar godine dana, naročito u 2014. godini. Stanje se poboljšava te u 2018. povrat ukupnih obveza moguć je unutar dvije godine poslovanja. Tablica 32. prikazuje izračunate pokazatelje zaduženosti.

Tablica 32. Pokazatelji zaduženosti društva Maistra d.d.

ZADUŽENOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Kamate		253	3.219	886	6.096	7.101
Koeficijent zaduženosti =	ukupne obveze / ukupna imovina	0,4949	0,4597	0,4707	0,4679	0,4532
Koeficijent vlastitog financiranja =	glavnica / ukupna imovina	0,5629	0,5402	0,5292	0,5320	0,5467
Koeficijent financiranja =	ukupne obveze / glavnica	0,9041	0,8509	0,8894	0,8794	0,8288
Pokriće troškova kamata =	(dobit prije poreza + kamate) / kamate	489,11	43,157	164,22	31,49	27,19
Faktor zaduženosti =	Ukupne obveze / (zadržana dobit + amortizacija)	13,9549	5,4742	3,6079	3,3912	1,8677
Stupanj pokrića I =	glavnica / dugotrajna imovina	0,5620	0,5551	0,5510	0,5441	0,5600
Stupanj pokrića II =	(glavnica + dugoročne obveze) / dugotrajna imovina	0,5996	0,5868	0,6584	0,6425	0,7157

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 49.

Izračunavanjem stupnjeva pokrića, kod I i kod II stupnja, dobiveni rezultat govori kako dugotrajna imovina nije u cijelosti pokrivena glavnicom, odnosno glavnicom i dugoročnim obvezama što se poklapa s pokazateljem financijske stabilnosti u skupini pokazatelja likvidnosti.

6.2.3. Pokazatelji aktivnosti

Maistra d.d. u petogodišnjem razdoblju od 2014. do 2018. godine ostvaruje 30 do 40 lipo ukupnih prihoda po jedinici ukupne imovine. Ukupni prihodi po jedinici kratkotrajne imovine kreću se oko 14 kuna, a prihodi od prodaje po jedinici potraživanja variraju, tj. rastu s 25 na 31 kunu u 2014. na 2015. godinu, zatim padaju za 50% u 2016. godini te ponovo rastu za 60% na iznose od 36 i 38 kuna po jedinici potraživanja u 2017. i 2018. godini. Potraživanja ovog društva naplaćuju se relativno brzo, u prosjeku za 15 dana.

Tablica 33. prikazuje izračunate pokazatelje aktivnosti od 2014. do 2018. godine za društvo Maistra d.d.

Tablica 33. Pokazatelji aktivnosti društva Maistra d.d.

KOEFIČIJENT OBRTA	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Ukupne imovine =	ukupni prihodi / ukupna imovina	0,3272	0,3878	0,3792	0,3832	0,3607
Kratkotrajne imovine =	ukupni prihodi / kratkotrajna imovina	12,6040	14,4133	9,5971	17,2993	15,2787
Potraživanja =	prihodi od prodaje/ potraživanja	25,1088	31,0405	15,7642	36,1268	38,8616
Koeficijent naplate potraživanja u danima =	broj dana u godini / koeficijent obrta potraživanja	15 dana	12 dana	24 dana	10 dana	10 dana

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 51.

6.2.4. Pokazatelji profitabilnosti

Bruto marža profita kroz godine promatranja varira blago i kreće se oko 15%. Neto marža profita kreće se od 12% do 15% u prve četiri godine promatranja zatim naglo raste na 24% u 2018. godini zahvaljujući poreznom dobitku koji neto dobit razdoblja povećava za više 100 milijuna kuna u odnosu na dobit društva prije oporezivanja. Bruto i neto rentabilnost imovine imaju prosječnu stopu oko 6%, a rentabilnost vlastitog kapitala kreće se od 7% u prvoj do 15% u zadnjoj godini promatranja.

Tablica 34. prikazuje izračunate pokazatelje profitabilnosti od 2014. do 2018. godine za društvo Maistra d.d.

Tablica 34. Pokazatelji profitabilnosti društva Maistra d.d.

PROFITABILNOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Neto marža profita =	(neto dobit + kamate) / ukupni prihod	0,1282 = 12,82%	0,1205 = 12,05%	0,1414 = 14,14%	0,1488 = 14,88%	0,2417 = 24,17%
Bruto marža profita =	(dobit prije poreza + kamate) / ukupni prihod	0,1603 = 16,03%	0,1489 = 14,89%	0,1442 = 14,42%	0,1697 = 16,97%	0,1574 = 15,74%
Neto rentabilnost imovine =	(neto dobit + kamate) / ukupna imovina	0,0419 = 4,19%	0,0467 = 4,67%	0,0536 = 5,36%	0,0570 = 5,70%	0,0872 = 8,72%
Bruto rentabilnost imovine =	(dobit prije poreza + kamate) / ukupna imovina	0,0524 = 5,24%	0,0577 = 5,77%	0,0547 = 5,47%	0,0650 = 6,50%	0,0567 = 5,67%
Rentabilnost vlastitog kapitala =	neto dobit / vlastiti kapital	0,0764 = 7,64%	0,0840 = 8,40%	0,1007 = 10,07%	0,1033 = 10,33%	0,1557 = 15,57%

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 53.

6.2.1. Pokazatelji ekonomičnosti

Društvo posluje ekonomično ako promatramo ukupne prihod i rashode te prodaju prema prihodima i rashodima. Ukupni prihodi po jedinici ukupnih rashoda kreću se oko 1 kune i 18 lipa, a prihodi od prodaje po jedinici rashoda od prodaje su za oko 5 lipa veći te iznose oko 1 kune i 23 lipe po kuni rashoda.

Tablica 35. prikazuje izračunate pokazatelje ekonomičnosti od 2014. do 2018. godine za društvo Maistra d.d.

Tablica 35. Pokazatelji ekonomičnosti društva Maistra d.d.

EKONOMIČNOST	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Ukupnog poslovanja =	ukupni prihodi / ukupni rashodi	1,1905	1,1702	1,1693	1,1967	1,1787
Prodaje =	prihodi od prodaje / rashodi prodaje	1,2693	1,2180	1,2163	1,2563	1,2216
Financiranja =	financijski prihodi / financijski rashodi	0	0,2673	0,0222	0,0333	0,0865

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.) i formulama iz: Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 52.

Lošiji omjeri dobiveni su promatranjem ekonomičnosti financiranja jer u 2014. godini financijski prihodi ne postoje, zatim 2015. godine iznose 26 lipa financijskih prihoda po kuni financijskih rashoda, a 2016. omjeri se još više smanjuju. U 2016. godini po kuni financijskih rashoda dobiju se tek 2 lipe, u 2017. 3 lipe, a u 2018. godini 8 lipa financijskih prihoda.

6.2.2. Pokazatelji investiranja

Izračunati su dobit po dionici, njena rentabilnost te odnos cijene i dobiti po dionici. Dividenda i njena rentabilnost nisu izračunati s obzirom na to da u konsolidiranim financijskim izvještajima te odlukama glavne skupštine ne postoji podatak o iznosu koji je namijenjen za isplatu dividendi dioničarima ili podatak o visini isplaćene dividende pa je pretpostavka da dividenda za dionice Maistra d.d.-a uopće nije isplaćivana od 2014. do 2018. godine.

Tablica 36. prikazuje izračunate pokazatelje investiranja od 2014. do 2018. godine za društvo Maistra d.d. Cijena dionice uzeta je na zadnji dan trgovanja u godini.

Tablica 36. Pokazatelji investiranja društva Maistra d.d.

INVESTIRANJE	Formula:	Godina:				
		2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Broj dionica (N)		10.944.339 kom	10.944.339 kom	10.944.339 kom	10.944.339 kom	10.944.339 kom
Cijena dionica (P)		135 kn	229 kn	253 kn	278 kn	300 kn
Iznos za isplatu dividendi		0 kn	0 kn	0 kn	0 kn	0 kn
Dobit po dionici (EPS)	Neto dobit / N	9,02	9,98	12,96	14,82	26,32
Dividenda po dionici (DPS)	Neto dobit za isplatu dividendi / N	/	/	/	/	/
Odnos cijene i dobitka po dionici (P/E)	P / EPS	14,96	22,94	19,52	18,75	11,39
Rentabilnost dionice	(EPS / P) x 100	6,68 %	4,35 %	5,12 %	5,33 %	8,77 %

Izvor: izradio autor prema konsolidiranim financijskim izvještajima društva Maistra d.d. preuzetih sa: FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 13. svibnja 2020.) i formulama iz: Marković, I. (2010). Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća. Zagreb: RRiF Plus, str. 76.

Broj dionica društva jednak je kroz cijelo razdoblje, a cijena raste sa 135 kn na 229 kn, zatim na 253 kn i 278 kn do 300 kn po dionici u 2018. godini. Promatrajući neto dobit, ona je po dionici rastuća. Omjer se rastući kreće od 9,02 do 14,82 u 2017. godini pa se skoro poduplava na 26,32 u 2018. P/E odnos se osim u 2016. godini nalazi između 1 i 20 što društvo prema referentnim vrijednostima svrstava u povoljno za ulaganje. Rentabilnost dionice je u prosjeku 6%.

6.3. Usporedba financijskih pokazatelja za društvo HUP-ZAGREB d.d. i društvo Maistra d.d.

Prema izračunatim vrijednostima pokazatelja analize financijskih izvještaja za dva društva koja posluju u istome sektoru, ali različitoj lokaciji, slijedi usporedba rezultata.

Pokazatelji likvidnosti za HUP-ZAGREB d.d. variraju na način da su vrijednosti navise u 2017. godini dok su vrijednosti društva Maistra d.d. uglavnom dosljedne. Likvidnost HUP-a je zadovoljavajuća, tj. raspolaže se dovoljnom količinom novaca i kratkotrajne imovine općenito da bi društvo bilo solventno dok je obrnut slučaj kod Maistre. Sve vrijednosti likvidnosti su ispod zadovoljavajućeg minimuma.

Vrijednosti pokazatelja zaduženosti za oba društva su zadovoljavajuća iako se pojedinačni rezultati koeficijenata razlikuju. HUP-ZAGREB d.d. ima bolji koeficijent zaduženosti i stupnjeve pokriva, a Maistra d.d. ima bolji koeficijent pokriva troškova kamata i koeficijent financiranja. HUP-ZAGREB d.d. može sve svoje obveze podmiriti unutar godine dana, a Maistri za to treba oko 2 godine u zadnjoj godini promatranja.

Maistra d.d. svakako bolje stoji ako promatramo koeficijente obrta jer ima veće prihode po jedinicama imovine od društva HUP-ZAGREB d.d. Također, dani naplate potraživanja su puno manji. Oba društva posluju ekonomično ako se promatraju pokazatelji ekonomičnosti ukupnog poslovanja i prodaju.

Pokazatelji profitabilnosti kazuju kako HUP-ZAGREB d.d. ima bolje postotke, tj. veće marže u skoro svim kategorijama i godinama. Rezultati za oba društva su slični pri izračunu rentabilnosti imovine i kapitala, dok marža profita daje veće vrijednosti kod društva HUP-ZAGREB d.d. nego kod društva Maistra d.d.

Oba promatrana društva kotiraju na burzi, ali je njihove pokazatelje investiranja teže usporediti s obzirom da Maistra d.d. ne isplaćuje dividendu. Zarada po dionici ide u prilog društvu HUP-ZAGREB d.d. jer je cijena dionice s obzirom na broj dionica koje kotiraju puno veća u odnosu na cijenu i broj dionica Maistre. P/E odnos pogodan je za oba društva. Maistra d.d. ima više koeficijente, ali obje skupine rezultata kazuju kako su društva u kategoriji onih zanimljivih za ulaganje.

7. ZAKLJUČAK

Analiza konsolidiranih financijskih izvještaja društva HUP-ZAGREB d.d. pokazala je neke očekivane i neke neočekivane rezultate jednako kao i analiza konsolidiranih financijskih izvještaja društva Maistra d.d. prema pokazateljima financijske analize.

Horizontalna i vertikalna analiza društva HUP-ZAGREB d.d. dale su prikaz promjena vrijednosti stavki bilance i računa dobiti i gubitka koji su uglavnom slabo oscilirajuće i očekivane u zadnjoj promatranoj godini s obzirom na poslovne događaje i odluke uprave. Struktura bilance, velik udio dugotrajne imovine u aktivi ili kapitala u pasivi, je očekivana i zadovoljavajuća za hotelijersku djelatnost.

Prema pojedinačnim pokazateljima, HUP-ZAGREB d.d., varira u rezultatima. Pokazatelji likvidnosti su zadovoljeni po svim koeficijentima kroz sve promatrane godine. Pokazatelji zaduženosti zadovoljeni su po koeficijentima zaduženosti i vlastitog financiranja te pokriva kamata, faktora zaduženosti i stupnja pokriva II. Koeficijent financiranja i stupanj pokriva I nisu zadovoljili prema pravilima. Kod pokazatelja aktivnosti trebalo bi obratiti veću pažnju na broj dana naplate potraživanja i smanjiti ih. Pokazatelji ekonomičnosti poslovanja u rezultatima koeficijenata ukupnog poslovanja i prodaje prelaze 1 što je zadovoljavajuće, ali se treba težiti povećanju s ciljem ostvarenja većih dobitaka. Profitabilnost društva HUP-ZAGREB d.d. postoji po svim izračunima, marže profita su na zadovoljavajućoj razini dok kod rentabilnosti imovine i vlastitog kapitala postoji prostor za poboljšanje. Ono što je neočekivano jest da su rezultati likvidnosti za društvo Maistra d.d. nezadovoljavajući i ukoliko bi ih se promatralo zasebno, tj. neovisno o ostalim pokazateljima, to bi moglo dovesti do pogrešnih zaključaka o ukupnom poslovanju. Koeficijenti naplate potraživanja su jako dobri za razliku od društva HUP-ZAGREB d.d., a ostali pokazatelji analize financijskih izvještaja su zadovoljavajući prema referentnim vrijednostima.

Dionice HUPZ-R-A u kombinaciji s financijskim izvještajima za petogodišnje razdoblje dale su dobre rezultate u pokazateljima investiranja s obzirom na velik broj dionica i raspršenost vlasništva. Broj dionica se kretao oko 400 000 po prosječnoj cijeni oko 500 kuna po dionici. Neto dobit za isplatu dionica je varirala, a P/E pokazatelj je nizak, ali zadovoljavajući što je HUP-ZAGREB d.d. činilo privlačnim za poslovne kombinacije. Društvo je akvirirano 2018. godine i postaje dio Adris Grupe. Konkurentsko društvo Maistra d.d. ima konstantan broj

dionica na tržištu pod nazivom MAIS-R-A te nije isplaćivalo dividendu u promatranom razdoblju.

Pokazatelji stvaranja nove vrijednosti kao i pokazatelji analize financijskih izvještaja variraju. U svim godinama promatranja postoji neto preostali profit i on se povećava s godinama. Poslovna dobit je u svakom trenu veća od oportunitetnog troška kapitala i također se povećava iz godine u godinu. Dodana vrijednost je raspoređena najviše u korist zadržane dobiti i plaća i naknada zaposlenicima što je korektno i ovisi o politikama uprave.

Ekonomska dodana vrijednost, izračunata pomoću podataka za trošak vlastitog i tuđeg kapitala prema prosjeku Zapadne Europe po godinama, nije najbolja. Točnije, u 2014. i 2015. godini je negativna i prelazi u pozitivnu 2016. godine. Najveća ekonomska dodana vrijednost je u 2018. godini. Tržišna dodana vrijednost u prve četiri promatrane godine ne postoji odnosno knjigovodstvena vrijednost glavnice je veća od tržišne sve do 2018. godine kada se situacija mijenja i tržišna dodana vrijednost iznosi preko 260 milijuna kuna.

Sintetički sustavi pokazatelja, tri izračunata skupna pokazatelja, poklapaju se u rezultatima. Prema modelu Altman Z-score, društvo HUP-ZAGREB d.d. ima visok rizik stečaja u 2014., 2015. i 2016. godini. U 2017. godini rezultat modela predviđa stečaj unutar dvije godine, a u 2018. je vidljiv nizak rizik. Kralicekov DF model opisuje društvo HUP-ZAGREB d.d. kao financijski stabilno s boljim rezultatima u 2017. i 2018. godini. BEX indeks za ocjenu poslovne izvrsnosti klasificira ovo društvo u skupinu s dobrom poslovnom izvrsnošću.

Društvo HUP-ZAGREB d.d. ima uglavnom dobre rezultate prema analizi i prepoznatljivo je ime hrvatskog hotelijerstva. Akvizicijom od strane Adris Grupe ono postaje dijelom jednog još jačeg turističkog konkurenta Maistre d.d. koji već sada ima monopol u gradu Rovinju i planove za daljnje širenje svog portfelja preuzimanjem. Akvizicija je možda dobar potez za smanjenje troškova i jačanje na globalnoj sceni, međutim, njime je smanjena konkurencija i raznolikost u idejama i strategijama na domaćem tržištu.

LITERATURA

Knjige

1. Belak, V. (2014). Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling. Zagreb: RRiF Plus
2. Belak, V. et al. (2018). Računovodstvo poduzetnika s primjerima knjiženja. Zagreb: RRiF Plus
3. Bešvir, B. (2008). Kako čitati i analizirati financijske izvještaje. Zagreb: RRiF Plus
4. Certo, S. C. i Certo, S. T. (2008). Moderni menadžment 10. izdanje. Zagreb: MATE
5. Marković, I. (2010). Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća. Zagreb: RRiF Plus
6. Orsag, S. (2015). Poslovne financije. Zagreb: LDK tiskara
7. Vance, D. E. (2003). Financial Analysis and Decision Making: Tools and Techniques to Solve Financial Problems and Make Effective Business Decisions. USA: McGraw-Hill.
[online]. Raspoloživo na: URL:
<http://digilib.stiem.ac.id:8080/xmlui/handle/123456789/210> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)
8. Subramanyam, K. R. (2014). Financial Statement Analysis: Eleventh Edition. New York: McGraw-Hill Education.[online]. Raspoloživo na: URL:
<https://thenbooks.xyz/?hash=ATO3ATO0Eje5hnLzt2bvJmblhGd&token=MmI0ZTM0YmI5OGU> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)
9. Vidučić, Lj., Pepur, S. i Šimić Šarić, M. (2018). Financijski menadžment. X izdanje. Zagreb: RRiF Plus
10. Žager, K. et al. (2017). Analiza financijskih izvještaja: načela - postupci - slučajevi. 3. dop. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika

Članci

1. Anghel, M. G. (2014). The System of Financial Analysis Indicators Applying to the Activity Run by an Economic Agent. *Revicta Romana de Statistica* [online], 2014 (7).
Raspoloživo na: URL: <http://www.revistadestatistica.ro/supliment/2014/09/the-system-of-financial-analysis-indicators-applying-to-the-activity-run-by-an-economic-agent/> (pristupljeno 8. svibnja 2020.)

2. Balen, M. i Vujević, K. (2006). Pokazatelji uspješnosti poslovanja poduzeća pomorskog prometa. Pomorstvo [online], XX (2). Raspoloživo na: URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=10428 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)
3. Cirkveni Filipović, T. (2020). Izvještaj o ostalom sveobuhvatnom dobitku. Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu [online], XXX (1). Raspoloživo na: URL: <https://www.rrif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)
4. Cirkveni Filipović, T. (2020). Izvještaj o promjenama kapitala. Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu [online], XXX (1). Raspoloživo na: URL: <https://www.rrif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)
5. Dečman, N. (2012). Financijski izvještaji kao podloga za ocjenu sigurnosti i uspješnosti poslovanja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj. Ekonomski pregled [online], LXIII (7-8). Raspoloživo na: URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=128746 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)
6. Isaković-Kaplan, Š. (2010). onsolidirani financijski izvještaji – smisao i svrha sastavljanja: razlozi neobjavljivanja konsolidiranih financijskih izvještaja u Bosni i Hercegovini. Economic research – Ekonomska istraživanja [online], XXIII (4). Raspoloživo na URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=94803 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)
7. Manville, S. J. and Liesz, T. J. (2008). Ratio Analysis Featuring the DuPont Method: An Overlooked Topic in the Finance Module of Small Business Management and Entrepreneurship Courses. Small Business Institute Journal [online], 2008 (1). Raspoloživo na: URL: <https://sbij.org/index.php/SBIJ/article/download/46/22> (pristupljeno 9. svibnja 2020.)
8. Marjanović Kavanagh, I. (2020). Bilješke uz financijske izvještaje za mikro, male i srednje poduzetnike. Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu [online], XXX (1). Raspoloživo na: URL: <https://www.rrif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)
9. Pervan, I. (2017). Predviđanje poslovnog neuspjeha. Poslovne financije. RRiF [online], srpanj (7). Raspoloživo na URL: https://www.rrif.hr/brza_pretraga.html?trazi=modeli (pristupljeno 12. ožujka 2020.)

10. Tintor, Ž. (2019). Važnost revizije kao pokazatelja kvalitete financijskih izvještaja. *Obrazovanje za poduzetništvo – E4E: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo* [online], IX (2). Raspoloživo na URL: https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=335184 (pristupljeno 11. ožujka 2020.)
11. Vuk, J. (2020). Izvještaj o novčanim tokovima za 2019. godinu. *Računovodstvo, revizija i financije – Prilog godišnji obračun za 2019. godinu* [online], XXX (1). Raspoloživo na: URL: <https://www.rrif.hr/prgo-2020-1.html> (pristupljeno 7. svibnja 2020.)

Internetske stranice

1. Damodaran. URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html (pristupljeno 2. ožujka 2020.)
2. FINA RGFI. URL: <https://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp> (pristupljeno 2. veljače 2020.)
3. Maistra. URL: <https://www.maistra.com/hr> (pristupljeno 27. svibnja 2020.)
4. Moje dionice. URL: <https://www.mojedionice.com/dionica/HUPZ-R-A> (pristupljeno 11. ožujka 2020.)
5. Narodne novine. URL: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_10_95_2052.html (pristupljeno 6. svibnja 2020.)
6. Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/croatia/corporate-tax-rate> (pristupljeno 11. ožujka 2020.)
7. Zakon.hr. URL: <https://www.zakon.hr/z/118/Zakon-o-ra%C4%8Dunovodstvu> (pristupljeno 6. svibnja 2020.)

Skripte s predavanja

1. Guzić, Š. (2018). *Financijsko izvješćivanje*. Recenzirana skripta. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment
2. Pušar Banović, D. (2017). *Poslovne kombinacije*. Recenzirana skripta. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment

POPIS ILUSTRACIJA

Popis grafikona:

Slika 1. Grafički prikaz strukture imovine društva HUP-ZAGREB d.d.....	19
Slika 2. Grafički prikaz strukture obveza i kapitala društva HUP-ZAGREB d.d.....	19
Slika 3. Grafički prikaz strukture računa dobiti i gubitka društva HUP-ZAGREB d.d.....	20
Slika 4. Grafički prikaz kretanja EVA-e društva HUP-ZAGREB d.d.....	40

Popis tablica:

Tablica 1. Stavke bilance društva HUP-ZAGREB d.d.....	14
Tablica 2. Stavke računa dobiti i gubitka društva HUP-ZAGREB d.d.....	15
Tablica 3. Stavke izvještaja o novčanom tijeku društva HUP-ZAGREB d.d.....	15
Tablica 4. Horizontalna analiza bilance društva HUP-ZAGREB d.d.....	16
Tablica 5. Horizontalna analiza društva HUP-ZAGREB d.d.....	17
Tablica 6. Pokazatelji likvidnosti društva HUP-ZAGREB d.d.....	22
Tablica 7. Pokazatelji zaduženosti društva HUP-ZAGREB d.d.....	24
Tablica 8. Pokazatelji aktivnosti društva HUP-ZAGREB d.d.....	26
Tablica 9. Pokazatelji ekonomičnosti društva HUP-ZAGREB d.d.....	28
Tablica 10. Pokazatelji profitabilnosti društva HUP-ZAGREB d.d.....	29
Tablica 11. Pokazatelji investiranja društva HUP-ZAGREB d.d.....	31
Tablica 12. Neto preostali profit društva HUP-ZAGREB d.d.....	33
Tablica 13. Odnos održive novostvorene vrijednosti društva HUP-ZAGREB d.d.....	34
Tablica 14. Ocjena performanse na temelju pokazatelja SOVAR-a.....	35
Tablica 15. Struktura raspodjele dodane vrijednost društva HUP-ZAGREB d.d.....	36
Tablica 16. Odnosi dodane vrijednosti društva HUP-ZAGREB d.d.....	37
Tablica 17. Struktura kapitala društva HUP-ZAGREB d.d.....	38
Tablica 18. Prosječna ponderirana stopa troška kapitala društva HUP-ZAGREB d.d.....	39
Tablica 19. Ekonomska dodana vrijednost društva HUP-ZAGREB d.d.....	40
Tablica 20. Tržišna dodana vrijednost društva HUP-ZAGREB d.d.....	41
Tablica 21. Rentabilnost ukupne imovine društva HUP-ZAGREB d.d.....	43
Tablica 22. Marža profita.....	44
Tablica 23. Koeficijent obrta ukupne imovine.....	44
Tablica 24. Altman Z-score sustav pokazatelja izračunat za društvo HUP-ZAGREB d.d.....	46
Tablica 25. Kralicekov DF model izračunat za društvo HUP-ZAGREB d.d.....	48
Tablica 26. BEX indeks izračunat za društvo HUP-ZAGREB d.d.....	50
Tablica 27. Rangiranje poslovne izvrsnosti prema BEX indeksu.....	51
Tablica 28. Stavke bilance društva Maistra d.d.....	52
Tablica 29. Stavke računa dobiti i gubitka društva Maistra d.d.....	53
Tablica 30. Stavke izvještaja o novčanom tijeku društva Maistra d.d.....	53
Tablica 31. Pokazatelji likvidnosti društva Maistra d.d.....	54
Tablica 32. Pokazatelji zaduženosti društva Maistra d.d.....	55
Tablica 33. Pokazatelji aktivnosti društva Maistra d.d.....	56
Tablica 35. Pokazatelji profitabilnosti društva Maistra d.d.....	57
Tablica 34. Pokazatelji ekonomičnosti društva Maistra d.d.....	58
Tablica 36. Pokazatelji investiranja društva Maistra d.d.....	59