

Analiza financijskih izvještaja poduzeća Hrvatski telekom d.d. za razdoblje od 2015. do 2017. godine

Anić, Helena

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:648354>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-23**



Repository / Repozitorij:

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE
ZAGREB**

HELENA ANIĆ

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI RAD
ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA PODUZEĆA HRVATSKI
TELEKOM d.d. ZA RAZDOBLJE OD 2015. DO 2017. GODINE**

Zagreb, svibanj 2018.

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE
ZAGREB**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ
MENADŽMENT BANKARSTVA, OSIGURANJA I FINANCIJA**

**ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA PODUZEĆA HRVATSKI
TELEKOM d.d. ZA RAZDOBLJE OD 2015. DO 2017. GODINE**

**FINANCIAL STATEMENTS ANALYSIS OF THE HRVATSKI
TELEKOM d.d. FOR THE PERIOD 2015. - 2017.**

KANDIDAT: Helena Anić, bacc. oec.

MENTOR: mr.sc. Anđelka Buneta

Zagreb, svibanj 2018.

SADRŽAJ

SAŽETAK.....	1
SUMMARY	2
1. UVOD	3
1.1. Problem i predmet istraživanja.....	4
1.2. Svrha i cilj istraživanja	4
1.3. Istraživačka pitanja.....	5
1.4. Metode istraživanja	5
1.5. Očekivani stručni doprinos.....	6
1.6. Struktura rada	6
2. POJAM I OSNOVNA OBILJEŽJA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA	7
2.1. Vrste financijskih izvještaja	9
2.1.1. Bilanca.....	10
2.1.2. Račun dobiti i gubitka	12
2.1.3. Izvještaj o novčanom tijeku.....	14
2.1.4. Izvještaj o promjenama vlasničke glavnice.....	17
2.1.5. Bilješke uz financijske izvještaje.....	17
3. TEMELJNI INSTRUMENTI I POSTUPCI ANALIZE FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA.....	18
3.1. Komparativni financijski izvještaji (horizontalna analiza).....	18
3.2. Strukturni financijski izvještaji (vertikalna analiza).....	19
3.3. Financijski pokazatelji.....	19
3.3.1. Pokazatelji likvidnosti	20
3.3.2. Pokazatelji zaduženosti	23
3.3.3. Pokazatelji aktivnosti.....	24
3.3.4. Pokazatelji ekonomičnosti.....	25
3.3.5. Pokazatelji profitabilnosti.....	26
3.3.6. Pokazatelji investiranja.....	28
3.4. Sustav pokazatelja	29
3.4.1. Du Pontov sustav pokazatelja.....	30
3.5. Sintetički (zbrojni) financijski pokazatelji	30
3.5.1. Altmanov Z-score model.....	31
3.5.2. Kralicekov DF pokazatelj.....	32
3.6. Pokazatelji analize na temelju izvještaja o novčanom tijeku	33
3.6.1. Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti	34
3.6.2. Pokazatelji kvalitete dobiti	34
3.6.3. Pokazatelji kapitalnih izdataka.....	35
3.6.4. Pokazatelji povrata novčanog toka	36
4. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA PODUZEĆA HRVATSKI TELEKOM d.d. ZA RAZDOBLJE OD 2015. DO 2017. GODINE	37

4.1. Osnovne informacije o poduzeću Hrvatski Telekom d.d.	37
4.2. Analiza komparativnih financijskih izvještaja HT-a (horizontalna analiza)	40
4.3. Analiza strukturnih financijskih izvještaja HT-a (vertikalna analiza)	44
4.4. Analiza financijskih izvještaja HT-a pomoću financijskih pokazatelja	47
4.4.1. Pokazatelji likvidnosti HT-a	47
4.4.2. Pokazatelji zaduženosti HT-a	49
4.4.3. Pokazatelji aktivnosti HT-a	50
4.4.4. Pokazatelji ekonomičnosti HT-a	52
4.4.5. Pokazatelji profitabilnosti HT-a	53
4.4.6. Pokazatelji investiranja HT-a	54
4.5. Sustav pokazatelja i sintetički (zbrojni) pokazatelji HT-a	56
4.5.1. Du Pontov sustav pokazatelja HT-a	56
4.5.2. Altmanov Z-score model HT-a	58
4.5.3. Kralicekov DF pokazatelj HT-a	58
4.6. Pokazatelji analize HT-a na temelju izvještaja o novčanom toku	59
4.6.1. Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti HT-a	59
4.6.2. Pokazatelji kvalitete dobiti HT-a	60
4.6.3. Pokazatelji kapitalnih izdataka HT-a	61
4.6.4. Pokazatelji povrata novčanog toka HT-a	62
4.7. Rezultati istraživanja	63
5. ZAKLJUČAK	68
LITERATURA	70
POPIS SLIKA	72
POPIS TABLICA	72
POPIS GRAFIKONA	73
ŽIVOTOPIS	74

SAŽETAK

Cilj istraživanja je analiza financijskih izvještaja poduzeća Hrvatski Telekom d.d. za razdoblje od 2015. do 2017. godine. Rezultati financijske analize sadržavati će informacije o financijskom položaju, uspješnosti i sigurnosti poslovanja poduzeća, koje mogu biti osnova za donošenje poslovnih odluka širokom krugu korisnika. Za uspoređivanje podataka koristi se horizontalna analiza, a za prikaz u strukturi koristi se vertikalna analiza. Za utvrđivanje uspješnosti i sigurnosti poslovanja korišteni su financijski pokazatelji: likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja. Du Pontov sustav pokazatelja upotrijebiti će se za prikaz rentabilnosti ukupne imovine. Za predviđanje stečaja koristiti će se Altmanov Z-score model, dok će se financijska stabilnost procijeniti Kralicekovim DF pokazateljem. Kao nadopuna cijele analize prikazuje se analiza izvještaja o novčanom tijeku.

Analizom financijskih izvještaja vidljivo je kako su svi izračunati pokazatelji iznad referentne granice što upućuje na to da poduzeće Hrvatski Telekom posluje uspješno. No kada bi promotrili odnos za sve tri godine, svakako je primjetan negativan trend, što znači da se tokom trogodišnjeg razdoblja smanjuje financijska uspješnost i stabilnost. Hrvatski Telekom konstantno ulaže u tehnologiju te u istraživanje i razvoj, što povećava njegovu konkurentnost i privlači nove korisnike. Poduzeće će u budućnosti vjerojatno zadržati vodeću tržišnu poziciju i rasti u svim segmentima poslovanja, no svakako bi trebali uložiti više napora u povećanje prihoda te u smanjenje izdataka od financijskih i investicijskih aktivnosti.

Ključne riječi: analiza financijskih izvještaja, uspješnost i sigurnost poslovanja, negativan trend, vodeća tržišna pozicija

SUMMARY

The aim of this research is to analyze the financial statements of the Hrvatski Telekom d.d. for the period from 2015. to 2017. The results of the financial analysis will include information about financial position, efficiency and safety of the business, which can be the base for making business decisions for broadband users. Horizontal analysis was used to compare the data, and the vertical analysis was used to show the structure. Financial ratios were used to determine the efficiency and safety of the business: liquidity, leverage, activity, cost-effectiveness, profitability and investment. Du Pont's system of indicators will be used to show the rate of return on total assets. Altman's Z-score model is used for forecasting bankruptcy, while financial stability is evaluated by Kralicek's DF indicator. Cash flow statement analysis will be presented as a supplement to the overall analysis.

Financial statements analysis shows that all calculated ratios are above the reference line, which indicates that the company Hrvatski Telekom has successful business. But when you look at the relationship for all three years, there is certainly a noticeable negative trend, which means that financial efficiency and stability are reduced. Hrvatski Telekom constantly invests in technology, research and development, which increases its competitiveness and attracts new users. The company will retain a leading market position in the future and grow in all segments of business, but they certainly need to make more effort in increasing revenue and reduce spending on financial and investment activities.

Key words: financial statements analysis, efficiency and safety of the business, negative trend, leading market position

1. UVOD

Poduzeće je financijsko-ekonomski sustav kojem su glavni ciljevi ostvarivanje profita i opstanak na tržištu, a u tom kontekstu se uočava veliki značaj analize poslovanja poduzeća koja „proizvodi“ informacije potrebne za upravljanje. U promjenjivoj i neizvjesnoj okolini teško je upravljati poslovanjem poduzeća stoga je kvalitetna informacijska podloga izuzetno važna za donošenje poslovnih odluka. U uvjetima tržišnog okruženja, svako poduzeće mora neprestano analizirati svoje poslovanje, ali i okolinu i industriju u kojoj posluje. Poduzeća djeluju u složenoj okolini i pod utjecajem je političkih, pravnih, ekonomskih, socio-kulturoloških i tehnoloških procesa. Upravo je zbog toga veliki značaj interpretacije rezultata analize financijskih izvještaja u svrhu određivanja i razumijevanja industrijske strukture i strategije poduzeća.

U radu će se analizirati financijski izvještaji poduzeća Hrvatski Telekom d.d. (u daljnjem tekstu HT) tijekom razdoblja od 2015. do 2017. godine. HT je vodeća tvrtka na hrvatskom tržištu telekomunikacijskih usluga, a ujedno je i jedna od najprometnijih poduzeća u trgovanju dionicama na Zagrebačkoj burzi. Osnovne djelatnosti Hrvatskog Telekom d.d. i o njemu ovisnih društava su pružanje elektroničkih komunikacijskih usluga te projektiranje i izgradnja elektroničkih komunikacijskih mreža na području Hrvatske. Hrvatski Telekom se kao i većina poduzeća u Hrvatskoj suočava s padom potrošnje, nepovoljnom ekonomskom situacijom, ali i pritiscima konkurenata. U radu će se detaljno istražiti i objasniti uspješnost poslovanja navedenog poduzeća u protekle tri godine.

1.1. Problem i predmet istraživanja

Problem istraživanja odnosi se na poslovanje Hrvatskog Telekoma i suočavanje s brojnim izazovima, poput gospodarske krize, povećane konkurencije, pada potrošnje, besplatnim internetskim komunikacijskim kanalima, roaming regulacijama i sl. Primarni izvor informacija o poduzeću su financijski izvještaji koji sadrže informacije o poslovnim rezultatima kroz određeno razdoblje. Problem istraživanja riješit će se analizom financijskih izvještaja HT-a u razdoblju od 2015. do 2017. godine, čime se utvrđuje uspješnost poslovanja navedenog poduzeća.

Predmet istraživanja je prikaz tematike analize financijskih izvještaja i svih njegovih glavnih dijelova, kao jednog od najvažnijeg čimbenika u analiziranju poslovanja poduzeća i predviđanju financijske perspektive. U radu će se prikazati horizontalna i vertikalna analiza, kao i financijski pokazatelji pomoću kojih se mogu donijeti relevantni odgovori na istraživačka pitanja o financijskoj uspješnosti poduzeća.

1.2. Svrha i cilj istraživanja

Svrha istraživačkog rada je steći jasnu sliku o financijskom stanju Hrvatskog Telekoma, gdje će se pokazati kakav je trend kretanja u odabranom razdoblju. Rezultati financijske analize predstaviti će informacije o financijskom položaju, uspješnosti i sigurnosti poslovanja poduzeća, koje mogu biti osnova za donošenje poslovnih odluka širokom krugu korisnika.

Cilj rada je utvrditi važnost financijskih izvještaja u prikazivanju poslovanja poduzeća, a u tu svrhu provede će se analiza financijskih izvještaja poduzeća Hrvatski Telekom gdje će se prikazati, analizirati i interpretirati svi bitni pokazatelji potrebni za donošenje zaključaka o uspješnosti poslovanja. Temeljni instrumenti pomoću kojih se analiziraju financijski izvještaji su horizontalna i vertikalna analiza te izračun i interpretacija financijskih pokazatelja. Na kraju će se prikazati pokazatelji temeljeni na izvještaju o novčanom tijeku. Konačno, na temelju dobivenih rezultata analize daje se odgovor na istraživačka pitanja.

1.3. Istraživačka pitanja

Za potrebe istraživanja cilja rada postavljena su sljedeća istraživačka pitanja:

Istraživačko pitanje 1: Kakav je trend kretanja financijskih pokazatelja u promatranom razdoblju poduzeća Hrvatski Telekom d.d.?

Istraživačko pitanje 2: Je li moguće analizom financijskih izvještaja procijeniti financijsku perspektivu Hrvatskog Telekoma d.d.?

Istraživačko pitanje 3: Kakav je odnos između analiziranih financijskih izvještaja s kretanjima cijena dionica Hrvatskog Telekoma d.d. u razdoblju od 2015. do 2017. godine?

1.4. Metode istraživanja

Za izradu rada koristit će se podaci iz primarnih i sekundarnih izvora. Za potrebe primarnog istraživanja koristit će se podaci objavljeni na internet stranicama Hrvatskog Telekoma d.d., dok su godišnji izvještaji preuzeti s internet stranice Zagrebačke burze i FINA-e. Kod sekundarnog istraživanja koristit će se stručna literatura koja u teoriji opisuje predmetno područje. Također, kako bi se odgovorilo na istraživačka pitanja, koristiti će se sljedeće metode:

- metoda analize, odnosno analiza financijskih izvještaja koja uključuje izračunavanje brojčanih pokazatelja u promatranom razdoblju
- metoda sinteze koja povezuje metodu analize uz pomoć koje se dobiva nova zaokružena cjelina
- induktivnom metodom doći će se do spoznaje novih činjenica, dok će se deduktivnom metodom izvesti nova tvrdnja
- metoda kompilacije i deskripcije koristiti će se u teorijskom dijelu gdje će se navoditi saznanja iz postojeće literature
- metoda studija slučaja gdje će se analizirati pojedinačno poduzeće, odnosno poslovanje Hrvatskog Telekoma
- statistička metoda koja uz pomoć grafikona i izračuna analizira pojave
- metoda zaključivanja kojom će se odgovoriti na istraživačka pitanja.

1.5. Očekivani stručni doprinos

Stručni doprinos autora nalazi se u analizi financijskih izvještaja HT-a čiji će dobiveni rezultati biti korisni svim dionicima u okruženju Hrvatskog Telekoma, odnosno zaposlenicima, investitorima, državi, regulatoru, dioničarima, krajnjim potrošačima i ostalim interesnim skupinama. Provedeno će istraživanje pružiti informacije poslovnoj okolini o financijskoj situaciji pri donošenju strateških odluka.

1.6. Struktura rada

Rad je podijeljen u pet poglavlja. U uvodnom dijelu ukratko je predstavljena tema diplomskog rada, a zatim su navedeni problem i predmet istraživanja, svrha i cilj istraživanja, istraživačka pitanja, metode istraživanja, očekivani stručni doprinos i struktura rada. Drugi dio rada se odnosi na teorijski dio analize financijskih izvještaja gdje se navode i objašnjavaju vrste financijskih izvještaja. Treći dio rada opisuje instrumente i postupke analize financijskih izvještaja. Četvrti dio rada je općeniti prikaz poduzeća i analiza financijskih izvještaja HT-a u promatranom razdoblju. Na kraju četvrtog dijela će se navesti rezultati istraživanja, odnosno odgovoriti na istraživačka pitanja. Rad završava zaključkom gdje će se sažeti bitne stavke iz rada, a nakon zaključka slijede popis literature, slika, tablica i grafikona.

2. POJAM I OSNOVNA OBILJEŽJA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

U kontekstu opstanka poduzeća u uvjetima tržišnog okruženja, pretpostavlja se upravljanje poslovanjem i razvojem. Pri tome se uočava značaj analize poslovanja poduzeća pri dobivanju informacija potrebnih za upravljanje. U cjelovitoj analizi teži se k cjelovitom obuhvatu svih relevantnih podataka i informacija, bilo da se radi o vrijednosnim (novčanim) ili količinskih (naturalnim) podacima i informacijama. Suprotno tome, analiza financijskih izvještaja usmjerena je na kvantitativne financijske informacije i zbog toga se često naziva još i financijskom analizom. Važnost analize u uvjetima suvremenog tržišnog okruženja i tržišta kapitala, nije potrebno posebno naglašavati.

Uobičajeno se ističe kako postoje tri aktivnosti koje uvjetuju postanak i razvoj analize financijskih izvještaja (financijske analize). To su financijsko upravljanje, upravljačko računovodstvo i financijsko računovodstvo. Ističe se da je računovodstvo „jezik poslovanja“, a financijska analiza koja se temelji na računovodstvu i financijskom računovodstvu, omogućava primjenu tog jezika u svim poslovnim situacijama. Analiza financijskih izvještaja teži pogledu u budućnost i naglašavanju onih aspekata poslovanja koji su kritični za opstanak, a to su prije svega sigurnost i uspješnost (efikasnost) poslovanja. Promatrano s financijskog aspekta, analiza poslovanja, za potrebe menadžera, mora obuhvatiti analizu financijskih rezultata, financijskih uvjeta, financijske strukture i promjena u financijskoj strukturi. U tom se kontekstu analiza financijskih izvještaja može opisati kao proces primjene različitih analitičkih sredstava i tehnika s pomoću kojih se podaci iz financijskih izvještaja pretvaraju u upotrebljive informacije relevantne za upravljanje. Uobičajena analitička sredstva i postupci koji se koriste u analizi financijskih izvještaja su:¹

- komparativni financijski izvještaji koji omogućuju uočavanje promjena tijekom vremena (više obračunskih razdoblja) te uočavanje tendencija promjena s pomoću serije indeksa
- strukturni financijski izvještaji koji omogućavaju uvid u strukturu
- analiza s pomoću pokazatelja
- specijalizirane analize.

¹ Žager K., Mamić Sačar I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 32.

Financijski izvještaji analiziraju se unutar poduzeća, ali i izvan njega i to od dobavljača kapitala, vjerovnika i investitora. Vrsta analize varira s obzirom na posebne interese onoga koji je provodi. Dobavljače (koji potražuju novac za isporučenu robu i usluge) prvenstveno zanima likvidnost poduzeća. Njihova su potraživanja kratkoročna, a sposobnost poduzeća da brzo isplati potraživanja najbolje se ocjenjuje analizom likvidnosti poduzeća. S druge strane, potraživanja imatelja obveznica su dugoročna. Stoga su imatelji obveznica više zainteresirani za sposobnost poduzeća da iz novčanog toka podmiruje dug tijekom duljeg razdoblja. Tu sposobnost oni mogu procijeniti analiziranjem strukture kapitala poduzeća, glavnih izvora i upotrebe sredstava, te predviđanjem profitabilnosti poduzeća tijekom vremena.

Investitori u redovne dionice poduzeća prvenstveno su zainteresirani za sadašnje i buduće zarade te ih zanima prate li zarade smjer trenda. Zbog toga se investitori usredotočuju na analizu profitabilnosti poduzeća. Njih zanima i financijsko stanje poduzeća, ali u onoj mjeri u kojoj utječe na sposobnost plaćanja dividende i izbjegavanja stečaja.

Menadžment poduzeća koristi financijsku analizu u svrhu interne kontrole te osiguravanja financijskog stanja i uspješnosti poduzeća koju traže dobavljači kapitala. Sa stajališta interne kontrole, menadžment mora provoditi financijsku analizu kako bi mogao učinkovito planirati i kontrolirati. Da bi mogao planirati budućnost, financijski menadžer mora procijeniti sadašnji financijski položaj poduzeća i ocijeniti mogućnosti u odnosu na sadašnje stanje. Glede interne kontrole, financijski je menadžer posebno zainteresiran za prinos na ulaganje koji ostvaruje različita imovina poduzeća te za efikasnost upravljanja imovinom. Konačno, da bi mogao učinkovito pregovarati za vanjska sredstva, financijski menadžer mora biti upoznat sa svim aspektima financijske analize koje koriste vanjski dobavljači kapitala kad procjenjuju poduzeće.²

Analiza financijskog izvještaja dio je šireg informacijskoga procesnog sustava na kojemu se mogu temeljiti promišljene odluke. U financijskoj analizi moguće je i potrebno koristiti se kompjuterskim programima. Za analize koje se ponavljaju, takav program dopušta lake promjene pretpostavki i simulacije. Zapravo, financijski izvještaji su idealni za primjenu tih moćnih programa i financijski analitičari i poduzeća u razvijenim zemljama njima se vrlo često koriste. U nas ih uglavnom primjenjuju banke.³

² Van Home J.C., Wachowicz, Jr.J.M. (2014): Osnove financijskog menadžmenta, Zagreb: Mate, str. 128.

³ Vukičević M. (2006): Financije poduzeća, Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga, str. 69.-70.

2.1. Vrste financijskih izvještaja

Cilj financijskog izvještavanja jest informiranje zainteresiranih korisnika o financijskom položaju poduzeća i o uspješnosti poslovanja. Informirati korisnike znači predočiti im sve relevantne i istodobno pouzdane informacije u obliku i sadržaju prepoznatljivom i razumljivom osobama kojima su namijenjene. Te su informacije sadržane u nizu financijskih izvještaja od kojih temeljne čine:⁴

- bilanca (izvještaj o financijskom položaju)
- račun dobiti i gubitka (izvještaj o uspješnosti poslovanja)
- izvještaj o promjenama vlasničke glavnice
- izvještaj o novčanom tijeku
- bilješke uz financijske izvještaje.

Poduzetnik je dužan zajedno s godišnjim financijskim izvještajima izraditi izvješće posloводства za koje je potrebno provesti reviziju usklađenosti s financijskim izvješćima sastavljenima za isto izvještajno razdoblje i zakonskim odredbama, ako je propisana obvezna revizija financijskih izvještaja. Izvješće mora sadržavati istinit i fer prikaz razvoja i rezultata poslovanja poduzetnika i njegova položaja, zajedno s opisom glavnih rizika i neizvjesnosti s kojima se poslovanje suočava. Prikaz mora biti uravnotežena i sveobuhvatna analiza razvoja i rezultata poslovanja poduzetnika i njegova položaja te mora biti u skladu s veličinom i kompleksnošću poslovanja. Ako je potrebno za razumijevanje razvoja, rezultata poslovanja i njegova položaja, analiza mora uključivati financijske pokazatelje, te ako je to primjereno, relevantne nefinancijske pokazatelje za određeno poslovanje koji obuhvaćaju i informacije o zaštiti okoliša i radnicima. Ako je primjereno, izvješće posloводства će upućivati i dodatno objašnjavati iznose iskazane u godišnjim financijskim izvještajima.

Godišnje izvješće mora sadržavati sljedeće:⁵

1. financijske izvještaje za izvještajno razdoblje, uključujući revizorsko izvješće ako je propisana obvezna revizija godišnjih financijskih izvještaja
2. izjavu o primjeni kodeksa korporativnog upravljanja, ako su je dužni sastavljati prema odredbama ovoga Zakona

⁴ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 52.

⁵ Narodne novine (2015). Zakon o računovodstvu (NN 78/2015), članak 21. Preuzeto s https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_07_78_1493.html, pristupljeno 05.03.2018.

3. izvještaj o plaćanjima javnom sektoru, ako su ga dužni sastavljati prema odredbama ovoga Zakona

4. izvješće posloводства s podacima koji se odnose na prikaz:

a) vjerojatnog budućeg razvoja poduzetnikova poslovanja

b) aktivnosti istraživanja i razvoja

c) podataka o otkupu vlastitih dionica sukladno propisu kojim se uređuju trgovačka društva

d) podataka o postojećim podružnicama poduzetnika

e) koje financijske instrumente koristi, ako je to značajno za procjenu imovine, obveza, financijskog položaja i uspješnosti poslovanja:

– ciljeva i politike poduzetnika u vezi s upravljanjem financijskim rizicima, zajedno s politikom zaštite svake značajnije vrste prognozirane transakcije za koju se koristi računovodstvo zaštite

– izloženosti poduzetnika cjenovnom riziku, kreditnom riziku, riziku likvidnosti i riziku novčanog tijeka.

2.1.1. Bilanca

Bilanca (eng. Balance Sheet) predstavlja računovodstveni prikaz stanja i strukture imovine i njezinih izvora promatranog subjekta u određenom trenutku (na određeni dan) izražen u financijskim terminima. Imovina promatranog subjekta računovodstvenim se jezikom naziva aktiva (eng. Assets). Izvori imovine nazivaju se pasiva i sastoje se od obveza (eng. Liabilities) i vlastitog kapitala (eng. Owners Equity). U svakom trenutku imovina mora biti jednaka njenim izvorima, tj. aktiva mora biti jednaka pasivi. Iz toga proizlazi temeljna računovodstvena jednakost koja se može izraziti sljedećim obrascem: $\text{aktiva} = \text{vlastiti kapital} + \text{obveze}$.⁶

Imovina predstavlja ekonomske resurse kojima se poduzeće koristi u ostvarivanju svoje djelatnosti. Resursi mogu biti različiti (novac, oprema, građevinski objekti, zalihe robe, energija...), no u bilanci se ne prikazuju baš svi resursi, već sam oni koji u skladu s računovodstvenim propisima zadovoljavaju određene uvjete. Prije svega to su sljedeći uvjeti:

- resurs je u vlasništvu poduzeća

⁶ Belak V. (1995), Menadžersko računovodstvo, Zagreb: RriFplus, str. 19.

- ima mjerljivu vrijednost
- od resursa se može očekivati buduća ekonomska korist.⁷

Sukladno potrebama za detaljnijim informacijama, imovina se uobičajeno sistematizira i u izvještaju prikazuje prema određenim kriterijima. Tako se prema pojavnom obliku sistematizira na materijalnu i nematerijalnu imovinu. Materijalna imovina predstavlja sve one oblike koji imaju fizički, materijalni oblik (zgrade, postrojenja, opreme, zalihe), dok nematerijalni oblici imovine nisu fizički opipljivi, ali pridonose ostvarivanju poslovnog zadatka i zadovoljavaju prethodno navedene uvjete koje resurs mora zadovoljavati da bi bio prikazan kao imovina. To su najčešće razna zakonska i ugovorna prava kao što su to patenti, licence, koncesije i sl. Imovina se sistematizira i prema funkciji koju obavlja u poslovnom procesu, odnosno vremenu očekivane transformacije u novčani oblik. Uvažavajući navedeno, imovina se sistematizira u dvije osnovne skupine. To su kratkotrajna (tekuća ili obrtna imovina) i dugotrajna imovina (stalna ili fiksna imovina). Kratkotrajnu imovinu čini onaj dio ukupne imovine za koji se očekuje da će se pretvoriti u novčani oblik u vremenu kraćem od jedne godine, dok je dugotrajna imovina ona imovina koja dulje ostaje vezana u tom obliku i za koju se ne očekuje da će se pretvoriti u novac u tako kratkom roku.⁸

Sva imovina kojom neko poduzeće raspolaže i koju kontrolira ima svoje podrijetlo, svoj put i način pritjecanja u poduzeće, tj. izvore od kojih je pribavljena. Izvori imovine su ustvari različite pravne i fizičke osobe koje svoju imovinu ulažu u neko poduzeće. To su prije svega, vlasnici, druga poduzeća (koja uobičajeno zovemo dobavljači), banke i druge financijske institucije, građani itd.⁹ Za potrebe što realnijeg sagledavanja financijskog položaja, odnosno za potrebe poslovnog odlučivanja, izvore imovine klasificiramo prema određenim kriterijima. Ovisno o tome tko je uložio imovinu u poduzeće, da li vlasnik osobno ili neki drugi privredni subjekt, izvore imovine dijelimo prema vlasništvu na vlastite izvore (kapital ili glavnica) i tuđe izvore (obveze). Prema roku dospijeća razlikujemo kratkoročne izvore (kratkoročne obveze), dugoročne izvore (dugoročne obveze) i trajne izvore (kapital ili glavnica).¹⁰

⁷ Žager K., Mamić Sačar I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 54.

⁸ Isto, str. 55. - 56.

⁹ Isto, str. 58.

¹⁰ Isto, str. 59.

Tablica 1. Skraćeni prikaz bilance

AKTIVA	PASIVA
A. Potraživanja za upisani, a neuplaćeni kapital	A. Kapital i rezerve
B. Dugotrajna imovina	I Temeljni (upisani) kapital
I Nematerijalna imovina	II Kapitalne rezerve
II Materijalna imovina	III Rezerve iz dobiti
III Dugotrajna financijska imovina	IV Revalorizacijske rezerve
IV Potraživanja	V Rezerve fer vrijednosti
V Odgođena porezna imovina	VI Zadržana dobit ili preneseni gubitak
C. Kratkotrajna imovina	VII Dobit ili gubitak tekuće godine
I Zalihe	B. Dugoročna rezerviranja
II Potraživanja	C. Dugoročne obveze
III Kratkotrajna financijska imovina	D. Kratkoročne obveze
IV Novac u banci i blagajni	E. Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja
D. Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi	F. Ukupno - pasiva
E. Ukupno - aktiva	G. Izvanbilančni zapisi
F. Izvanbilančni zapisi	

Izvor: vlastiti rad autora, prema: Prikaz bilance, https://www.porezna-uprava.hr/HR_obrasci/Documents/POREZ%20NA%20DOBIT/POD-BIL.pdf, pristupljeno 07.03.2018.

2.1.2. Račun dobiti i gubitka

Uspješnost poslovanja obično se definira kao sposobnost ostvarivanja određenih ciljeva. Ciljevi poslovanja mogu biti različiti, a to znači da i uspješnost poslovanja ovisi o postavljenim kriterijima i definiranim ciljevima. Najčešći cilj koji se ističe jest profitabilnost poslovanja. Je li to ostvareno i u kojoj mjeri, vidi se iz izvještaja koji se zove račun dobiti i gubitka (ili izvještaj o dobiti). Za razliku od bilance koja prikazuje financijski položaj u određenom vremenskom trenutku, račun dobiti i gubitka prikazuje aktivnosti poduzeća u određenom razdoblju. Osnovni kategorijalni elementi tog izvještaja jesu prihodi, rashodi i njihova razlika dobit ili gubitak. Prema tome, račun dobiti i gubitka moguće je definirati kao

financijski izvještaj koji prikazuje koliko je prihoda i rashoda ostvareno u određenom vremenu te kolika je ostvarena dobit (gubitak).¹¹

Prihod (eng. Revenue) je bruto priljev novca, potraživanja ili drugih nadoknada, koji proizlazi iz tijeka redovitih aktivnosti trgovačkog društva od prodaje robe, pružanja usluga i od korištenja, od strane drugih osoba, resursa društva koji donose kamatu, tantijeme i dividende. Prihod se mjeri potraživanjima od kupaca za isporučenu im robu i obavljene im usluge. Iz prihoda se isključuju svote naplaćene na ime trećih osoba, primjerice određeni porezi. U odnosima zastupanja prihod je svota provizije, a ne bruto priljev novca, potraživanja ili druge nadoknade (MRS br. 18).¹² Redovni prihodi ostvaruju se prodajom proizvoda, odnosno njihovom realizacijom na tržištu. Redovni (poslovni) prihodi mogu nastati i prodajom trgovačke robe ili pružanjem usluga, ovisno o tome koja je priroda poslovanja nekog poslovnog subjekta.¹³ Financijski prihodi također ulaze u skupinu redovnih prihoda, a rezultat su ulaganja viška raspoloživih novčanih sredstava. Višak novca poduzeće može uložiti u dionice, obveznice itd. ili može jednostavno posuditi novac onome kome je potreban.¹⁴ Izvanredni (ostali) prihodi su prihodi koji se ne pojavljuju redovito, pa se stoga ne mogu ni planirati ni predvidjeti.¹⁵

Rashodi (engl. Expenses) su svi troškovi sadržani u prodanim učincima tj. proizvodima i uslugama, kao i troškovi koji terete ukupan prihod u obračunskom razdoblju u kojem su nastali (troškovi razdoblja). U rashode se nadalje ubraja smanjenje sredstava i povećanje obveza radi stvaranja prihoda. Rashodi su dakle sva ulaganja u poslovni proces koja obuhvaćaju potrošnju dobara radi stvaranja učinaka i ostalu potrošnju dobara u poduzeću povezanu s nastankom izdatka. Rashod je negativna komponenta poslovnog uspjeha poduzeća, jer ukazuje na povećanje obveza ili smanjenje imovine i vlasničkog kapitala (može, ali ne mora biti u funkciji stvaranja učinaka).¹⁶ Poslovni rashodi nastaju kao posljedica obavljanja glavne djelatnosti poduzeća. Financijski rashodi ili rashodi financiranja nastaju uglavnom kao posljedica korištenja tuđih novčanih sredstava. U izvanredne (ostale) rashode ubrajaju se rashodi koji ne nastaju redovito u poslovanju.¹⁷

¹¹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 67.

¹² Belak V., op. cit., str. 26.

¹³ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 70.

¹⁴ Isto, str. 71.

¹⁵ Isto, str. 71.

¹⁶ Rashodi, <http://www.poslovni.hr/leksikon/rashodi-1502>, pristupljeno 11.03.2018.

¹⁷ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op. cit., str. 72.

Tablica 2. Skraćeni prikaz računa dobiti i gubitka

Oznaka pozicije	Naziv pozicije
I	Poslovni prihodi
II	Poslovni rashodi
III	Dobit iz poslovnih aktivnosti
IV	Financijski prihodi
V	Financijski rashodi
VI	Dobit iz financijskih aktivnosti
VII	Izvanredni (ostali) prihodi
VIII	Izvanredni (ostali) rashodi
IX	Dobit iz izvanrednih (ostalih) aktivnosti
X	Bruto dobit
XI	Porez na dobit
XII	Neto dobit

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 78, slika 2.15. Račun dobiti i gubitka

2.1.3. Izvještaj o novčanom tijeku

Izvještaj o novčanom tijeku sastavni je dio temeljnih financijskih izvještaja koji pokazuje izvore pribavljanja i način uporabe novca. Kao što je poznato, novac je važna ekonomska kategorija i vrlo važan čimbenik u poslovanju svakog poduzeća. Za novac se kupuju sirovine, strojevi, podmiruju se obveze, za novac se također prodaju gotovi proizvodi, roba i sve se „vrti“ oko novca. Stoga nije ni čudo da vlasnike poduzeća pa i ostale korisnike zanima odakle sve u poduzeće stiže novac i u koje se svrhe troši. Iz tih je razloga potrebno sastavljati izvještaj koji govori o izvorima i uporabi novca i koji omogućuje utvrđivanje viška raspoloživih, odnosno nedostatnih novčanih sredstava. Upravo izvještaj o novčanom tijeku daje takve informacije i u interakciji s ostalim izvještajima daje pravu sliku „zdravstvenog stanja“ poduzeća.¹⁸

Da bi osigurao što kvalitetniju informacijsku podlogu, izvještaj o novčanom tijeku prikazuje se u nekoliko segmenata. Potrebno je doći do informacije koliko je poduzeće sposobno

¹⁸ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 81.

stvarati novac iz redovitih, tj. osnovnih aktivnosti i je li to dovoljno za odvijanje normalnog poslovanja. Zbog toga se primici i izdaci novca razvrstavaju u poslovne, investicijske i financijske aktivnosti.¹⁹

Poslovne aktivnosti jesu glavne aktivnosti poduzeća koje stvaraju prihod i koje u osnovi imaju najznačajniji utjecaj na financijski rezultat poduzeća, dobit ili gubitak. Najčešći primjeri novčanih primitaka i izdataka iz poslovnih aktivnosti jesu novčani primici na osnovi prodaje roba ili pružanje usluga, novčani primici od provizija, naknada ili tantijema, novčani primici od osiguravajućeg društva, novčani izdaci dobavljačima za isporučenu robu ili usluge, novčani izdaci zaposlenima i za račun zaposlenih, novčani izdaci vezani uz porez na dobit, novčani izdaci za premije osiguranja i sl.²⁰

Investicijske (ulagateljske) aktivnosti vezane su uz promjene na dugotrajnoj imovini. Dugotrajnu imovinu čine četiri osnovne podskupine, a to su nematerijalna imovina, materijalna imovina, financijska imovina te potraživanja s rokom dospijeca duljim od jedne godine. Odatle proizlazi da se kao primici i izdaci novca na osnovi investicijskih aktivnosti mogu pojaviti novčani primici od prodaje nekretnina, opreme, postrojenja i druge materijalne i nematerijalne imovine, novčani primici od povrata danih kredita drugima, novčani primici od prodaje dionica, obveznica drugih poduzeća, novčani izdaci za nabavu nekretnina, opreme i druge materijalne i nematerijalne imovine, novčani izdaci na osnovi kredita danih drugima, novčani izdaci za kupovinu dionica ili obveznica drugih subjekata itd.²¹

Financijske aktivnosti jesu i aktivnosti vezane uz financiranje poslovanja. Obuhvaćaju promjene vezane uz iznos, odnosno strukturu obveza i kapitala. Kao najčešće transakcije na osnovi financijskih aktivnosti javljaju se novčani primici od emisije dionica, novčani primici od emisije obveznica i drugih vrijednosnih papira, novčani primici od primljenih kredita, novčani izdaci za otkup vlastitih dionica, novčani izdaci za dividende, kamate i sl., novčani izdaci na osnovi otplate kredita itd.²²

Prilikom izrade izvješća o tijekovima gotovine od operativnih aktivnosti mogu se rabiti sljedeće dvije metode:

- izravna (direktna) metoda, pri čemu se objavljuju glavne skupine bruto gotovinskih

¹⁹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 83.

²⁰ Isto, str. 83.

²¹ Isto, str. 83.-84.

²² Isto, str. 84.

primitaka i bruto gotovinskih izdataka te rezultat u neto iznosu,

- neizravna (indirektna) metoda, kod koje se kalkiliraju neto gotovinski tijekovi iz operativnih aktivnosti na način da se dobitak usklađuje za učinke transakcija nenovčane prirode, za bilo koja razgraničenja ili iskazivanja nastalih događaja proteklih ili budućih operativnih gotovinskih primitaka ili izdataka, te za pozicije prihoda i rashoda koji su vezani za ulaganje u financiranje tijeka gotovine.²³

Tablica 3. Skraćeni prikaz izvještaja o novčanom tijeku (direktna metoda)

IZVJEŠTAJ O NOVČANOM TIJEKU za razdoblje 1.1.-31.12.20x1.	
A. POSLOVNE AKTIVNOSTI	
1. Primici iz poslovnih aktivnosti	1.000
2. Izdaci iz poslovnih aktivnosti	(700)
3. Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti	300
B. INVESTICIJSKE AKTIVNOSTI	
1. Primici iz investicijskih aktivnosti	200
2. Izdaci iz investicijskih aktivnosti	(350)
3. Neto novčani tok iz investicijskih aktivnosti	(150)
C. FINANCIJSKE AKTIVNOSTI	
1. Primici iz financijskih aktivnosti	500
2. Izdaci iz financijskih aktivnosti	(400)
3. Neto novčani tok iz financijskih aktivnosti	100
D. UKUPNO NETO NOVČANI TOK (A+B+C)	250
E. NOVAC NA POČETKU RAZDOBLJA	50
F. NOVAC NA KRAJU RAZDOBLJA	300

Izvor: Žager K., Mamić Sačec I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 86, slika 2.19. Izvještaj o novčanom toku (direktna metoda)

²³ Belak V., op. cit., str. 104.

2.1.4. Izvještaj o promjenama vlasničke glavnice

Izvještaj o promjenama vlasničke glavnice čini sastavni dio temeljnih financijskih izvještaja. Treba pokazati promjene koje su se na glavnici (kapitalu) dogodile između dva obračunska razdoblja. Prema MRS-u 1 u ovom se izvještaju posebno moraju iskazati sljedeće pozicije:

- dobit ili gubitak razdoblja
- sve stavke prihoda ili rashoda, dobitaka ili gubitaka koje prema zahtjevima drugih standarda treba direktno priznati u kapital te njihov ukupni iznos
- učinak promjena računovodstvenih politika i ispravke temeljnih pogrešaka
- dodatna ulaganja vlasnika i visina izglasanih dividendi
- iznos zadržane dobiti (ili gubitka) na početku i na kraju razdoblja te promjene unutar toga razdoblja
- usklađenja (promjene) svake druge pozicije kapitala, kao npr. premije na dionice i rezerve na početku i na kraju razdoblja uz posebno, pojedinačno prikazivanje takvih promjena.²⁴

2.1.5. Bilješke uz financijske izvještaje

U bilješkama se:

- prezentiraju informacije o osnovi za sastavljanje financijskih izvještaja i određenim računovodstvenim politikama
- objavljuju informacije koje nalažu MSFI-jevi, a koje nisu prikazane drugdje u financijskim izvještajima
- pružaju dodatne informacije koje nisu prezentirane drugdje u financijskim izvještajima, ali su važne za razumijevanje bilo kojeg sastavnog dijela financijskih izvještaja.

Subjekt je dužan bilješke prezentirati sustavno sve dok je to izvedivo. Subjekt je dužan svaku stavku u izvještaju o financijskom položaju i izvještaju o sveobuhvatnoj dobiti, računu dobiti i gubitka (ako je prezentiran) te izvještaju o promjenama kapitala i izvještaju o novčanim tokovima oznakom, povezati sa svakom informacijom u bilješkama koja se na nju odnosi.²⁵

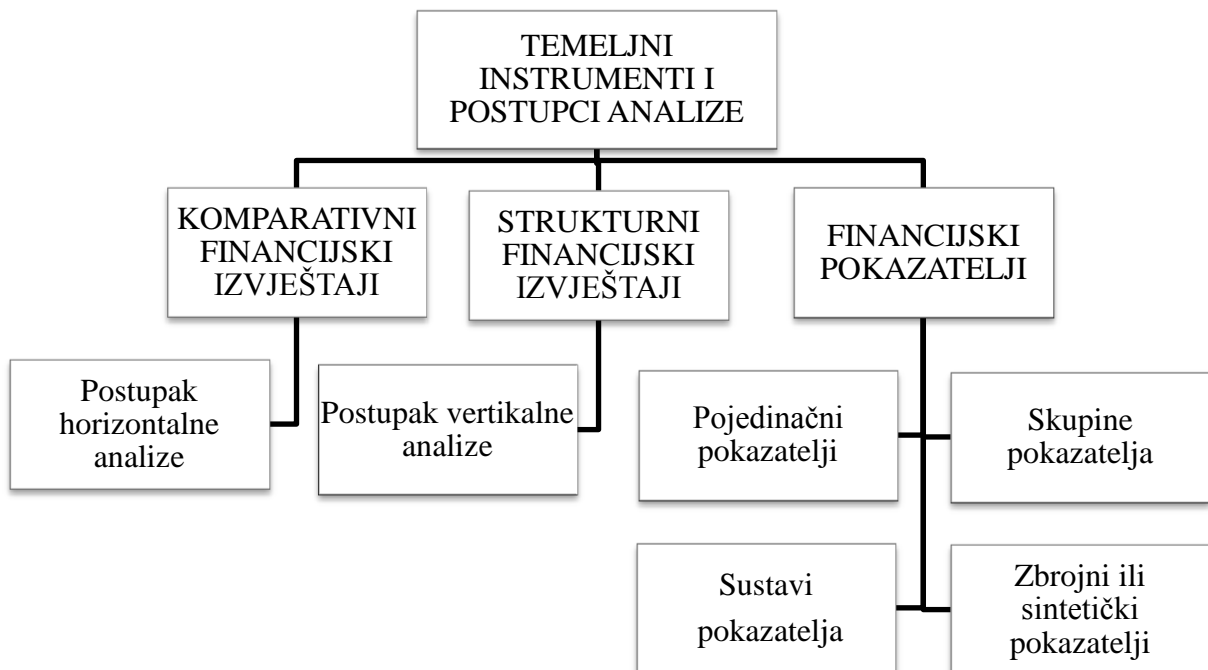
²⁴ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 87.

²⁵ Bilješke uz financijske izvještaje, <http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/21/46/100/Odluka.pdf>, pristupljeno 14.03.2018.

3. TEMELJNI INSTRUMENTI I POSTUPCI ANALIZE FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

U procesu analize financijskih izvještaja moguće se koristiti čitavim nizom različitih postupaka, koji su prije svega utemeljeni u raščlanjivanju i uspoređivanju, kao što prikazuje grafikon 1.

Grafikon 1. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja



Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 224, slika 5.1. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja

3.1. Komparativni financijski izvještaji (horizontalna analiza)

Analiza financijskih izvještaja koja omogućava uspoređivanje podataka kroz dulje vremensko razdoblje da bi se otkrile tendencije i dinamika promjena pojedinih bilančnih pozicija (financijskih podataka) uobičajeno se naziva horizontalna analiza. Uobičajena analitička

sredstva i postupci koji se koriste u horizontalnoj financijskoj analizi su komparativni financijski izvještaji i sagledavanje tendencija promjena pomoću serije baznih indeksa.²⁶ Za izračunavanje promjena u pozicijama financijskih izvješća i njihovo uspoređivanje može se odabrati bazna godina, a ostale godine se onda uspoređuju s njom na temelju izračuna baznih indeksa. Pored toga, mogu se koristiti i usporedbe svake godine s prethodnom godinom na temelju izračuna lančanih (verižnih) indeksa. U nekim izvješćima pojavljuju se obje tehnike uspoređivanja istodobno.²⁷

3.2. Strukturni financijski izvještaji (vertikalna analiza)

Pod vertikalnom analizom podrazumijeva se najčešće uspoređivanje financijskih podataka (pozicija financijskih izvještaja) u jednoj godini. Za to je potrebna podloga koja omogućuju uvid u strukturu bilance i izvještaja o dobiti. Uobičajeno se kod bilance aktiva i pasiva izjednačavaju sa 100, što znači da se pojedine pozicije bilance izračunavaju kao postotak od ukupne aktive ili pasive. Kod izvještaja o dobiti uobičajeno se neto prodaja izjednačava sa 100, što znači da se pojedine pozicije izvještaja o dobiti izračunavaju kao postotak od neto prodaje.²⁸

U kontekstu vertikalne financijske analize važno je napomenuti da su strukturni financijski izvještaji koji se temelje na bilanci, u osnovi, usmjereni na dva važna aspekta:

- razmatranje izvora imovine poduzeća koji mogu biti kratkoročne obveze, dugoročne obveze i vlastiti izvori (vlasnička glavnica)
- razmatranje strukture imovine koja se prije svega odnosi na odnos kratkotrajne i dugotrajne imovine koji je prije svega determiniran djelatnošću koje poduzeće obavlja.²⁹

3.3. Financijski pokazatelji

Pokazatelj je racionalni ili odnosni broj, što podrazumijeva da se jedna ekonomska veličina stavlja u odnos (dijeli) s drugom ekonomskom veličinom. S obzirom na vremensku dimenziju financijski se pokazatelji mogu podijeliti na dvije skupine. Jedna skupina financijskih

²⁶ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op. cit., str. 228.

²⁷ Belak V., op. cit., str. 93.

²⁸ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op. cit., str. 230.

²⁹ Isto, str. 231.

pokazatelja obuhvaća razmatranje poslovanja poduzeća unutar određenog vremenskog razdoblja (najčešće je to godina dana) i temelji se na podacima iz izvještaja o dobiti (računa dobiti i gubitka), a druga se skupina financijskih pokazatelja odnosi na točno određeni trenutak koji se podudara s trenutkom sastavljanja bilance i govori o financijskom položaju poduzeća u tom trenutku.³⁰

Razlikujemo nekoliko skupina financijskih pokazatelja:

1. pokazatelji likvidnosti (eng. liquidity ratios) – mjere sposobnost poduzeća da podmiri svoje kratkoročne obveze
2. pokazatelji zaduženosti (eng. leverage ratios) – mjere koliko se poduzeće financira iz tuđih izvora sredstava
3. pokazatelji aktivnosti (eng. activity ratios) – mjere kako efikasno poduzeće upotrebljava svoje resurse
4. pokazatelji ekonomičnosti – mjere odnos prihoda i rashoda, tj. pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda
5. pokazatelji profitabilnosti (eng. profitability ratios) – mjere povrat uloženog kapitala, što se smatra najvišom upravljačkom djelotvornošću
6. pokazatelji investiranja (eng. investment ratios) – mjere uspješnost ulaganja u obične dionice.³¹

Pokazatelji likvidnosti i zaduženosti mogu se smatrati pokazateljima sigurnosti poslovanja, tj. pokazateljima koji opisuju financijski položaj poduzeća. Pokazatelji ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja zapravo su pokazatelji uspješnosti (efikasnosti) poslovanja. Suprotno tome, pokazatelji aktivnosti mogu se smatrati i pokazateljima sigurnosti i pokazateljima uspješnosti.³²

3.3.1. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti (eng. „liquidity ratios“) mjere sposobnost poduzeća u kontekstu sposobnosti podmirenja dospjelih kratkoročnih obveza.³³ Za mjere likvidnosti prvenstveno su zainteresirani menadžeri tvrtke kako bi u svakom trenutku bili sigurni da će udovoljiti

³⁰ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 243.

³¹ Isto, str. 243. – 244.

³² Isto, str. 244.

³³ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 248.

kratkoročnim obvezama. Redovito podmirenje tekućih obveza je važno radi toga da ne bi došlo do zastoja u redovitim isporukama ključnih proizvodnih i poslovnih resursa od dobavljača te do neugodnih blokada novčanog računa u ključnim trenucima za poslovanje. Pored toga, za mjere likvidnosti zainteresirani su i potencijalni kratkoročni kreditori bilo da se radi o robi ili novcu koji su potrebni u tekućem poslovanju.³⁴ Problematika likvidnosti ne može se opisati i razumjeti na temelju nekoliko relevantnih odnosa, već treba razmotriti čitav niz čimbenika koji utječu na likvidnost poduzeća i potrebnu veličinu koeficijenta kojima se mjeri likvidnost. U kontekstu čimbenika koji utječu na likvidnost, prije svega treba istaknuti:

- vrstu djelatnosti (nije svejedno bavi li se poduzeće proizvodnjom kruha ili proizvodnjom brodova ili se možda radi o trgovini tehničkom robom)
- strukturu imovine (misli se prije svega na strukturu kratkotrajne imovine, a zatim i na strukturu ukupne aktive)
- strukturu obveza (misli se prije svega na strukturu kratkoročnih obveza, a zatim na strukturu ukupnih obveza te na strukturu ukupne pasive)
- aktivnost poduzeća mjerena koeficijentom obrta i trajanjem obrta (u tom kontekstu zasigurno je najznaniji koeficijent obrta ukupne imovine iako se u našim uvjetima najviše pažnje posvećuje trajanju naplate potraživanja).³⁵

Najčešći eksplicirani pokazatelji likvidnosti su koeficijent trenutne likvidnosti, koeficijent ubrzane likvidnosti (eng. „quick ratio“ ili „acid test“), koeficijent tekuće likvidnosti (eng. „current ratio“) i koeficijent financijske stabilnosti. Svi navedeni pokazatelji računaju se na temelju podataka iz bilance.³⁶

Tablica 4. Pokazatelji likvidnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
koeficijent trenutne likvidnosti	novac	kratkoročne obveze
koeficijent ubrzane likvidnosti	novac + potraživanja	kratkoročne obveze
koeficijent tekuće likvidnosti	kratkotrajna imovina	kratkoročne obveze
koeficijent financijske stabilnosti	dugotrajna imovina	kapital + dugoročne obveze

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 248, tablica 5.13. Pokazatelji likvidnosti

³⁴ Belak V., op. cit., str. 72.

³⁵ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 249. – 250.

³⁶ Isto, str. 248.

Koeficijent trenutne likvidnosti ukazuje na sposobnost poduzeća za trenutačno podmirenje obveza. Prema tome, logično je da je u brojniku ovog pokazatelja novac. Ovaj pokazatelj korisnika informacije o likvidnosti lako može dovesti u zabludu. Primjerice, ako je na dan utvrđivanja koeficijenta trenutne likvidnosti na žiro račun stigla značajna uplata, taj koeficijent može biti relativno visok i korisnik može zaključiti kako poduzeće nema problema s likvidnošću, što ne mora biti tako.³⁷

Nešto bolja mjera likvidnosti je koeficijent ubrzane likvidnosti (eng. quick ratio). Uobičajeno se ističe kako bi njegova vrijednost trebala biti 1 ili veća od 1, što znači da bi poduzeće koje želi održavati normalnu likvidnost moralo imati brzo unovčive imovine minimalno toliko koliko ima kratkoročnih obveza.³⁸

Koeficijent tekuće likvidnosti (eng. current ratio) u pravilu bi trebao biti veći od 2. Drukčije rečeno, ako poduzeće želi održavati tekuću likvidnost na normalnoj razini i izbjeći situaciju nepravodobnog plaćanja obveza, tada na raspolaganju mora imati u pravilu minimalno dvostruko više kratkotrajne imovine nego što ima kratkoročnih obveza. To je važno zato što postoje rizici unovčavanja kratkotrajne imovine. Prema tome, da bi se održala normalna likvidnost poduzeća, dio kratkotrajne imovine mora biti financiran iz kvalitetnih dugoročnih izvora. Taj dio kvalitetnih dugoročnih izvora naziva se radni kapital (eng. working capital) i utvrđuje se kao razlika kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza.³⁹

Koeficijent financijske stabilnosti predstavlja omjer dugotrajne imovine i kapitala uvećanog za dugoročne obveze. Ovaj pokazatelj, po definiciji, mora biti manji od 1 jer poduzeće dio svoje kratkotrajne imovine mora financirati iz kvalitetnih dugoročnih izvora, tj. iz radnog kapitala. Što je vrijednost ovog pokazatelja manja, to je likvidnost i financijska stabilnost veća, tj. povećava se učešće radnog kapitala.⁴⁰

³⁷ Isto, str. 248.

³⁸ Isto, str. 248.-249.

³⁹ Isto, str. 249.

⁴⁰ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 250.

3.3.2. Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelj zaduženosti koristi se za utvrđivanje sposobnosti poduzeća da udovoljava njegovim dugoročnih obvezama. Jedno od najvažnijih pitanja za uspjeh u poslovanju jest odnos vlastite i tuđe imovine, odnosno pokazatelj zaduženosti poduzeća.⁴¹

Tablica 5. Pokazatelji zaduženosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
koeficijent zaduženosti	ukupne obveze	ukupna imovina
koeficijent vlastitog financiranja	glavnica	ukupna imovina
koeficijent financiranja	ukupne obveze	glavnica
pokriće troškova kamata	dobit prije poreza i kamata	kamate
faktor zaduženosti	ukupne obveze	zadržana dobit + amortizacija
stupanj pokrića I	glavnica	dugotrajna imovina
stupanj pokrića II	glavnica + dugoročne obveze	dugotrajna imovina

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 251, tablica 5.14. Pokazatelji zaduženosti

Najčešći pokazatelji zaduženosti poduzeća su koeficijent zaduženosti (eng. debt ratio), koeficijent vlastitog financiranja i koeficijent financiranja. Sva tri pokazatelja formirana su na temelju bilance i zbog toga se često ističe da oni odražavaju statičku zaduženost. U suštini ti su pokazatelji odraz strukture pasive i govore koliko je imovine financirano iz vlastitog kapitala (glavnice) te koliko je imovine financirano iz tuđeg kapitala (obveza). Isto tako, pomoću tih pokazatelja moguće je utvrditi odnos tuđeg kapitala (obveze) i vlastitog kapitala (glavnica).⁴²

Pokriće troškova kamata (eng. „times interest earned“) i faktor zaduženosti ukazuju na dinamičku zaduženost jer dug razmatraju s aspekta mogućnosti njegova podmirenja. Utvrđuju se na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka (izvještaja o dobiti) i bilance. Pri utvrđivanju pokrića troškova kamata razmatra se koliko su puta kamate pokrivenne ostvarenim iznosom

⁴¹ Klačmer Čalopa M., Cingula M. (2012): Financijske institucije i tržište kapitala, Varaždin: TIVA, str. 209.

⁴² Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 250.

bruto dobiti. Ako je to pokriće veće, zaduženost je manja i obrnuto. Nasuprot tome, kod faktora zaduženosti manji faktor zaduženosti znači manju zaduženost. Naime, on pokazuje koliko je godina potrebno da se iz ostvarene zadržane dobiti uvećane za amortizaciju podmire ukupne obveze. U ovom slučaju treba naglasiti da se radi o indikatoru zaduženosti jer je poznato da se iz zadržane dobiti i amortizacije (obračunske kategorije) ne mogu podmirivati obveze.⁴³

Stupnjevi pokrića I i II računaju se na temelju podataka iz bilance. Kod njih se razmatra pokriće dugotrajne imovine glavnicom, tj. glavnicom uvećanom za dugoročne obveze. Kod stupnja pokrića II može se istaknuti da njegova vrijednost uvijek mora biti veća od 1 jer je poznato da dio dugoročnih izvora, zbog održavanja likvidnosti, mora biti iskorišten za financiranje kratkotrajne imovine. Zbog toga je pokazatelje stupnja pokrića istodobno moguće razmatrati i kao pokazatelje likvidnosti.⁴⁴

U ocjenjivanju financijskog rizika poduzeća, financijski bi analitičar prvo trebao izračunati omjere zaduženosti, kao grubu mjeru financijskog rizika. Ovisno o planu otplate duga i prosječnoj kamatnoj stopi, omjeri pokrića mogu i ne moraju davati točnu sliku sposobnosti poduzeća za podmirenje svojih financijskih obveza. Stoga omjere zaduženosti upotpunjujemo omjerima pokrića. Osim toga, glavnica i kamata zapravo se ne isplaćuju iz dobiti, već iz gotovine. Stoga je potrebno analizirati sposobnost poduzeća da iz novčanog toka podmiruje dugove (te druge financijske troškove).⁴⁵

3.3.3. Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti poznati su pod nazivom koeficijenti obrta koji se računaju na temelju odnosa prometa i prosječnog stanja. Oni ukazuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovnom procesu. Osim toga, ako je poznat koeficijent obrta, tada je moguće izračunati i prosječne dane vezivanja sredstava, tj. prosječno trajanje obrta. Najčešće se koeficijent obrta izračunava za ukupnu imovinu, kratkotrajnu imovinu i potraživanja. Na temelju koeficijenta obrtaja potraživanja moguće je utvrditi i prosječno trajanje naplate potraživanja. Svi navedeni

⁴³ Isto, str. 250. – 251.

⁴⁴ Isto, str. 251.

⁴⁵ Van Home J.C., Wachowicz, Jr.J.M., op. cit., str. 142.

pokazatelji utvrđuju se na temelju podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka.⁴⁶ Pritom je važno naglasiti da je i s aspekta sigurnosti i s aspekta uspješnosti bolje da je koeficijent obrta što veći broj, tj. da je vrijeme vezivanja ukupne i pojedinih vrsta imovine što kraće.⁴⁷

Iako se predugo prosječno razdoblje naplate smatra lošim, ni vrlo kratko prosječno razdoblje naplate ne mora nužno biti dobro. Vrlo kratko prosječno razdoblje naplate može biti pokazatelj vrlo restriktivne politike kreditiranja. To malo potraživanja u knjigama možda je prvorazredno, no prihod od prodaje možda je bez razloga limitiran – a dobit manja nego što bi mogla biti – sve zbog restriktivnog odobravanja kredita kupcima. U toj situaciji mogli bi se u određenoj mjeri sniziti standardi koji se koriste kod odobravanja trgovačkih kredita.⁴⁸

Tablica 6. Pokazatelji aktivnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
koeficijent obrta ukupne imovine	ukupni prihod	ukupna imovina
koeficijent obrta kratkotrajne imovine	ukupni prihod	kratkotrajna imovina
koeficijent obrta potraživanja	prihodi od prodaje	potraživanja
trajanje naplate potraživanja u danima	broj dana u godini (365)	koeficijent obrta potraživanja

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 252., tablica 5.15. Pokazatelji aktivnosti

3.3.4. Pokazatelji ekonomičnosti

Pokazatelji ekonomičnosti mjere odnos prihoda i rashoda i pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda. Iz toga proizlazi da se ovi pokazatelji računaju na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka (izvještaja o dobiti).⁴⁹ Pod ekonomičnošću se podrazumijeva stupanj štedljivosti u ostvarivanju učinaka, a izražava se odnosom ostvarenih učinaka i utrošenih elemenata radnog procesa ili stavljanjem u odnos *outputa* i *inputa*. Pokazatelji ekonomičnosti izražavaju se kroz odnos između ostvarenih učinaka i količine rada, predmeta rada, sredstava

⁴⁶ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 251.

⁴⁷ Isto, str. 252.

⁴⁸ Van Home J.C., Wachowicz, Jr.J.M., op. cit., str. 143.

⁴⁹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 252.

za rad i tuđih usluga potrebnih za njihovo ostvarenje. Ovisno o količini koeficijenta koji se računskim putem dobiju, poslovanje može biti ekonomično, neekonomično ili na granici ekonomičnosti i to:

- ako su ostvareni prihodi veći od rashoda, tada je koeficijent veći od 1 ($E > 1$ = poslovanje ekonomično)
- ako su ostvareni rashodi veći od prihoda, tada je koeficijent manji od 1 ($E < 1$ = poslovanje neekonomično)
- ako su ostvareni prihodi jednaki rashodima, tada je koeficijent ($E = 1$ = poslovanje ekonomično).⁵⁰

Tablica 7. Pokazatelji ekonomičnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
ekonomičnost ukupnog poslovanja	ukupni prihodi	ukupni rashodi
ekonomičnost poslovanja (prodaje)	prihodi od prodaje	rashodi prodaje
ekonomičnost financiranja	financijski prihodi	financijski rashodi
ekonomičnost izvanrednih aktivnosti	izvanredni prihodi	izvanredni rashodi

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 252., tablica 5.16. Pokazatelji ekonomičnosti

Odnos ukupnih prihoda i ukupnih rashoda rezultira pokazateljem ukupne ekonomičnosti ili ekonomičnošću ukupnog poslovanja. Za kompleksnije sagledavanje poslovanja, osim ovog pokazatelja ekonomičnosti, potrebno je računati i druge, tzv. parcijalne pokazatelje ekonomičnosti. Na taj je način moguće sagledati utjecaj parcijalnih ekonomičnosti na ukupnu ekonomičnost poslovanja. Podrazumijeva se da je bolje da koeficijent ekonomičnosti bude što veći broj.⁵¹

3.3.5. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti mjere uspjeh ostvarivanja zarade poduzeća. Profitabilnost uvijek pokazuje odnos dobiti i uloženog kapitala ili odnos dobiti spram ukupno ostvarenih prihoda.⁵²

⁵⁰ Pokazatelji ekonomičnosti, <https://hrcak.srce.hr/file/10428>, pristupljeno 18.03.2018.

⁵¹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 252.

⁵² Klačmer Čalopa M. i Cingula M., op. cit., str. 212.

Pokazatelj rentabilnosti (profitabilnosti) (engl. profitability ratios) općenito odražavaju stupanj korištenja postojećih potencijala uspjeha i mjere se na temelju odnosa povrata ili rente s jedne strane i uloga s druge strane. Iz opće definicije rentabilnosti slijedi kako se i povrat i ulog mogu izražavati na različite načine, tako da se mogu formirati i različiti pokazatelji rentabilnosti poslovanja. Pridoda li se tomu još i činjenica kako se povrat ili rezultat ulaganja sve češće izražava novčanim tijekom (engl. *cash flow*), dolazi se do brojnih mogućnosti kod oblikovanja pokazatelja rentabilnosti. Svaki pojedini oblik pokazatelja rentabilnosti ima svoje opravdanje i svoj sadržaj; važno je trajno opredjeljenje za neki oblik jer se time omogućuje usporedba u vremenu.⁵³

Tablica 8. Pokazatelji profitabilnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
neto marža profita	neto dobit + kamate	ukupni prihod
bruto marža profita	dobit prije poreza + kamate	ukupni prihod
neto rentabilnost imovine (ROA)	neto dobit + kamate	ukupna imovina
bruto rentabilnost imovine	dobit prije poreza + kamate	ukupna imovina
rentabilnost vlastitog kapitala (ROE)	neto dobit	vlastiti kapital (glavnica)

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 253., tablica 5.17. Pokazatelji profitabilnosti

Marža profita izračunava se na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka (izvještaja o dobiti). Razlikuje se neto od bruto marže profita. Razlika je u obuhvatu poreza u brojniku pokazatelja. Ako se usporede ova dva pokazatelja, tada usporedba govori o tome koliko relativno u odnosu na ostvareni ukupni prihod iznosi porezno opterećenje. Ako se marža profita pomnoži koeficijentom obrta ukupne imovine, kao rezultat će se dobiti pokazatelj rentabilnosti imovine (neto ili bruto). To znači da se rentabilnost može povećati povećanjem koeficijenta obrta i/ili povećanjem profitne marže.⁵⁴

⁵³ Pokazatelji profitabilnosti, <http://www.poslovni.hr/leksikon/pokazatelj-rentabilnosti-profitabilnosti-1484>, pristupljeno 18.03.2018.

⁵⁴ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 253.

Pokazatelji rentabilnosti računaju se na temelju podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka (izvještaja o dobiti). Pri utvrđivanju rentabilnosti imovine razlikuje se neto i bruto rentabilnost. I ovdje je, kao kod marže profita, razlika u obuhvatu poreza u brojniku pokazatelja. Prema tome, razlika između ova dva pokazatelja ukazuje na relativno porezno opterećenje u odnosu na ukupnu imovinu. Osim ovih pokazatelja, u kontekstu pokazatelja profitabilnosti, uobičajeno se računa i rentabilnost vlastitog kapitala (glavnice), koja je zapravo najznačajnija. Na temelju usporedbe rentabilnosti vlastitoga kapitala i rentabilnosti ukupne imovine te kamatne stope koja odražava cijenu korištenja tuđeg kapitala moguće je doći do važnih zaključaka o stupnju korištenja financijske poluge.⁵⁵

3.3.6. Pokazatelji investiranja

S pomoću pokazatelja investiranja (engl. investibility ratios) mjeri se uspješnost ulaganja u dionice poduzeća. Iako se u pravilu eksplicitno ne naglašava, podrazumijeva se da se radi o običnim dionicama. Osim podataka iz financijskih izvještaja za izračunavanje ovih pokazatelja potrebni su i podaci o dionicama, posebice o broju dionica i njihovoj tržišnoj vrijednosti.⁵⁶

Tablica 9. Pokazatelji investiranja

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Knjigovodstvena vrijednost (BV)	vlastiti kapital	ukupan broj dionica
Tržišna kapitalizacija	(* umnožak) tržišna cijena dionice	ukupan broj dionica
Neto dobit po dionici (EPS)	neto dobit	ukupan broj dionica
Ukupna dividenda	(* umnožak) dividenda po dionici	ukupan broj dionica
Udio dividende u dobiti	ukupna dividenda	neto dobit
Udio dividende u cijeni	dividenda po dionici	tržišna cijena dionice
Prinos od dividendi	ukupna dividenda	tržišna cijena dionice
Pokriće dividendi zaradom	EBIT	ukupna dividenda

⁵⁵ Isto, str. 253.

⁵⁶ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 254.

Omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti (P/BV omjer)	tržišna cijena dionice	knjigovodstvena vrijednost dionice
P/E omjer	tržišna cijena dionice	EPS

Izvor: vlastiti rad autora prema: Klačmer Čalopa M. i Cingula M. (2012): Financijske institucije i tržište kapitala, Varaždin: TIVA, str. 220., tablica 5 – 4. Pokazatelji fundamentalne analize

Knjigovodstvena vrijednost po dionici predstavlja iznos kojega bi dioničari eventualno primili po jednoj dionici, ukoliko bi došlo do stečaja i likvidacije društva. Vrijednost tržišne kapitalizacije investitoru daje do znanja kolika je ukupna percipirana tržišna vrijednost poduzeća u promatranome trenutku. Neto dobit po dionici prikazuje visinu zarade poduzeća po jednoj dionici istoga, pokazatelj su profitne efikasnosti običnih dionica poduzeća. Prinos od dividendi kazuje koliko će sredstava poduzeće isplati investitoru u obliku dividendi u odnosu na tržišnu cijenu dionice poduzeća. Dakle govori o tome koliko investitor u prosjeku zarađuje dividende po svakoj kuni uloženoj u dionice poduzeća. Pokriće dividendi zaradom je pokazatelj koji kazuje koliko bi puta poduzeće moglo isplatiti dividende iz svoje dobiti. Omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti je pokazatelj koji se izračunava dijeljenjem posljednje tržišne cijene dionice s posljednjom izračunatom knjigovodstvenom vrijednošću dionice. Niski omjeri P/B ukazuju na podcijenjenost dionice, dok karakteristične visoke omjere P/B imaju poduzeća koja posjeduju značajan intelektualni kapital (posebice specifična znanja, procese i tehnologije).⁵⁷

3.4. Sustav pokazatelja

Pod sustavom ili sistemom pokazatelja podrazumijeva se izbor odgovarajućih pokazatelja, odgovarajući način njihovog povezivanja ili odgovarajuća zavisnost i sveukupna zavisnost pojedinih pokazatelja i njihovog povezivanja s ciljem. Sustavi pokazatelja u osnovi se mogu podijeliti u dvije skupine i to na deduktivne i induktivne sustave pokazatelja. Najpoznatiji sustav je Du Pont i on pripada u grupu deduktivnih sustava pokazatelja.⁵⁸

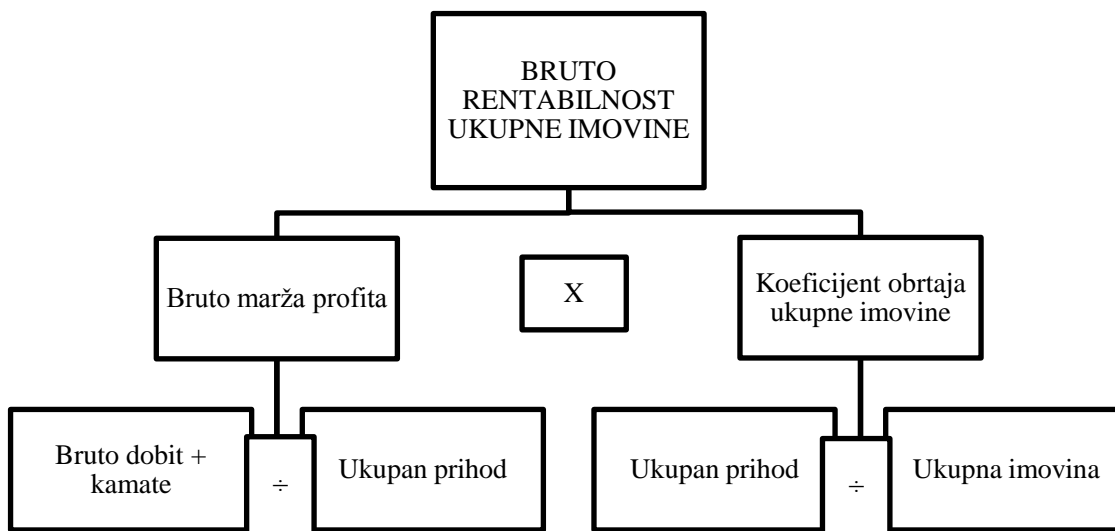
⁵⁷ Klačmer Čalopa M. i Cingula M., op. cit., str. 215. – 216.

⁵⁸ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 264.

3.4.1. Du Pontov sustav pokazatelja

Du Pontov sustav pokazatelja upotrebljava se u prvom redu za potrebe analize, a samim tim i za potrebe planiranja, tj. upravljanja poslovanjem i razvojem poduzeća. Vršni pokazatelj koji odražava temeljni cilj poslovanja poduzeća je rentabilnost ukupne imovine bez obzira na to je li ta imovina pribavljena iz vlastitih ili tuđih izvora (vlastitoga ili tuđega kapitala). Iz rentabilnosti kao vršnog pokazatelja izvode se zahtjevi koje treba zadovoljiti na nižim razinama poslovanja. Zbog toga Du Pontov sustav pokazatelja ima oblik piramide.⁵⁹

Grafikon 2. Du Pontov sustav pokazatelja (skraćeni prikaz)



Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 266, slika 5.10. Du Pontov sustav pokazatelja (bruto rentabilnost ukupne imovine)

Na temelju sustava pokazatelja moguće je uočiti da rentabilnost možemo izračunati i na sljedeći način: rentabilnost ukupne imovine = marža profita x koeficijent obrta ukupne imovine.⁶⁰

3.5. Sintetički (zbrojni) financijski pokazatelji

Pojedinačni pokazatelji su nositelji informacija o likvidnosti, zaduženosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranju. Da bi se dobila cjelokupna slika o poslovanju, navedene skupine pokazatelja potrebno je gledati povezano i međuzavisno. Zbog toga su formirani zbrojni ili

⁵⁹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 265.

⁶⁰ Isto, str. 266.

skupni financijski pokazatelji koji predstavljaju ponderirani zbroj više pojedinačnih pokazatelja, te na taj način stavljaju u zavisni odnos nekoliko odabranih pokazatelja koje sintetiziraju cjelinu.⁶¹ U nastavku će biti prikazana dva najznačajnija skupna financijska pokazatelja: Altmanov Z-score model i Kralicekov DF pokazatelj.

3.5.1. Altmanov Z-score model

Z-score je sintetički pokazatelj koji predviđa stečaj poduzeća u roku od jedne ili dvije godine.⁶² U nastavku se prikazuje tablica i formula na temelju koje se izračunava Z-score model.

Tablica 10. Altmanov Z-score model

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
X1	radni kapital	ukupna imovina
X2	zadržana dobit	ukupna imovina
X3	dobit prije poreza i kamata	ukupna imovina
X4	tržišna vrijednost glavnice	ukupne obveze
X5	ukupni prihodi	ukupna imovina
$Z = 1.2 X1 + 1.4 X2 + 3.3 X3 + 0.6 X4 + 1.0 X5$		

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 270, tablica 5.45. Altmanov Z-score model

Pokazatelj likvidnosti (X1) koji predstavlja udio radnog kapitala u ukupnoj imovini odabran je u model jer su istraživanja pokazala da kod poduzeća koja posluju s operativnim gubicima pada udio kratkotrajne imovine u ukupnoj imovini. Pokazatelj X2, koji stavlja u odnos zadržanu dobit i ukupnu imovinu poduzeća, odabran je u model jer pokazuje udio reinvestiranih sredstava tijekom godina poslovanja. Pokazatelj X3 u modelu prikazuje profitabilnost poduzeća. Pokazatelj X4 pokazuje koliko imovina poduzeća može izgubiti na vrijednosti prije nego što poduzeće postane insolventno. Pokazatelj X5 zapravo je pokazatelj aktivnosti poduzeća, odnosno, radi se o koeficijentu obrta ukupne imovine.⁶³

⁶¹ Isto, str. 269.

⁶² Isto, str. 270.

⁶³ Isto, str. 271.

Tablica 11. Determinantne granice ocjene za Altman Z-score

Z – score model	Raspon ocjene (od - 4 do + 8) – rizik stečaja			
	Vrlo mali	„Sivo područje“		Vrlo veliki 95%
		Zabrinutost	U roku 2. god.	
vrijednosti	≥ 3.0	2.99 – 2.79	2.78 – 1.81	1.80 \geq

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 272, tablica 5.46. Determinantne granice ocjene za Altman Z-score

3.5.2. Kralicekov DF pokazatelj

Po uzoru na Altmanov skupni pokazatelj, Kralicek je također razdvajao „zdrava“ od „nezdravih“ poduzeća, te je na temelju postupka multivarijantne diskriminantne analize razvio model za identificiranje krize u poduzeću.⁶⁴ U tablici 12. biti će prikazana formula izračuna Kralicekovog DF pokazatelja, dok će tablica 13. prikazati ocjenu financijske stabilnosti.

Tablica 12. Kralicekov DF pokazatelj

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
X1	čisti novčani tok	ukupne obveze
X2	ukupna imovina	ukupne obveze
X3	dobit prije kamata i poreza	ukupna imovina
X4	dobit prije kamata i poreza	ukupni prihodi
X5	zalihe	ukupni prihodi
X6	poslovni prihodi	ukupna imovina
$DF = 1.5 X1 + 0,08 X2 + 10 X3 + 5 X4 + 0,3 X5 + 0.1 X6$		

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 273, tablica 5.47. Kralicekov DF pokazatelj

Tablica 13. Vrijednosti DF pokazatelja s pripadajućom ocjenom financijske stabilnosti

VRIJEDNOST DF POKAZATELJA	FINANCIJSKA STABILNOST
> 3.0	IZVRSNA
> 2.2	VRLO DOBRA
> 1.5	DOBRA
> 1.0	OSREDNJA

⁶⁴ Isto, str. 272.

> 0.3	LOŠA
≤ 0.3	POČETAK INSOLVENTNOSTI
≤ 0.0	UMJERENA INSOLVENTNOST
≤ - 1.0	IZRAZITA INSOLVENTNOST

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 273, tablica 5.48. Vrijednosti DF pokazatelja s pripadajućom ocjenom financijske stabilnosti

3.6. Pokazatelji analize na temelju izvještaja o novčanom tijeku

Iako se uobičajena procedura analize financijskih izvještaja temelji upravo na bilanci i računu dobiti i gubitka kao osnovnim izvorima podataka, već se dulje vrijeme izvještaj o novčanom tijeku pokazao kao dobra podloga, i to ne samo analize novčanih tokova poduzeća, već i kao korisna nadopuna cjelokupne analize. U tom smislu, sagledavanje računovodstvenih informacija prezentiranih u izvještaju o novčanom tijeku, predstavlja nadopunu analize dvaju osnovnih izvještaja. Analiza novčanog tijeka provodi se na isti način kao i analiza bilance ili računa dobiti i gubitka, i to putem temeljnih instrumenata i postupaka analize, tj.

- horizontalnom i vertikalnom analizom izvještaja o novčanom toku (komparativna i strukturna analiza) te
- analizom pokazatelja koji se, prije svega, temelje na izvještaju o novčanom tijeku.⁶⁵

Analiza na temelju izvještaja o novčanom toku može se provesti na temelju četiri skupine pokazatelja. Carlaw i Mills su 1991. prikazali četiri skupine pokazatelja analize izvještaja o novčanom tijeku:

- pokazatelji likvidnosti i solventnosti (eng. assessing liquidity and solvency)
- pokazatelji kvalitete dobiti (eng. quality of income)
- pokazatelji kapitalnih izdataka (eng. capital expenditures)
- pokazatelji povrata novčanog toka (eng. cash flow returns).⁶⁶

⁶⁵ Isto, str. 274.

⁶⁶ Isto, str. 279.

3.6.1. Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti

S obzirom da se pojam likvidnosti veže uz sposobnost transformacije pojedinih oblika imovine u novac, a solventnost kao sposobnost podmirenja obveza, pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti koji se računaju na temelju izvještaja o novčanom toku ukazuju na sposobnost pokrića kamata, obveza i dividendi.⁶⁷

Tablica 14. Postupak izračuna pokazatelja ocjene likvidnosti i solventnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
novčano pokriće kamata	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti prije kamata i poreza	rashodi od kamata
novčano pokriće dividendi običnim dioničarima	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti – izdaci za dividende povlaštenim dioničarima	novčani izdaci za dividende običnim dioničarima
novčano pokriće ukupnih dividendi	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	novčani izdaci za ukupne dividende
novčano pokriće tekućih obveza	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	tekuće obveze
novčano pokriće ukupnih obveza	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	ukupne obveze

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 280, tablica 5.51. Postupak izračuna pokazatelja ocjene likvidnosti i solventnosti

3.6.2. Pokazatelji kvalitete dobiti

Razlika između računa dobiti i gubitka i izvještaja o novčanom tijeku, odnosno razlika između dobiti (gubitka) tekuće godine i čistog novčanog tijeka proizlazi iz osnova na temelju kojih su sastavljena ova dva izvještaja. Tako je poznato da se prihodi i rashodi, kao temeljne kategorije računa dobiti i gubitka, priznaju na obračunskoj osnovi (nastanak poslovnog događaja), dok se izvještaj o novčanom toku temelji na novčanoj osnovi, odnosno primicima i

⁶⁷ Isto, str. 280.

izdacima novca i novčanih ekvivalenata. Na stvarnu razliku između ovih dvaju izvještaja, odnosno njihovih rezultata, ukazuju pokazatelji kvalitete dobiti.⁶⁸

Tablica 15. Postupak izračuna pokazatelja kvalitete dobiti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
kvaliteta prodaje (prihoda)	novčani primici s osnove prodaje	prihodi od prodaje
kvaliteta dobiti	novčani tok iz poslovnih aktivnosti	dobit iz poslovnih aktivnosti

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 281., tablica 5.52. Postupak izračuna pokazatelja kvalitete dobiti

3.6.3. Pokazatelji kapitalnih izdataka

Poznato je da je za poslovanje poduzeća značajna kapitalna imovina, bez koje bi bilo vrlo teško provesti proizvodnju, pružati usluge ili obaviti kupoprodaju robe. Stoga se dugotrajna kapitalna imovina uz kratkoročne izvore svakako treba financirati i dugoročnim te trajnim izvorima. Pokazatelji kapitalnih izdataka upućuju na sposobnost poduzeća da podmiri takve kapitalne izdatke u kratkom roku.⁶⁹

Tablica 16. Postupak izračuna pokazatelja kapitalnih izdataka

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
pokazatelj nabave kapitalne imovine	novčani tok iz poslovnih aktivnosti – izdaci za dividende	novčani izdaci za nabavu dugotrajne kapitalne imovine
pokazatelj investiranja	novčani tok iz investicijskih aktivnosti	novčani tok iz financijskih aktivnosti
pokazatelj financiranja	novčani tok iz investicijskih aktivnosti	novčani tok iz poslovnih aktivnosti + novčani tok iz financijskih aktivnosti

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 281., tablica 5.53. Postupak izračuna pokazatelja kapitalnih izdataka

⁶⁸ Isto, str. 281.

⁶⁹ Isto, str. 282.

3.6.4. Pokazatelji povrata novčanog toka

Pokazatelji povrata novčanog tijeka predstavljaju „novčani izraz rentabilnosti“. Pokazatelji iz ove skupine trebaju se promatrati zajedno s pokazateljima investiranja koji se dobiju uvrštavanjem podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka. I u ovom slučaju, uz podatke iz financijskih izvještaja koristit će se i drugi podaci, poput podataka o broju dionica.⁷⁰

Tablica 17. Postupak izračuna pokazatelja povrata novčanog tijeka

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
novčani tok po dionici	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti – novčani izdaci za dividende povlaštenih dionica	ponderirani prosječni broj običnih dionica
povrat novca na uloženu imovinu	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti + kamate + porezi	ukupna imovina
povrat novca na glavnice (kapital) i obveze	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	dioničarska glavnica + ukupne obveze
povrat novca na dioničarsku glavicu	novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	dioničarska glavnica

Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia, str. 284., tablica 5.54. Postupak izračuna pokazatelja povrata novčanog toka

⁷⁰ Isto, str. 283.

4. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA PODUZEĆA HRVATSKI TELEKOM d.d. ZA RAZDOBLJE OD 2015. DO 2017. GODINE

Financijska analiza provodi se temeljem financijskih pokazatelja koji su pretpostavka za planiranje budućeg stanja poduzeća. Analiza financijskih izvještaja bitan je alat za racionalno planiranje i donošenje odluka u poslovanju poduzeća. Kako bi se što bolje prikazala analiza financijskih izvještaja, odabrano je poduzeće Hrvatski Telekom d.d. Poduzeće je vlasnik Iskon Internet d.d., Combis d.o.o., KDS d.o.o., E-tours d.o.o. i OT – Optima Telekom d.d., a zajedno čine HT Grupu. U svrhu analize financijskih izvještaja, koristiti će se konsolidirani financijski izvještaji Hrvatskog Telekoma i njemu navedenih ovisnih društava. Početkom 2017. godine Hrvatski Telekom kupio je 76,53% dionica Crnogorskog Telekoma, no u svrhu bolje usporedbe podataka 2017. godine s 2016. i 2015. godinom, korišteni su konsolidirani financijski izvještaji bez Crnogorskog Telekoma. Prije same analize financijskih izvještaja, biti će navedene osnovne informacije o Hrvatskom Telekomu, kao što su informacije o osnivanju i djelatnosti, organizacijska struktura, strategija, te vizija i misija.

4.1. Osnovne informacije o poduzeću Hrvatski Telekom d.d.

HT Grupa vodeći je davatelj telekomunikacijskih usluga u Hrvatskoj koji pruža usluge nepokretne i pokretne telefonije, veleprodajne, internetske i podatkovne usluge. Osnovne djelatnosti Hrvatskog Telekoma d.d. i o njemu ovisnih društava su pružanje elektroničkih komunikacijskih usluga te projektiranje i izgradnja elektroničkih komunikacijskih mreža na području Hrvatske. Uz usluge nepokretne telefonije (pristup i promet usluga nepokretne telefonije te dodatne usluge nepokretne mreže), Grupa također pruža internetske, IPTV i ICT usluge, usluge prijenosa podataka (najam vodova, Metro-Ethernet, IP/MPLS, ATM) te usluge pokretnih telefonskih mreža GSM, UMTS i LTE.⁷¹

Poduzeće Hrvatski Telekom je osnovano 1998. god. razdvajanjem Hrvatske pošte i Hrvatskih telekomunikacija kojim je poslovanje prijašnjega poduzeća Hrvatske pošte i telekomunikacija (HPT) razdvojeno i preneseno na dva nova dionička društva: Hrvatske telekomunikacije d.d. (kasnije preimenovano u Hrvatski Telekom d.d.) i Hrvatska pošta d.d. koja su započela poslovati 1. siječnja 1999. godine. Tijekom 2002. godine, HT-mobilne komunikacije d.o.o. (poslije preimenovano u T-Mobile Hrvatska d.o.o.) osnovane su kao zasebno trgovačko

⁷¹ Osnovne djelatnosti, <http://www.ht.hr/o-nama/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.

društvo i ovisno društvo u potpunom vlasništvu Hrvatskih telekomunikacija d.d. namijenjeno pružanju usluga pokretnih telefonskih mreža. HT Grupa je 2004. godine uvela novi korporativni identitet. Promjenu identiteta na korporativnoj razini pratilo je formiranje robnih marki dvaju odvojenih segmenata Grupe, T-Com i T-Mobile. Pripajanjem društva T-Mobile Hrvatska d.o.o. društvu Hrvatski Telekom d.d, objedinjeno je 2010. poslovanje T-Coma i T-Mobilea u jednu organizaciju.⁷² Većinski vlasnik Hrvatskog Telekoma d.d. je Deutsche Telekom Europe B.V. s udjelom od 51%. Fond hrvatskih branitelja iz domovinskog rata posjeduje 6,7% dok Centar za restrukturiranje i prodaju Republike Hrvatske drži 2,9%. Ostali dio od 39,4% dionica je u rukama privatnih i institucionalnih ulagatelja. Među privatnim i institucionalnim investitorima kao investitor s najvećim vlasničkim udjelom nalaze se Raiffeisen obvezni mirovinski fondovi. Na dan 31.12.2017. Raiffeisen obvezni mirovinski fondovi posjeduju 9,1% dionica HT-a.⁷³

Organizacijska struktura Hrvatskog Telekoma dizajnirana je na način koji kompaniji omogućuje fleksibilnost i efikasnost te potpunu posvećenost korisnicima. Kompanija je organizirana u nekoliko funkcionalnih segmenata ili funkcionalnih jedinica: poslovne jedinice, funkcije podrške i upravljanja, tehničke funkcije i funkcije za korisničko iskustvo.⁷⁴

Korporativne strategije opisuju opći pristup stratezijskom upravljanju kojim će se izgraditi konkurentske prednosti na razini poduzeća sa svrhom ispunjavanja očekivanja svih dionika.⁷⁵ Strategija HT-a temelji se na kvaliteti usluga, zadovoljstvu korisnika i daljnjem razvoju širokopojsnog pristupa te usluga s dodanom vrijednošću vezanih uz širokopojsni pristup. Niska razina zaduženosti, razvijena tehnološka infrastruktura koja omogućava daljnji razvoj usluga te vlastiti ljudski i stručni potencijali jamstvo su daljnjeg rasta i povećanja potencijala HT-a.⁷⁶ Vizijom menadžment odgovara na pitanje: što poduzeće želi biti u bliskoj budućnosti?⁷⁷ Vizija je, zapravo, vjerodostojna mentalna slika poželjne budućnosti i temeljni smjer kretanja poduzeća.⁷⁸ Misija predstavlja temeljni dokument, tzv. „ustav“ poduzeća kojim se odgovara na pitanje zašto poduzeće postoji. Njome se ističu identitet poduzeća i

⁷² Osnivanje poduzeća, <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=68239>, pristupljeno 21.03.2018.

⁷³ Vlasnička struktura, <http://www.ht.hr/o-nama/vlasnicka-struktura/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.

⁷⁴ Organizacijska struktura, <http://www.t.ht.hr/o-nama/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.

⁷⁵ Horvat, Đ., Perkov, D., Trojak, N. (2012), Strategijsko upravljanje i konkurentnost u novoj ekonomiji, Zagreb: Edukator, str. 100

⁷⁶ Strategija, <http://www.t.ht.hr/o-nama/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.

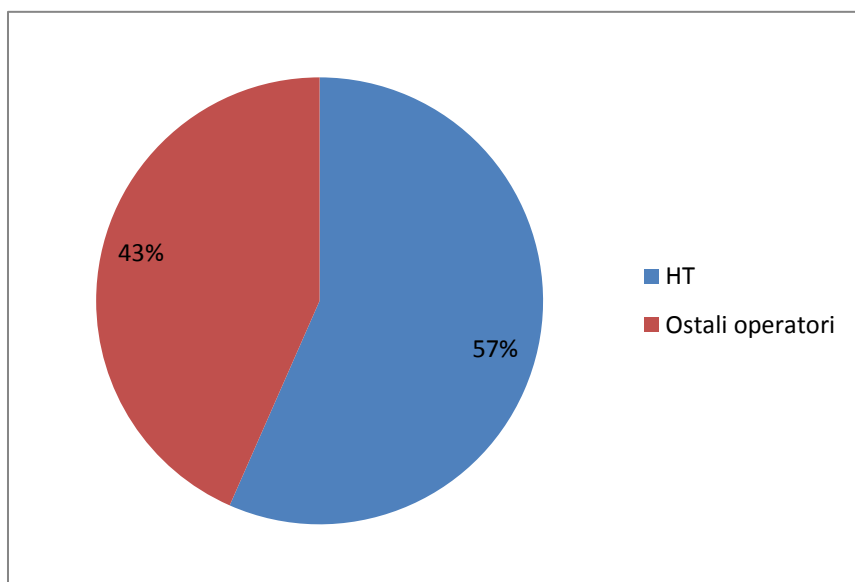
⁷⁷ Horvat, Đ., Perkov, D., Trojak, N., op. cit., str. 94.

⁷⁸ Isto, str. 94.

mobilizirajući zajednički ciljevi koji udružuju sve organizacijske napore. Proizlazi kako je misija kratka i inspirativna izjava o svrsi postojanja poduzeća.⁷⁹ Vizija poduzeća Hrvatski Telekom je: „HT – lider koji pokreće online društvo i digitalno gospodarstvo u Hrvatskoj i regiji“, dok je misija poduzeća: „komunikacija, informacija i zabava – uvijek i svuda“.⁸⁰

Na grafikonu 3 prikazuje se tržišni udio prema ukupnom broju korisnika u nepokretnoj komunikacijskoj mreži, gdje se vidi kako HT drži vodeću poziciju s tržišnim udjelom od 57%. Promotrimo li grafikon 4, također vidimo kako je HT lider u pokretnoj komunikacijskoj mreži s obzirom na broj korisnika. HT ima tržišni udio od 47%, dok glavni konkurent VIPnet ima 35%, a treći Tele 2 ima udio od 18%.

Grafikon 3. Tržišni udio prema ukupnom broju korisnika u nepokretnoj komunikacijskoj mreži (prosinac 2016.)

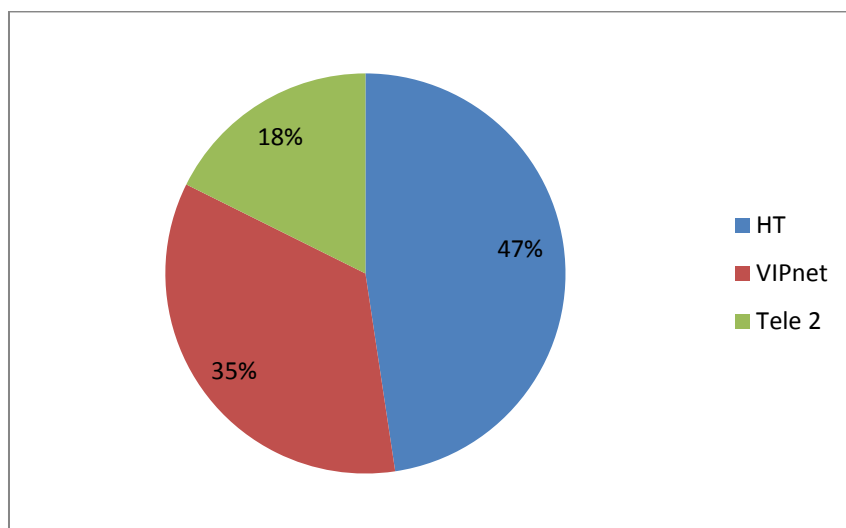


Izvor: Tržišni udio u nepokretnoj komunikacijskoj mreži, https://www.hakom.hr/UserDocsImages/2017/e_trziste/GOD%20HRV%202016_Udio%20operatora.pdf, pristupljeno 21.03.2018.

⁷⁹ Horvat, Đ., Perkov, D., Trojak, N., op. cit., str. 96.

⁸⁰ Misija, vizija, <http://www.t.ht.hr/o-nama/modal-misija-vizija/>, pristupljeno 31.03.2018.

Grafikon 4. Udio operatora pokretnih komunikacijskih mreža obzirom na broj korisnika (prosinac 2016.)



Izvor: Tržišni udio u pokretnoj komunikacijskoj mreži, https://www.hakom.hr/UserDocsImages/2017/e_trziste/GOD%20HRV%202016_Udio%20operatora.pdf, pristupljeno 21.03.2018.

4.2. Analiza komparativnih financijskih izvještaja HT-a (horizontalna analiza)

Horizontalna analiza provodi se na temelju bilance stanja i računa dobiti i gubitka. Uspoređuju se podaci za tri godine, odnosno od 2015. do 2017. pri čemu se uspoređuje svaka godina s prethodnom. U tablicama 18 i 19 prikazana je horizontalna analiza aktive, odnosno pasive na temelju podataka iz skraćene bilance. Tablica 20 prikazuje horizontalnu analizu računa dobiti i gubitka.

Tablica 18. Horizontalna analiza aktive HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn)

NAZIV POZICIJE	2015.	2016.	RAZLIKA 16./15.	INDEKS 16./15.	2017.	RAZLIKA 17./16.	INDEKS 17./16.
DUGOTRAJNA IMOVINA	8.444	8.889	445	105,27	10.132	1.243	114
Nematerijalna imovina	1.651	1.738	81	105,27	2.016	278	116
Materijalna imovina	5.615	5.619	4	100,07	5.599	- 20	99,64
Dugotrajna financijska imovina	1.033	1.352	319	130,88	2.263	911	167,38
Potraživanja	98	121	23	123,47	163	42	134,71

Odgodena porezna imovina	46	59	13	128,27	91	32	154,24
KRATKOTRAJNA IMOVINA	5.364	5.304	- 60	98,88	4.751	- 553	89,57
Zalihe	110	111	1	100,91	108	- 3	97,29
Potraživanja	1.220	1.327	107	108,77	1.388	61	104,6
Kratkotrajna financijska imovina	859	1.189	330	138,42	160	- 1.029	13,46
Novac u banci i blagajni	3.175	2.676	- 499	84,28	3.095	419	115,66
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi	272	262	- 10	96,32	240	- 22	91,6
UKUPNA AKTIVA	14.079	14.455	376	102,67	15.122	667	104,61

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Horizontalna analiza aktive u razdoblju od 2015. do 2017. godine pokazuje kako je ukupna aktiva (ukupna imovina) u konstantnom porastu. Najveći utjecaj na to ima rast vrijednosti dugotrajne imovine koja je 2017. bila za 14% veća u odnosu na prethodnu godinu, dok je 2016. u odnosu na 2015. bila za 5,27% veća. Nematerijalna imovina bilježi konstantan porast tijekom navedenog trogodišnjeg razdoblja, što se odnosi na kapitalizirane troškove, aplikativni i sistemski softver te softver za mrežnu tehnologiju i korisničke licence. Materijalna imovina 2016. bila je neznatno viša nego 2015., dok se 2017. osjetio blagi pad. Dugotrajna financijska imovina 2016. se povećala za 30,88%, a 2017. je došlo do povećanja od čak 67,38%, gdje najveći utjecaj imaju ulaganje u vrijednosne papire i ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela. Potraživanja i odgođenu poreznu imovinu prati veliki trend rasta vrijednosti tokom navedene tri godine. Ukupna kratkotrajna imovina 2016. g. smanjila se za 1,12%, dok je 2017. pala za 10,43%. Vrijednosti zaliha i potraživanja kratkotrajne imovine nisu se znatno promijenile, dok je kratkotrajna financijska imovina bilježila velike fluktuacije, odnosno 2016. je bila u porastu za 38,42%, dok je već 2017. godine pala za čak 86,54%. Razlog tome je financijska imovina raspoloživa za prodaju i bankovni depoziti. Novac u banci i blagajni 2016. se smanjio za 15,72%, dok je 2017. porastao za 15,66%. Plaćeni troškovi budućeg razdoblja u laganom su padu, gdje je 2016. pao za 3,68%, a 2017. prisutan je pad od 8,4%.

Tablica 19. Horizontalna analiza pasive HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn)

NAZIV POZICIJE	2015.	2016.	RAZLIKA 16./15.	INDEKS 16./15.	2017.	RAZLIKA 17./16.	INDEKS 17./16.
UKUPNI KAPITAL I REZERVE	11.641	12.046	405	103,48	12.325	279	102,32
Temeljni kapital	9.823	9.823	0	100	9.823	0	100
Rezerve iz dobiti	444	492	48	110,81	492	0	100
Revalorizacijske rezerve	4	2	- 2	50	6	4	300
Zadržana dobit	267	633	366	237,08	1.043	410	164,77
Dobit poslovne godine	925	934	9	100,97	833	- 101	89,19
UKUPNE DUGOROČNE OBVEZE	477	472	- 5	98,95	598	126	126,69
UKUPNE KRATKOROČNE OBVEZE	1.786	1.741	- 45	97,48	1.994	253	114,53
UKUPNA PASIVA	14.079	14.455	376	102,67	15.122	667	104,61

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Ukupni kapital i rezerve 2016. su porasle za 3,48%, u odnosu na 2015. godinu. 2017. godine također je zabilježen rast i to od 2,32%. Temeljni kapital ostao je nepromijenjen, rezerve iz dobiti 2016. porasle su za 10,81%, a 2017. ostao je isti kao i 2016. godine. Revalorizacijske rezerve 2016. su smanjene za 50%, a 2017. su povećane za čak 200%, što je rezultat povećanja knjigovodstvene vrijednosti imovine. Zadržana dobit 2016. u odnosu na 2015. je porasla za 137%, a 2017. za 64,77%. Dobit poslovne godine u 2016. godini je povećana za neznatnih 0,97%, dok je 2017. pala za 10,81%. Dugoročne obveze 2016. su se smanjile za 1,05%, a 2017. porasle su za 26,69%, kao rezultat dugoročnih obveza za izdane obveznice i obveza prema bankama. Ukupne kratkoročne obveze 2016. smanjene su za 2,52%, dok su

2017. porasle za 14,53%, najviše zbog obveza prema dobavljačima koje su vezane za ICT usluge.

Tablica 20. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn)

NAZIV POZICIJE	2015.	2016.	RAZLIKA 16./15.	INDEKS 16./15.	2017.	RAZLIKA 17./16.	INDEKS 17./16.
POSLOVNI PRIHODI	7.017	7.129	112	101,60	7.296	167	102,34
POSLOVNI RASHODI	4.348	4.392	44	101,01	4.522	130	102,96
EBITDA (operativna dobit)	2.669	2.736	67	102,62	2.774	38	101,39
EBIT	1.199	1.239	40	103,33	1.066	-173	86,04
FINANCIJSKI PRIHODI	57	67	10	117,54	37	-30	55,22
FINANCIJSKI RASHODI	88	144	56	163,63	165	21	114,58
EBT (dobit iz redovnog poslovanja prije poreza)	1.168	1.162	-6	99,49	938	-224	80,72
NETO DOBIT	925	934	9	100,97	833	-101	89,19

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Kao što se može vidjeti iz tablice 20 poslovni prihodi nisu ostvarili značajniji porast. Naime, 2016. porasli su za samo 1,6%, dok je 2017. godine ostvaren rast od 2,34%. Poslovni rashodi prate trend kretanja poslovnih prihoda, odnosno, troškovi za prodano 2016. porasli su za 1,01%, a 2017. 2,96%. Operativna dobit je 2016. u odnosu na 2015. godinu porasla za 2,62%, a 2017. je došlo do rasta od 1,39%. Dobit prije kamata i poreza se u 2016. povećala se za 3,33%, dok je 2017. u odnosu na 2016. pao za 13,96%. Financijski prihodi 2016. godine porasli su za 17,54%, ali već su 2017. naglo pali za 44,78%. Financijski rashodi u stalnom su porastu, i to 2016. za 63,63%, a 2017. za 14,58%. Kod bruto dobiti, primjetan je negativan trend, što znači da je između 2015. i 2016. došlo do smanjenja od 0,51%, a 2017. došlo je do

pada od 19,28%. 2016. godine došlo je do manjeg porasta neto dobiti i to za 0,97%, a u 2017. značajno pada za 10,81%.

4.3. Analiza strukturnih financijskih izvještaja HT-a (vertikalna analiza)

Vertikalna analiza pokazuje uvid u strukturu financijskih izvještaja HT-a u jednoj godini. Kod bilance se ukupna aktiva i pasiva izjednačava sa 100, a kod izvještaja o dobiti ukupni prihodi, što znači da su sve stavke razmatrane kao postotak u strukturi ukupnih prihoda. Tablica 21 prikazuje vertikalnu analizu skraćene bilance, dok tablica 22 prikazuje vertikalnu analizu računa dobiti i gubitka.

Tablica 21. Vertikalna analiza bilance HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn)

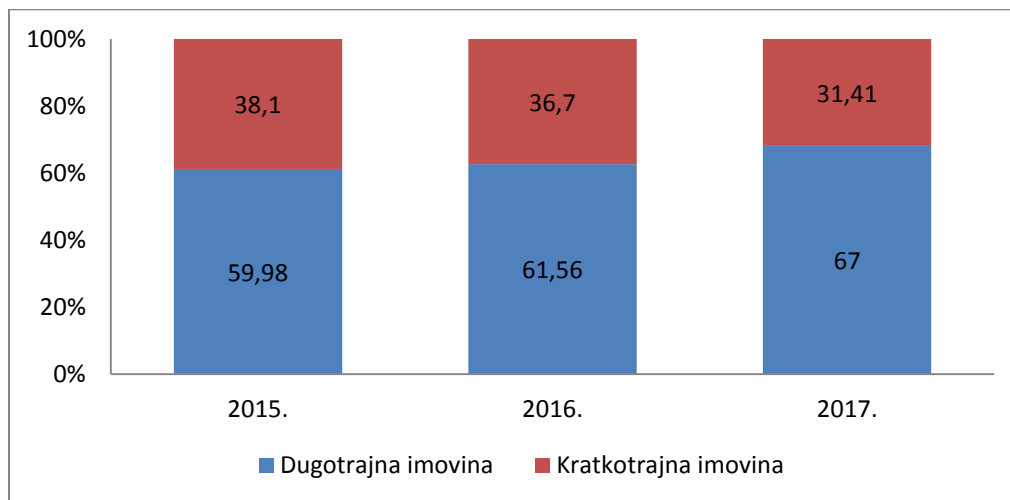
NAZIV POZICIJE	2015.	STRUKTURA 2015.	2016.	STRUKTURA 2016.	2017.	STRUKTURA 2017.
Dugotrajna imovina	8.444	59,98	8.889	61,56	10.132	67
Kratkotrajna imovina	5.364	38,10	5.304	36,70	4.751	31,41
UKUPNA AKTIVA	14.079	100,00	14.455	100,00	15.122	100,00
Ukupni kapital i rezerve	11.641	82,68	12.046	83,33	12.325	81,50
Ukupne dugoročne obveze	477	3,39	472	3,27	598	3,95
Ukupne kratkoročne obveze	1.786	12,69	1.741	12,04	1.994	13,19
UKUPNA PASIVA	14.079	100,00	14.455	100,00	15.122	100,00

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

U tablici 21 razvidan je porast dugotrajne imovine u strukturi aktive, i to 2015. godine je bio 59,98%, 2016. 61,56%, a 2017. 67%. Paralelno s porastom dugotrajne imovine, udio kratkotrajne imovine tijekom promatranog trogodišnjeg razdoblja lagano pada. U strukturi

pasive ukupni kapital i rezerve 2015. godine čini 82,62%, 2016. je bio 83,33%, a 2017. 81,50%. Ukupne dugoročne obveze u strukturi pasive 2015. iznose 3,39%, 2016. 3,27%, a 2017. 3,95%. Udio kratkoročnih obveza 2015. iznosio je 12,69%, 2016. 12,06%, dok je 2017. godine porastao i iznosio je 13,19%.

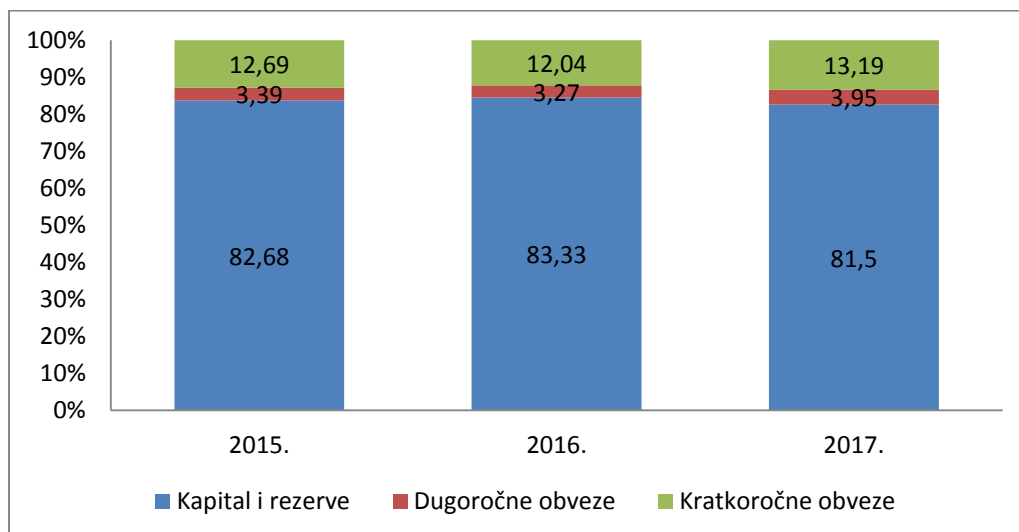
Grafikon 5. Struktura imovine HT-a



Izvor: izrada autora

Na grafikonu 5 prikazuje se struktura imovine, u kojoj značajan udio ima dugotrajna imovina, koja se kontinuirano povećava u odnosu na prethodnu godinu. Sukladno tome, kratkotrajna imovina kontinuirano pada.

Grafikon 6. Struktura pasive HT-a



Izvor: izrada autora

Grafikon 6 prikazuje strukturu pasive Hrvatskog Telekoma gdje kapital i rezerve čine značajan udio u ukupnoj pasivi, dok su dugoročne obveze gotovo zanemarive i kreću se između 3,27 i 3,95%. Kratkoročne obveze se smanjuju i povećavaju paralelno s dugoročnim obvezama. Kada se gleda struktura aktive i pasive, bitno je u kontekstu likvidnosti razmotriti i odnos dugotrajne i kratkotrajne imovine s dugoročnim izvorima financiranja, no to će se detaljnije razraditi pod analizom financijskih pokazatelja.

Tablica 22. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn)

NAZIV POZICIJE	2015.	STRUKTURA 2015.	2016.	STRUKTURA 2016.	2017.	STRUKTURA 2017.
POSLOVNI PRIHODI	7.017	99,19	7.129	99,07	7.296	99,50
POSLOVNI RASHODI	4.348	61,46	4.392	61,03	4.522	61,67
EBITDA (operativna dobit)	2.669	37,73	2.736	38,02	2.774	37,83
EBIT	1.199	16,95	1.239	17,22	1.066	14,54
FINANCIJSKI PRIHODI	57	0,81	67	0,93	37	0,50
FINANCIJSKI RASHODI	88	1,24	144	2,00	165	2,25
UKUPNI PRIHODI	7.074	100,00	7.196	100,00	7.333	100,00
UKUPNI RASHODI	5.906	83,49	6.033	83,84	6.395	87,21
EBT (dobit iz redovnog poslovanja prije poreza)	1.168	16,51	1.162	16,15	938	12,79
NETO DOBIT	925	13,08	934	12,98	833	11,36

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

U strukturi ukupnih prihoda razvidno je da je skoro sav prihod ostvaren prodajom. Hrvatski Telekom najviše prihoda ostvari prodajom pokretnih i nepokretnih telekomunikacija, ali i sistemskih rješenja. Poslovni rashodi paralelno prate strukturu poslovnih prihoda. Udio operativne dobiti u ukupnim prihodima 2015. iznosi 37,73%, 2016. raste na 38,02%, dok je 2017. pao na 37,83%. Operativna dobit se 2017. smanjila pod utjecajem većih troškova iz poslovanja. Udio dobiti prije kamata i poreza također prati udio operativne dobiti te 2016. lagano raste, dok se 2017. također smanjio. Financijski prihodi čine neznatan udio u strukturi ukupnih prihoda, odnosno manje od 1%. Kod financijskih rashoda uočava se porast tijekom navedenog trogodišnjeg razdoblja, a bitno je i naglasiti kako su financijski rashodi veći od financijskih prihoda što je loš pokazatelj. Ukupni rashodi 2015. i 2016. čine preko 83% od ukupnih prihoda, dok je 2017. došlo do povećanja, gdje je udio rashoda 87%. Sve navedene promjene rezultirale su kontinuirani pad udjela bruto i neto dobiti. Udio neto dobiti u strukturi ukupnih prihoda 2015. iznosi 13,08%, 2016. 12,98%, a 2017. 11,36%. Nešto više o odnosu dobiti i prihoda biti će razrađeno dalje u radu pod pokazateljima ekonomičnosti i profitabilnosti.

4.4. Analiza financijskih izvještaja HT-a pomoću financijskih pokazatelja

Pokazatelje obično promatramo kao nositelje potrebnih informacija za upravljanje poslovanjem i razvojem poduzeća. Dakle, pokazatelji se formiraju i računaju upravo radi stvaranja informacijske podloge za donošenje određenih poslovnih odluka.⁸¹

4.4.1. Pokazatelji likvidnosti HT-a

Likvidnost poslovanja je sposobnost poduzeća za pravodobno podmirenje obveza,⁸² a omjeri likvidnosti Hrvatskog Telekoma za razdoblje od 2015. do 2017. godine prikazani su u tablici 23, dok je u grafikonu 7 grafički prikazan radni kapital za navedeno razdoblje.

⁸¹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 243.

⁸² Osmanagić Bedenik N. (2007): Kriza kao šansa – Kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Zagreb: Školska knjiga, str. 180.

Tablica 23. Pokazatelji likvidnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
koeficijent trenutne likvidnosti	1,78	1,54	1,55
koeficijent ubrzane likvidnosti	2,46	2,30	2,25
koeficijent tekuće likvidnosti	3,00	3,05	2,38
koeficijent financijske likvidnosti	0,70	0,71	0,78

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

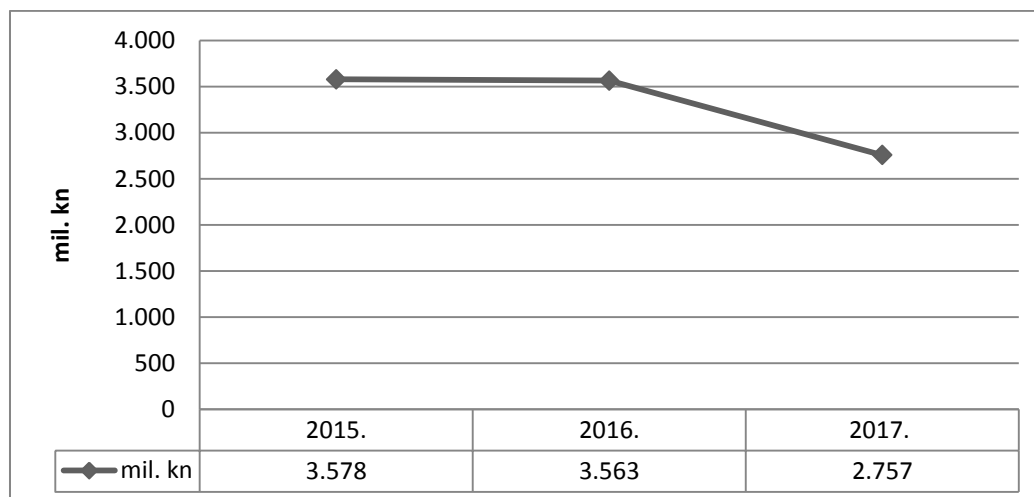
Koeficijent trenutne likvidnosti pokazuje pokrivenost kratkoročnih obveza novčanim sredstvima. U ovom slučaju pokrivenost je više nego dobra jer je pokazatelj iznad 1. Koeficijent ubrzane likvidnosti bi trebao biti minimalno 1, a u ovom slučaju su pokazatelji čak i iznad 2, što govori da poduzeće nema problema sa pribavljanjem novčanih sredstava u kratkom roku. Koeficijent tekuće likvidnosti je također iznad prosjeka jer bi u pravilu koeficijent trebao biti iznad 2. Pokazatelji za 2015. i 2016. godinu puno su bolji nego za 2017. te govore da poduzeće ima 1,5 puta više gotovine, potraživanja i zaliha u odnosu na kratkoročne obveze koje dolaze na naplatu. Koeficijent financijske stabilnosti je ispod 1, što govori da poduzeće Hrvatski Telekom iz dijela dugoročnih izvora uspješno financira dugotrajnu, ali i kratkotrajnu imovinu. Ukupno gledajući, svi pokazatelji likvidnosti su iznad prosjeka te nema zabrinutosti za poslovanje poduzeća, no svakako treba napomenuti da je zamjetan trend pada pokazatelja, odnosno tijekom trogodišnjeg razdoblja likvidnost lagano opada.

Kod likvidnosti također je bitno prikazati radni kapital, koji se računa kao razlika kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza. Prema tome, radni kapital pokazuje koliko je kratkotrajne imovine financirano iz kvalitetnih dugoročnih izvora. Ako poduzeće ima više radnog kapitala, to znači da je njegova likvidnost i financijska stabilnost veća. Upravo se zbog toga radni kapital često naziva rezervom likvidnosti, rezervom financijske stabilnosti ili rezervom sigurnosti poslovanja.⁸³ Grafikon 7 pokazuje smjer kretanja radnog kapitala tijekom navedene

⁸³ Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L., op.cit., str. 249.

tri godine, a koji pokazuje kako se radni kapital u navedenom razdoblju smanjivao, odnosno smanjuje se likvidnost i financijska stabilnost.

Grafikon 7. Radni kapital HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine



Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

4.4.2. Pokazatelji zaduženosti HT-a

Kao što je već spomenuto ranije u radu, pokazatelji zaduženosti koriste se za utvrđivanje sposobnosti poduzeća da pravodobno podmiri dugoročne obveze, a izuzetno je bitan odnos vlastite i tuđe imovine. Pokazatelji zaduženosti Hrvatskog Telekomu izračunati su u tablici.

Tablica 24. Pokazatelji zaduženosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
koeficijent zaduženosti	16,39%	15,59%	17,42%
koeficijent vlastitog financiranja	82,68%	83,33%	81,50%
koeficijent financiranja	0,19	0,18	0,21
pokriće troškova kamata	13,63	8,60	6,46
faktor zaduženosti	1,29	1,04	0,94
stupanj pokrića I	1,38	1,36	1,22
stupanj pokrića II	1,44	1,41	1,28

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Koeficijent zaduženosti 2015. godine govori da je poduzeće zaduženo u iznosu od otprilike 16% vrijednosti ukupne imovine. 2016. koeficijent se malo smanjio, da bi se 2017. godine ponovo povećao, no ukupno gledajući, pokazatelji za sve tri godine su zadovoljavajući. Koeficijent vlastitog financiranja pokazuje da poduzeće samostalno financira preko 80% svoje ukupne imovine. Koeficijent financiranja ukazuje na odnos duga i kapitala, a bilo bi idealno da taj koeficijent bude manji od 1. Koeficijent financiranja Hrvatskog Telekoma u navedenom trogodišnjem razdoblju iznosi između 0,18 i 0,21 što je itekako dobar pokazatelj koji govori da se poduzeće više financira vlastitim nego tuđim izvorima financiranja. Pokazatelj pokrića troškova kamata pokazuje da bi poduzeće u 2015. godini 13,63 puta moglo isplatiti troškove kamata iz svoje dobiti. Ako je pokriće troškova kamata veće, zaduženost je manja i obrnuto. Prema tome moguće je zaključiti da tokom 2016. i 2017. godine dolazi do povećanja zaduženosti. Nasuprot pokriću troškova kamata, kod faktora zaduženosti manji faktor znači manju zaduženost. Tokom navedenog trogodišnjeg razdoblja, faktor zaduženosti se smanjivao, da bi 2017. iznosio 0,94, što znači da je poduzeću potrebno 0,94 godine da podmiri ukupne obveze iz ostvarene zadržane dobiti uvećane za amortizaciju. Kod stupnjeva pokrića, idealno je da pokazatelj bude veći od 1, a isto je tako bitno da stupanj pokrića II bude veći od stupnja pokrića I jer dio dugoročnih izvora mora bude iskorišten za financiranje kratkotrajne imovine. U slučaju poduzeća Hrvatski Telekom, stupanj pokrića I i II su na idealnoj razini, no ako se pogleda smjer kretanja pokazatelja tada se može zaključiti kako se stupanj pokrića kontinuirano smanjivao, što ukazuje na smanjenje likvidnosti.

4.4.3. Pokazatelji aktivnosti HT-a

Ova skupina pokazatelja mjeri brzinu obrtaja ukupne imovine u poslovnom procesu, odnosno ukazuje na efikasnost upravljanja imovinom koju posjeduje poduzeće.⁸⁴ Pokazatelji aktivnosti HT-a prikazani su u tablici 25.

⁸⁴ Klačmer Čalopa M. i Cingula M., op. cit., str. 210.

Tablica 25. Pokazatelji aktivnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
koeficijent obrta ukupne imovine	0,51	0,51	0,49
koeficijent obrta kratkotrajne imovine	1,32	1,36	1,54
koeficijent obrta potraživanja	5,32	4,92	4,70
trajanje naplate potraživanja u danima	68,61	74,19	77,66
koeficijent obrta zaliha	63,79	64,23	67,56

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Koeficijent obrta ukupne imovine 2015. i 2016. godine je iznosio 0,51, a 2017. se smanjio na 0,49 što znači da je 2017. povećano vrijeme vezivanja ukupnih prihoda i ukupne imovine. Poželjno bi bilo da je koeficijent obrta što veći broj, odnosno da je vrijeme vezivanja prihoda i pojedinih vrsta imovine što kraće, što bi značilo da je potrebno manje novca za stvaranje prihoda. Koeficijent obrta kratkotrajne imovine je poboljšán tijekom navedene tri godine. To se vidi po tome jer se koeficijent postupno povećavao što zapravo znači da je smanjeno prosječno trajanje obrtaja. Uzmimo za primjer 2017. godinu, kada koeficijent iznosi 1,54, što pokazuje da poduzeće Hrvatski Telekom u jednoj godini 1,54 puta obrne kratkotrajnu imovinu s ciljem ostvarivanja prihoda. Nasuprot pozitivnoj razini obrta kratkotrajne imovine, na razini obrtaja potraživanja dolazi do smanjenja koeficijenta obrta potraživanja, što znači da se produljilo trajanje naplate potraživanja. Trajanje naplate potraživanja za 2017. godinu pokazuje da poduzeću treba skoro 78 dana da naplati potraživanja od prodaje proizvoda kupcima. Osim navedenih pokazatelja, moguće je i izračunati koeficijent obrta zaliha. Kod obrta zaliha također je poželjno da koeficijent bude što veći broj. U razdoblju između 2015. i 2017. godine koeficijent obrta zaliha se povećavao, odnosno smanjivalo se vrijeme vezivanja prihoda od prodaje i zaliha.

4.4.4. Pokazatelji ekonomičnosti HT-a

Pokazatelji ekonomičnosti ili štedljivosti u ostvarivanju učinaka mjere količinu prihoda koja se ostvari po jedinici rashoda,⁸⁵ a ti pokazatelji prikazani su u slijedećoj tablici.

Tablica 26. Pokazatelji ekonomičnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

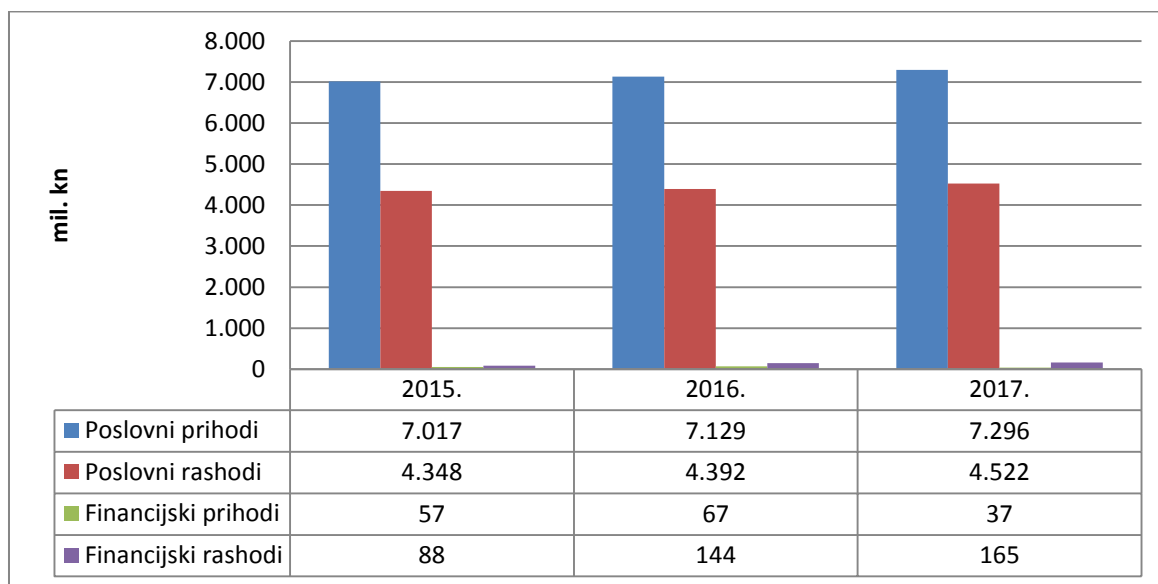
NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,20	1,19	1,15
ekonomičnost poslovanja (prodaje)	1,61	1,62	1,61
ekonomičnost financiranja	0,65	0,47	0,22
ekonomičnost izvanrednih aktivnosti	0	0	0

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Kod pokazatelja ekonomičnosti bitno je da su koeficijenti veći od 1, što bi značilo da su prihodi veći od rashoda. Ekonomičnost ukupnog poslovanja na zadovoljavajućoj je razini, ali može se primijetiti negativan trend ekonomičnosti u promatranom razdoblju. Ekonomičnost prodaje nema prevelike oscilacije tijekom navedene tri godine. Uzme li se za primjer 2017. godina, može se utvrditi da je 1,61 jedinica poslovnih prihoda ostvarena po jedinici poslovnih rashoda. Jedino odstupanje od ostatka vrlo dobrih pokazatelja je ekonomičnost financiranja gdje su ukupni financijski prihodi manji od ukupnih financijskih rashoda. Najveći razlog negativnom trendu ekonomičnosti financiranja su veliki troškovi kamata i negativne tečajne razlike. Ukoliko se stave u odnos poslovni prihodi i rashodi sa financijskim приходima i rashodima (grafikon 8), može se zaključiti kako pokazatelj financiranja ne utječe bitno na ukupnu ekonomičnost. Zadnji pokazatelj je ekonomičnost izvanrednih aktivnosti koji u ovom slučaju nije izračunat jer poduzeće tijekom navedene tri godine nije imalo izvanrednih prihoda i rashoda.

⁸⁵ Klačmer Čalopa M. i Cingula M., op. cit., str. 211.

Grafikon 8. Odnos poslovnih i financijskih prihoda i rashoda HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine



Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

4.4.5. Pokazatelji profitabilnosti HT-a

Pokazatelji profitabilnosti ili rentabilnosti mjere uspjeh ostvarivanja zarada poduzeća,⁸⁶ te su prikazani u tablici 27.

Tablica 27. Pokazatelji profitabilnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
neto marža profita	13,88%	13,91%	11,86%
bruto marža profita	17,32%	17,08%	13,30%
neto rentabilnost imovine (ROA)	6,83%	6,92%	5,75%
bruto rentabilnost imovine	8,70%	8,50%	6,45%
rentabilnost vlastitog kapitala (ROE)	7,95%	7,75%	6,76%

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

⁸⁶ Klačmer Čalopa M. i Cingula M., op. cit., str. 212.

Neto marža profita govori koliko poduzeće zaradi po svakoj kuni profita. Hrvatski Telekom je 2015. i 2016. zaradio skoro 14% po svakoj kuni prodaje. 2017. godine neto marža profita smanjila se na 11,86%. Ostvarena bruto marža profita pokazuje da poduzeću, nakon pokrića troškova osnovne djelatnosti, u 2015. i 2016. godini ostaje preko 17% prihoda za podmirenje troškova poreza te za ostvarenje dobiti. Bruto marža profita 2017. godine je poput i neto marže profita, zabilježila pad vrijednosti, i to na 13,30%. Niža vrijednost marže profita u 2017. godini je posljedica viših troškova i nižih cijena u odnosu na prethodne godine i to ponajviše zbog konkurencije. Neto rentabilnost imovine 2015. godine pokazuje da Hrvatski Telekom ostvaruje 6,83% dobiti korištenjem jedne jedinice vlastite imovine koju ima na raspolaganju. U 2016. godini ROA je lagano porasla da bi 2017. pala vrijednost i to na 5,75%. Bruto rentabilnost imovine također je u konstantnom padu tijekom navedenom trogodišnjeg razdoblja, a 2017. godine iznosi 6,45%. Rentabilnost vlastitog kapitala (glavnice) također pokazuje negativan trend kretanja vrijednosti u razdoblju između 2015. i 2017. godine, što svakako nije dobar pokazatelj. Povrat na vlastiti kapital u 2017. godini iznosi 6,76%, što znači da je poduzeće uložilo 6,76% vlastitog kapitala za ostvarenje neto dobiti. Ukupno gledajući svi pokazatelji profitabilnosti u 2017. godini su smanjeni u odnosu na prethodne godine, što je svakako odraz pojačane konkurencije i smanjenja prihoda, no ipak se može zaključiti kako pokazatelji nisu zabrinjavajuće niski.

4.4.6. Pokazatelji investiranja HT-a

Pokazatelji investiranja ili pokazatelji prinosa ulagačima imaju ulogu mjeriti stope tržišnih uspjeha vlasničkih vrijednosnih papira nekog poduzeća, na uređenoj burzi vrijednosnih papira.⁸⁷ Pokazatelji investiranja izračunati su i prikazani u slijedećoj tablici.

Tablica 28. Pokazatelji investiranja HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
Ukupan broj dionica	81.888.535		
Dividenda po dionici (DPS)	7 kn	6 kn	6 kn
Prosječna tržišna cijena dionica na zadnji dan	143,68 kn	169,03 kn	165,25 kn

⁸⁷ Klačmer Čalopa M. i Cingula M., op. cit., str. 214.

Knjigovodstvena vrijednost (BV)	142,16 kn	147,10 kn	150,51 kn
Tržišna kapitalizacija	11.765.744.710 kn	13.841.619.070 kn	13.532.080.410 kn
Neto dobit po dionici (EPS)	11,30 kn	11,41 kn	10,17 kn
Ukupna dividenda	573.219.745 kn	491.331.210 kn	491.331.210 kn
Udio dividende u dobiti	61,97 %	52,61 %	58,98 %
Udio dividende u cijeni	4,87 %	3,55 %	3,63 %
Prinos od dividendi	3.989.558 kn	2.906.769 kn	2.973.260 kn
Pokriće dividendi zaradom	2,09	2,52	2,17
Omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti (P/BV omjer)	1,01	1,15	1,10
P/E omjer	12,72	14,81	16,25

Izvor: vlastiti rad autora, prema: tržišna cijena dionica, <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, pristupljeno 13.04.2018.; dividenda, <http://www.ht.hr/odnosi-s-investitorima/modal-dividenda/>, pristupljeno 15.04.2018.

Izvor podataka o ukupnom broj dionica i dividenda po dionici su internetske stranice Hrvatskog Telekoma, a prosječne tržišne cijene dionica internetske stranice Zagrebačke burze. Knjigovodstvena vrijednost dionice je u konstantnom porastu tokom trogodišnjeg razdoblja, a vrijednost od 150,51 kn iz 2017. godine znači da bi toliki iznos eventualno primio svaki dioničar po jednoj dionici, ukoliko dođe do stečaja i likvidacije. Tržišna kapitalizacija pokazuje trenutnu percipiranu tržišnu vrijednost poduzeća, a može se uočiti kako je tržišna kapitalizacija 2016. godine naglo porasla u odnosu na 2015. godinu, no ipak se 2017. malo smanjila te iznosi 13.532 milijuna kuna. Neto dobit po dionici 2015. i 2016. godine se nije značajnije mijenjala, no 2017. neto dobit po dionici je pala na 10,17 kuna, što govori da poduzeće po jednoj dionici zaradi 10,17 kuna, odnosno to znači da investitor plaća 10,17 kuna za 1 kunu zarade. Ukupna dividenda je novčani iznos koje je društvo isplatilo dioničarima, dok je taj udio u neto dobiti 2015. bio 61,97%, 2016. se smanjio na 52,61%, a 2017. je povećan na skoro 59%. Udio dividende u cijeni 2015. godine bio je 4,87%, 2016. se smanjio na 3,55%, a 2017. nezamjetno je porastao na 3,63%. Pokazatelj prinosa od dividendi u 2017. godini pokazuje da je poduzeće isplatilo investitorima iznos od 2.973.260 kuna u obliku dividendi u odnosu na tržišnu cijenu dionice poduzeća. Iz tablice je vidljivo kako je prinos od dividendi 2016. i 2017. smanjen u odnosu na 2015. godinu. Pokriće dividendi zaradom

pokazuje da bi poduzeće u 2017. godini 2.17 puta moglo isplatiti dividende iz svoje dobiti. Idealan omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti bi bio ispod 1, a u ovom slučaju, tijekom navedenog trogodišnjeg razdoblja taj omjer je bio iznad jedan što govori da je poduzeće lagano precijenjeno. Omjer tržišne vrijednosti dionice i neto dobiti po dionici (P/E omjer) je u konstantnom porastu u razdoblju od 2015. do 2017. godine, a omjer od 16,25 također govori da je poduzeće lagano precijenjeno, ako uzmemo u obzir da je P/E manji od 15 znak podcijenjene dionice. Porast P/E omjera svakako nije dobar znak jer to znači da cijena dionice raste brže od zarade po dionici.

4.5. Sustav pokazatelja i sintetički (zbrojni) pokazatelji HT-a

U nastavku su izračunati i interpretirani rezultati Du Pont sustava, koji spada pod sustav pokazatelja jer on povezuje i promatra zavisnost pojedinih pokazatelja, te će također biti prikazani i sintetički (zbrojni) pokazatelji od kojih su najznačajniji Altmanov Z-score i Kralicekov DF pokazatelj.

4.5.1. Du Pontov sustav pokazatelja HT-a

U tablici 29. biti će izračunati svi bitni pokazatelji potrebni za izradu grafikona Du Pontovog sustava.

Tablica 29. Izračun pokazatelja za Du Pontov sustav HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

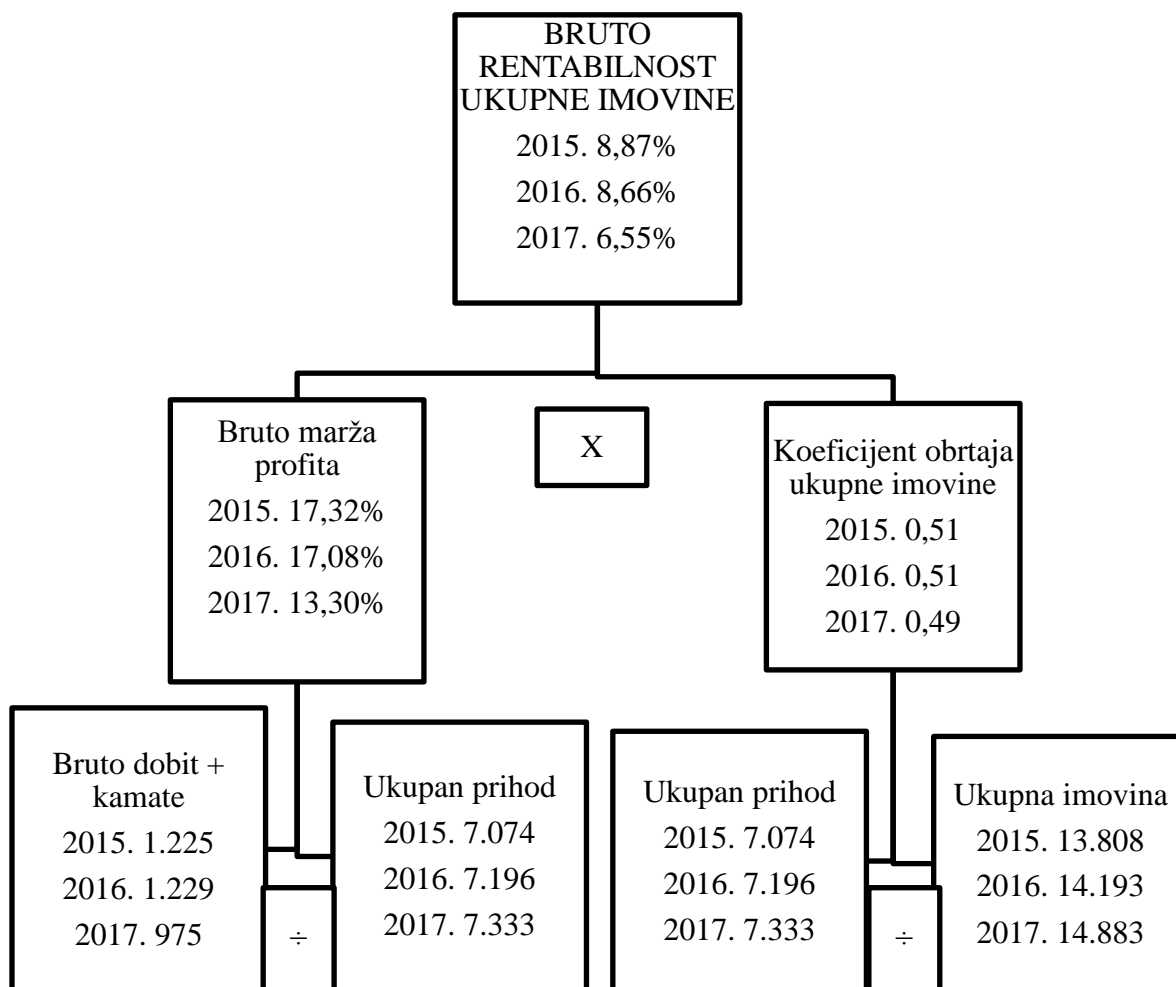
NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
Bruto marža profita ((bruto dobit + kamate) : ukupan prihod)	17,32%	17,08%	13,30%
Koeficijent obrtaja ukupne imovine (ukupni prihodi : ukupna imovina)	0,51	0,51	0,49
Bruto rentabilnost ukupne imovine (bruto marža profita x koef.obrtaja ukupne imovine)	8,87%	8,66%	6,55%

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a,

<http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Izračunati pokazatelji iz tablice 29 uneseni su u grafikon 9. Na temelju Du Pont sustava pokazatelja moguće je uočiti međusobnu povezanost i sveukupnu zavisnost pojedinih pokazatelja. Može se primijetiti kako se tijekom navedenog trogodišnjeg razdoblja smanjuje bruto dobit uvećana za kamate, a ukupni se prihodi povećavaju te to utječe na smanjenje bruto marže profita tijekom sve tri godine. Isto tako, povećanje ukupnih prihoda i povećanje ukupne imovine rezultiraju laganim padom koeficijenta obrtaja ukupne imovine. Zatim se bruto marža profita i koeficijent obrtaja ukupne imovine množe, što je dovelo do pada bruto rentabilnosti ukupne imovine, koja je u 2015. iznosila 8,87%, 2016. 8,66%, a 2017. 6,55%. To znači da promjena bilo kojeg elementa u sustavu može utjecati na promjenu rentabilnosti imovine.

Grafikon 9. Du Pontov sustav pokazatelja HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine (u mil. kn)



Izvor: izrada autora

4.5.2. Altmanov Z-score model HT-a

Kao što je navedeno u teorijskom dijelu rada, Altmanov Z-score model sintetički je pokazatelj koji predviđa rizik stečaja određenog poduzeća i to u roku od jedne ili dvije godine, a dalje u nastavku biti će izračunati za poduzeće Hrvatski Telekom.

Tablica 30. Altmanov Z-score model HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
X1	0,26	0,25	0,19
X2	0,02	0,04	0,07
X3	0,09	0,09	0,07
X4	5,20	6,25	5,22
X5	0,51	0,51	0,49
Z	4,27	4,91	4,18

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Uzimajući u obzir izračunate vrijednosti iz tablice 30, može je zaključiti kako je poduzeće Hrvatski Telekom d.d. financijski stabilno. Promotri li se tablica 11 gdje su navedene determinantne granice za Altman Z-score može se vidjeti kako je rizik stečaja HT-a mali, iako se u 2017. godini Z-score model naglo smanjio te je iznosio 4,18.

4.5.3. Kralicekov DF pokazatelj HT-a

Kralicekov DF pokazatelj identificira krizu u poduzeću, odnosno ocjenjuje financijsku stabilnost, a izračun vrijednosti za poduzeće Hrvatski Telekom biti će prikazane u tablici 31.

Tablica 31. Kralicekov DF pokazatelj HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
X1	1,40	1,21	1,19
X2	6,10	6,41	5,74
X3	0,09	0,09	0,07
X4	0,17	0,17	0,15

X5	0,02	0,02	0,01
X6	0,51	0,50	0,49
DF	4,39	4,13	3,75

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Prema izračunatim vrijednostima Kralicekovog DF pokazatelja, poduzeće Hrvatski Telekom tijekom navedenog trogodišnjeg razdoblja nema problema s financijskom stabilnosti, odnosno poduzeće izvrsno posluje. No svakako valja napomenuti kako DF pokazatelj pokazuje negativan trend u razdoblju između 2015. i 2017. godine. U 2017. godini vrijednost DF pokazatelja iznosio je 3,75, a pogleda li se tablica 13 može se zaključiti kako HT ima izvrsnu financijsku stabilnost.

4.6. Pokazatelji analize HT-a na temelju izvještaja o novčanom toku

U nastavku se provodi analiza Hrvatskog Telekom na temelju izvještaja o novčanom tijeku koji će biti dobra podloga, odnosno nadopuna cjelokupne analize.

4.6.1. Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti HT-a

Tablica 32. Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
novčano pokriće kamata⁸⁸	30,57	16,51	*
novčano pokriće dividendi običnim dioničarima	4,14	4,22	4,90
novčano pokriće ukupnih dividendi	4,14	4,22	4,90
novčano pokriće tekućih obveza	1,33	1,19	1,21
novčano pokriće ukupnih obveza	1,05	0,94	0,93

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018., javna objava godišnjeg izvješća, <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do>, preuzeto 19.04.2018.

⁸⁸ Nije moguće izračunati za 2017. godinu jer je objavljen izvještaj o novčanom toku putem indirektno metode gdje nije naveden podatak o novčanim izdacima za porez na dobit i kamate

Novčano pokriće kamata Hrvatskog Telekoma pokazuje da su 2015. godine rashodi za kamate bili 30,57 puta pokriveni novčanim tijekom iz poslovnih aktivnosti prije kamata i poreza, dok su 2016. bili pokriveni 16,51 puta. Podatka za 2017. godinu nema jer nisu dostupni svi podaci potrebni za izračun ovog pokazatelja. Dobivene vrijednosti za novčano pokriće dividendi običnim dioničarima i novčano pokriće ukupnih dividendi su jednake za sve tri godine iz razloga što poduzeće Hrvatski Telekom nema povlaštene (preferencijalne) dionice. Vrijednosti navedenih pokazatelja tijekom trogodišnjeg razdoblja su u konstantnom porastu, a 2017. iznose 4,90, što znači da su dioničarima 4,90 puta dividende pokrivena novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti. Izračunate vrijednosti za novčano pokriće tekućih obveza (kratkoročna solventnost) su visoke, ako se uzme obzir da je minimalan omjer 40%. Novčano pokriće tekućih obveza od 1,33 u 2015. godini znači da HT u kratkom roku može pokriti 133% tekućih obveza sredstvima iz poslovnih aktivnosti. 2016. godine pokazatelj bilježi blagi pad, a 2017. se povećao na 121%. Novčano pokriće ukupnih obveza također pokazuju visoke vrijednosti, tako je primjerice 2015. pokrivenost ukupnih obveza novčanim tijekom iz poslovnih aktivnosti 105%, 2016. 94%, a 2017. godine 93%. Unatoč padu vrijednosti, pokazatelji su vrlo visoki s obzirom da minimalni omjer mora biti 20%. Razlog vrlo visoke pokrivenosti obveza povezano je sa vlastitim izvorima financiranja, a ako se pogleda grafikon 6, vidi se kako poduzeće samostalno financira preko 80% svoje ukupne imovine.

4.6.2. Pokazatelji kvalitete dobiti HT-a

Tablica 33. Pokazatelji kvalitete dobiti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
kvaliteta prodaje (prihoda)⁸⁹	*	*	*
kvaliteta dobiti	0,89	0,76	0,87

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Pokazatelji kvalitete prodaje (prihoda) za sve tri godine nisu izračunati jer nisu dostupni podaci o novčanim primicima s osnove prodaje. Kvaliteta dobiti za sve tri godine bila je manja od 1, što znači da je novčani tijek iz poslovnih aktivnosti bio veći od dobiti iz

⁸⁹ Nije moguće izračunati jer je objavljen izvještaj o novčanom toku putem indirektna metode gdje nije naveden podatak o novčanim primicima s osnove prodaje

poslovnih aktivnosti (operativna dobit). Izračunata vrijednost za 2017. godinu od 0,87 govori da je dobit poslovnih aktivnosti bila popraćena kroz novčane tijekomove 87%, a ostatak predstavlja obračunsku vrijednost.

4.6.3. Pokazatelji kapitalnih izdataka HT-a

Tablica 34. Pokazatelji kapitalnih izdataka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
pokazatelj nabave kapitalne imovine	1,82	1,35	1,49
pokazatelj investiranja	0,67	2,09	1,17
pokazatelj financiranja	-0,36	-1,40	-0,71

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.

Pokazatelj nabave kapitalne imovine 2016. je pao u odnosu na 2015., a u 2017. godini je došlo do porasta i to na 1,49 što znači da su izdaci za nabavu dugotrajne imovine skoro 1.5 puta pokriveni novčanim tijekom iz poslovnih aktivnosti (nakon podmirenja izdataka za dividende). Vrlo visoki pokazatelji nabave kapitalne imovine mogu značiti da je poduzeće u promatranom razdoblju imalo male investicije, odnosno manje u odnosu na prethodnu godinu. Pokazatelj investiranja pokazuje da je 2015. novčani tijek iz investicijskih aktivnosti činio 67% od visine ostvarenog novčanog toka iz financijskih aktivnosti, odnosno financijske aktivnosti su bile veće za 33%. U 2016. i 2017. godini novčani tijek iz investicijskih aktivnosti bio je veći od novčanog tijeka iz financijskih aktivnosti tako da je za 2016. dobivena vrijednost od 2,09, a 2017. godine 1,17. To znači da su investicijske aktivnosti u 2017. bile veće za 17% od financijskih aktivnosti. Svakako valja napomenuti da se radi o neto smanjenu novčanog tijeka iz investicijskih i financijskih aktivnosti, jer su poduzeću izdaci od investicijskih i financijskih aktivnosti veći od primitaka (neto smanjenje). Puno veće vrijednosti u 2016. i 2017. u odnosu na 2015. razlog su povećanja izdataka za stjecanje vlasničkih i dužničkih financijskih instrumenata te ostalih izdataka od financijskih aktivnosti. Upravo zbog toga dobiveni su negativni predznaci kod pokazatelja financiranja, odnosno novčani tijek iz investicijskih aktivnosti bio je negativnog predznaka (neto smanjenje), a zbroj neto povećanja novčanog toka iz poslovnih aktivnosti i neto smanjenja novčanog toka iz financijskih aktivnosti bio je pozitivan. Izračunata vrijednost za 2017. godinu znači da je poduzeće više zaradilo, nego investiralo i to za 29%.

4.6.4. Pokazatelji povrata novčanog toka HT-a

Tablica 35. Pokazatelji povrata novčanog toka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine

NAZIV POKAZATELJA	2015.	2016.	2017.
novčani tok po dionici	28,93	25,30	23,35
povrat novca na uloženu imovinu ⁹⁰	0,19	0,17	*
povrat novca na glavnici (kapital) i obveze	0,17	0,14	0,16
povrat novca na dioničarsku glavnici	0,24	0,21	0,24

Izvor: vlastiti rad autora, prema: godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018., <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do>, preuzeto 19.04.2018.

Izračunati novčani tijek po dionici za 2015. godinu od 28,93 kune znači da se po jednoj dionici moglo iz novčanog tijeka iz poslovnih aktivnosti isplatiti upravo 28,93 kune. U promatranom trogodišnjem razdoblju, novčani tijek po dionici imao je negativan trend, te je 2017. iznosio 23,35 kuna. Povrat novca na uloženu imovinu 2015. godine iznosio je 0,19, što govori da poduzeće Hrvatski Telekom na jednu kunu uložene ukupne imovine ostvari povrat od 19 lipa novčanog tijeka iz poslovnih aktivnosti koji je sposoban pokriti izdatke za kamate i poreze. 2016. godine izračunati pokazatelj je nešto lošiji, odnosno iznosi 17 lipa, a pokazatelj za 2017. nije moguće izračunati. Povrat novca na glavnici i obveze 2015. godine iznosi 17 kuna, 2016. 14 kuna, a 2017. godine 16 kuna što znači da HT ostvaruje povrat novca na glavnici i obveze od 16%, odnosno na 100 kuna ukupno uložene imovine ostvaruje povrat od 16 kuna novčanog toka iz poslovnih aktivnosti. Povrat novca na dioničarsku glavnici u 2015. i 2017. godini bio je jednak, odnosno 0,24, što znači da dioničari ostvaruju povrat od 24% od uloženog kapitala novčanim tijekom iz poslovnih aktivnosti.

⁹⁰ Nije moguće izračunati za 2017. godinu jer je objavljen izvještaj o novčanom toku putem indirektno metode gdje nije naveden podatak o novčanim izdacima za porez na dobit i kamate

4.7. Rezultati istraživanja

Na temelju analiziranih financijskih izvještaja poduzeća Hrvatski Telekom za razdoblje od 2015. do 2017. godine, mogu se dati odgovori na istraživačka pitanja postavljena u uvodnome dijelu rada.

Istraživačko pitanje 1: Kakav je trend kretanja financijskih pokazatelja u promatranom razdoblju poduzeća Hrvatski Telekom d.d.?

Provedenom horizontalnom analizom uspoređeni su podaci za tri godine. Horizontalna analiza aktive u razdoblju od 2015. do 2017. godine pokazuje kako je ukupna aktiva (ukupna imovina) bila u konstantnom porastu, a najviše je na to utjecao rast vrijednosti dugotrajne imovine, dok je kratkotrajna imovina u konstantnom padu. Razlog pada kratkotrajne imovine su financijska imovina raspoloživa za prodaju i bankovni depoziti. Horizontalna analiza pasive pokazuje porast ukupnog kapitala i rezervi kroz sve tri godine, dok su dugoročne i kratkoročne obveze u 2016. smanjene u odnosu na 2015. godinu, a 2017. je ponovo došlo do porasta vrijednosti. Pad dugoročnih obveza vezan je za obveze prema bankama i obveze za izdane obveznice, dok je pad kratkoročnih rezultat obveza prema dobavljačima zbog ICT usluga. Horizontalnom analizom računa dobiti i gubitka može se vidjeti lagani porast poslovnih prihoda, ali i rashoda tijekom sve tri godine. Dobit prije kamata i poreza u 2016. godini je porasla, ali je 2017. pala za skoro 14%. Iz horizontalne analize također se vidi velika razlika između financijskih rashoda i financijskih prihoda koji su dodatno doprinijeli negativnom trendu vrijednosti bruto i neto dobiti.

Vertikalna analiza pokazuje uvid u strukturu financijskih izvještaja, a primjetan je porast dugotrajne imovine u strukturi aktive, 2015. godine je bio 59,98%, 2016. 61,56%, a 2017. 67%. Paralelno s porastom dugotrajne imovine, udio kratkotrajne imovine tijekom promatranog trogodišnjeg razdoblja lagano pada. Porast vrijednosti ukupne imovine znak je razvoja i širenja poslovanja, dok smanjenje kratkotrajne imovine znači smanjenje financijske snage. U strukturi pasive kapital i rezerve čine najveći udio i to od oko 80%, dok su dugoročne obveze gotovo zanemarive, a udio kratkoročnih obveza je oko 13% za sve tri godine. U strukturi ukupnih prihoda bitno je naglasiti da je skoro sav prihod ostvaren prodajom, a ukupni rashodi 2017. u strukturi čine čak 87%, što je rezultiralo padom udjela bruto i neto dobiti.

Izračunate vrijednosti pokazatelja likvidnosti govore kako poduzeće nema problema s pribavljanjem novčanih sredstava u kratkom roku. Isto tako iz pokazatelja likvidnosti vidi se kako poduzeće iz dugoročnih izvora uspješno financira dugotrajnu i kratkotrajnu imovinu. Radni kapital tijekom trogodišnjeg razdoblja se kontinuirano smanjivao, što znači da se smanjivala financijska stabilnost. Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti na temelju izvještaja o novčanom tijeku također govore kako je u trogodišnjem razdoblju došlo do pada vrijednosti. Ukupno gledajući sve pokazatelje može se vidjeti kako je trend kretanja pokazatelja negativan, no ipak nema zabrinutosti za poslovanje poduzeća jer su svi izračunati koeficijenti iznad prosjeka. Pokazatelji zaduženosti za sve tri godine su zadovoljavajući jer su vrijednosti, kao i kod likvidnosti, iznad prosjeka. Društvo je sposobno pokriti izdatke i troškove kamata, a poduzeće se u pravilu više financira iz vlastitih izvora. Uzmu li se u obzir svi pokazatelji, zaduženost se smanjivala u navedenom trogodišnjem razdoblju. Kod pokazatelja aktivnosti mogu se primijetiti najveće fluktacije između izračunatih koeficijenata. Koeficijent obrta kratkotrajne imovine i koeficijent obrta zaliha su jedini pokazatelji koji su poboljšani tokom navedene tri godine, dok su ostali u padu, što znači da je povećano vrijeme vezivanja ukupnih prihoda i imovine (potrebno je više novca za stvaranje prihoda) te se produljilo trajanje naplate potraživanja. Pokazatelje ekonomičnosti također prati negativan trend, gdje je razvidno kontinuirano smanjenje ekonomičnosti ukupnog poslovanja, ekonomičnosti prodaje i ekonomičnosti financiranja. No svakako valja spomenuti kako su ekonomičnost ukupnog poslovanja i prodaje iznad referentne razine, dok je ekonomičnost financiranja ispod razine (financijski prihodi su im manji od financijskih rashoda). Kod pokazatelja profitabilnosti najviše je primjetan negativan trend kretanja izračunatih koeficijenata, što znači da se tijekom trogodišnjeg razdoblja smanjivao uspjeh ostvarivanja zarade. Pokazatelji za 2016. godinu nisu bili puno lošiji u odnosu na 2015., no 2017. godine je svakako došlo do velikog pada vrijednosti. Ukupno gledajući prosjek svih pokazatelja investiranja, može se zaključiti kako je u promatranom razdoblju došlo do pozitivnog trenda kretanja, iako je 2017. godine u odnosu na 2016. ostvarena manja neto dobit po dionici, smanjeno je pokriće dividendi zaradom i smanjen je omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti. Porast P/E omjera također nije dobar znak jer to znači da cijena dionice raste brže od zarade po dionici. Du Pontov sustav pokazatelja, determinantne granice za Altmanov Z-score model i Kralicekov DF pokazatelj govore kako je poduzeće financijski stabilno te nema zabrinutosti za stečaj društva. No ukoliko se stave u odnos sve tri godine, također je primjetan negativan trend vrijednosti pokazatelja.

Istraživačko pitanje 2: Je li moguće analizom financijskih izvještaja procijeniti financijsku perspektivu Hrvatskog Telekoma d.d.?

Analizom financijskih izvještaja svakako se može procijeniti financijska perspektiva, ali samo do jedne granice. Naime, analizom se mogu dobiti podaci o kretanju likvidnosti, zaduženosti, profitabilnosti, promjene u strukturi kapitala i dr., ali samo u određenom trenutku. Isto tako financijska analiza ne obuhvaća nefinancijske elemente kao što je sustav u kojem se poduzeće nalazi. Na poslovanje poduzeća svakako utječe i politička, pravna, ekonomska, sociološka i tehnološka situacija, odnosno okruženje. Svi elementi međusobno su povezani, tako da se može reći da na poslovanje poduzeća također utječu i svakodnevne poslovne operacije, podjela tržišta, zadovoljstvo potrošača, regulatori, konkurenti, dobavljači i ostali.

Istraživačko pitanje 3: Kakav je odnos između analiziranih financijskih izvještaja sa kretanjima cijena dionica Hrvatskog Telekoma d.d. u razdoblju od 2015. do 2017. godine?

Analiza financijskih izvještaja usko je povezana s predviđanjem kretanja cijene dionice, jer upravo analitičari i investitori kombiniraju tu metodu s ostalim metodama kako bi im pomogle u odlučivanju o kupoprodaji dionica. Problem kod financijskih izvještaja je vremenska komponenta, što znači da se izvješća objavljuju kvartalno, a dionicama se trguje svaki dan. Dionice HT-a su jedne od dionica s najvećim prometom te je izuzetno važan utjecaj na tržište kapitala. Analiza financijskih izvještaja bitna je podloga u odlučivanju, ali ne i jedina. Na kretanje cijene dionice utječu i svakodnevne poslovne aktivnosti, konkurenti, potrebe potrošača, ali i burzovne špekulativne aktivnosti. Da bi se dobila jasnija slika o kretanju cijene dionice za analizirano razdoblje u nastavku se daje grafički prikaz podataka o cijeni dionice HT-a.

Slika 1. Smjer kretanja cijene dionica Hrvatskog Telekoma u razdoblju od 01.01.2015. do 31.12.2017.



Izvor: Kretanje cijene dionice, <http://www.ht.hr/odnosi-s-investitorima/dionice/#section-nav>, pristupljeno 23.04.2018.

Većina izračunatih financijskih pokazatelja ima negativan smjer kretanja, odnosno poduzeću je tijekom trogodišnjeg razdoblja pala financijska uspješnost i stabilnost. Kada bi se u odnos stavile sve tri godine, svakako se može zaključiti kako je 2017. poslovna godina bila najlošija, no ukoliko se pogleda slika 1., vidi se kako su cijene dionica u 2017. ipak bile nešto više od cijena u 2015. i 2016. godini. Od sredine 2015. do sredine 2016. godine dionice su poprimile najnižu cijenu. Jedan od razloga pada cijena dionice sredinom 2015. je špekulativna aktivnost. „Vrijednosnicama HT-a aktivno se trgovalo cijeli tjedan. Špekulanti koji su kupovali dionice HT-a očekujući kako će redovna skupština održana 29. 4. 2015. donijeti odluku o isplati veće dividende od 7,00 kn izlazili su iz nje sporije nego što su očekivali. U petak je došlo do značajnog smanjenja tržišne cijene dionice HT-a jer su kupci izgubili pravo na isplatu 7,00 kn dividende. Zbog toga se cijena dionice HT-a spustila u petak na 157,25 kn što je za 7,05 kn ili 4,3 posto manje nego na početku tjedna.“⁹¹

⁹¹ Pad cijene dionice, <http://www.glas-slavonije.hr/269225/7/Ostar-pad-cijena-domacih-dionica>, pristupljeno 23.04.2018.

Jedan od razloga viših cijena u 2017. leži u otkupu vlastitih dionica. „HT namjerava otkupiti najviše 2,5 milijuna dionica, malo više od tri posto ukupnog broja dionica. Te će se dionice nakon otkupa poništiti, čime će se povećati udjel dionica u temeljnom kapitalu. Za Ivanu Blašković, direktoricu korporativnih analiza Zagrebačke banke, u poništenju se krije razlog rasta cijene dionice. Ovaj potez donosi barem dvije dobre vijesti za dioničare HT-a. Prva je što će HT napokon operacionalizirati svoj dugo očekivani program otkupa vlastitih dionica, a druga što kompanija planira poništiti tako otkupljene dionice. Povlačenje odnosno poništenje dionica koje će se otkupiti kroz program otkupa je, po mom mišljenju, ključan razlog zašto su tržišni akteri tako pozitivno reagirali na ovu najavu", kaže Ivana Blašković.⁹²

Još jedan skok cijena dionica u 2017. godini su uzrokovane HT-ovom objavom o kupnji Crnogorskog Telekomu. „Nakon što je objavljena vijest da je Hrvatski Telekom kupio 76,5 posto dionica Crnogorskog Telekomu, cijena dionica je ojačala 5,2 posto na prometu od 5,9 milijuna kuna, dok je dionicom protrgovano dodatnih 4 milijuna kuna u blok transakciji.“⁹³

Kao glavni zaključak na istraživačko pitanje broj 3 može se odgovoriti kako analiza financijskih izvještaja na dugi rok paralelno utječe na kretanje cijene dionice (ako se promotri donji dio slike 1., vidi se negativan smjer kretanja dionice HT-a sve od 2010. godine pa do danas). No na kraći rok, pogotovo na dnevnoj, tjednoj i mjesečnoj bazi, na kretanje cijene dionice više utječu vanjski čimbenici poput špekulativnih aktivnosti, akvizicija i ostalo.

⁹² Rast cijene dionice, <http://www.poslovni.hr/burze/otkupom-podigli-cijenu-dionice-za-419-posto-329548>, pristupljeno 23.04.2018.

⁹³ Kupnja Crnogorskog Telekomu, <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/skok-dionica-ht-a-nakon-kupnje-crnogorskog-telekoma>, pristupljeno 23.04.2018.

5. ZAKLJUČAK

Analiza financijskih izvještaja vrlo je važan izvor informacija kod planiranja, kontrole i donošenja optimalnih odluka u poslovanju poduzeća. U tu svrhu primjenjuju se različiti postupci kako bi se podaci iz financijskih izvještaja pretvorili u korisne informacije u procesu odlučivanja. Analiza financijskih izvještaja mora biti realna i objektivna jer ona služi vlasnicima i menadžerima u donošenju strateških i operativnih odluka. Osim vlasnicima, rezultati analize također su bitni i zaposlenicima, investitorima, kupcima, kreditorima, konkurenciji i ostalima. Cilj analize financijskih izvještaja je prikaz uspješnosti i sigurnosti poslovanja određenog poduzeća. No ipak, u donošenju važnih odluka, financijska analiza nije dovoljna jer ne sadrži nefinancijske elemente, te je važno imati na umu i poslovno okruženje poduzeća, podjelu tržišta, konkurente, zadovoljstvo potrošača i sl.

U radu je provedena analiza financijskih izvještaja poduzeća Hrvatski Telekom d.d. za razdoblje od 2015. do 2017. godine. Analiza je provedena na temelju podataka iz bilance stanja, računa dobiti i gubitka te izvještaja o novčanom tijeku poslovanja. Prvo je provedena horizontalna analiza koja uspoređuje podatke za sve tri godine koja pokazuje kako je ukupna aktiva (ukupna imovina) u konstantnom porastu. Na to je najviše utjecao rast vrijednosti dugotrajne imovine, dok je kratkotrajna imovina u konstantnom padu. Horizontalna analiza pasive pokazuje porast ukupnog kapitala i rezervi kroz sve tri godine, dok su dugoročne i kratkoročne obveze u 2016. smanjene u odnosu na 2015. Godinu. 2017. godine je ponovo došlo do porasta vrijednosti. Kod vertikalne analize računa dobiti i gubitka bitno je naglasiti da je skoro sav prihod ostvaren prodajom, a ukupni rashodi 2017. u strukturi čine čak 87%, što je rezultiralo padom udjela bruto i neto dobiti.

Analizom financijskih pokazatelja vidljivo je kako su svi izračunati pokazatelji iznad referentne granice što upućuje na to da poduzeće Hrvatski Telekom posluje uspješno. No kada bi promotrili sve tri godine, svakako je primjetan negativan trend, što se posebno vidi kod pokazatelja likvidnosti, ekonomičnosti i profitabilnosti, a to znači da se tokom trogodišnjeg razdoblja smanjivala financijska uspješnost i stabilnost. Du Pontov sustav pokazatelja i determinantne granice za Altmanov Z-score model i Kralicekov DF pokazatelj govore kako je poduzeće financijski stabilno te nema zabrinutosti za stečaj društva. No ukoliko se stave u odnos sve tri godine, također je primjetan negativan trend vrijednosti pokazatelja. Kod pokazatelja analize na temelju izvještaja o novčanom tijeku nema prevelikih fluktuacija

između navedene tri godine, te se može zaključiti kako HT ima zadovoljavajuće koeficijente poslovnih aktivnosti. S druge pak strane, izdaci za financijske i investicijske aktivnosti premašuju primitke istih što utječe na slabljenje čistog novčanog tijeka.

Na temelju dobivenih rezultata, potvrđeni su odgovori na istraživačka pitanja. Istraživačko pitanje 1 odnosi se na trend kretanja financijskih pokazatelja. U radu se pokazalo kako poduzeće Hrvatski Telekom kod većine pokazatelja ostvaruje negativan trend vrijednosti, što znači da se tijekom promatranog razdoblja smanjuje stabilnost poslovanja. No ipak sigurnost poslovanja nije upitna jer su izračunati koeficijenti iznad referentne razine. Odgovor na istraživačko pitanje 2 kaže da je moguće analizom financijskih izvještaja procijeniti financijsku perspektivu poduzeća, no samo ako se uzmu u obzir i nefinancijski elementi. Kao odgovor na istraživačko pitanje 3 može se reći kako u promatranom razdoblju smjer kretanja izračunatih pokazatelja nije isti kao i smjer kretanja cijena dionica zbog vanjskih čimbenika poput špekulativnih aktivnosti, ali i akvizicija te svakodnevnih poslovnih odluka.

Negativan trend kod izračunatih pokazatelja svakako su uzrok povećanih infrastrukturnih ulaganja i povećanog vrijednosnog usklađenja imovine i potraživanja, zatim investicije u nepokretnu mrežu, posljedice tržišnih utjecaja i financijskih troškova povezanih s tečajnim razlikama. Ostali izazovi s kojima se HT suočavao su regulatorne mjere, stalno jačanje pritiska konkurencije, besplatne internetske komunikacijske aplikacije, trend zamjene fiksne tehnologije mobilnom i ostalo. No unatoč tome, Hrvatski Telekom i dalje drži poziciju lidera u svim segmentima telekomunikacijskog tržišta, a rastu prihoda pridonijeli su prihodi pokretnih komunikacija i rast u sistemskim rješenjima. Hrvatski Telekom konstantno ulaže u nove tehnologije te u istraživanje i razvoj, što povećava njegovu konkurentnost i privlači nove korisnike. Nema razloga sumnjati da će poduzeće u budućnosti zadržati vodeću tržišnu poziciju i rasti u svim segmentima poslovanja, no svakako bi trebali uložiti više napora u povećanje prihoda te u smanjenje izdataka od financijskih i investicijskih aktivnosti.

LITERATURA

Knjige:

1. Belak V. (1995), Menadžersko računovodstvo, Zagreb: RriFplus
2. Horvat, Đ., Perkov, D., Trojak, N. (2012), Strategijsko upravljanje i konkurentnost u novoj ekonomiji, Zagreb: Edukator
3. Klačmer Čalopa M. i Cingula M. (2012): Financijske institucije i tržište kapitala, Varaždin: TIVA
4. Osmanagić Bedenik N. (2007): Kriza kao šansa – Kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Zagreb: Školska knjiga
5. Van Home J.C., Wachowicz, Jr.J.M. (2014): Osnove financijskog menadžmenta, Zagreb: Mate
6. Vukičević M. (2006): Financije poduzeća, Zagreb: Golden marketing-Tehnička knjiga
7. Žager K., Mamić Sačer I., Sever S., Žager L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb: Masmedia

Internet:

1. Bilješke uz financijske izvještaje, <http://www.osfi.hr/Uploads/1/2/21/46/100/Odluka.pdf>, pristupljeno 14.03.2018.
2. Dividenda, <http://www.ht.hr/odnosi-s-investitorima/modal-dividenda/>, pristupljeno 15.04.2018.
3. Godišnji izvještaji HT-a, <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, preuzeto 25.03.2018.
4. Javna objava godišnjeg izvješća, <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do>, preuzeto 19.04.2018.
5. Kretanje cijene dionice, <http://www.ht.hr/odnosi-s-investitorima/dionice/#section-nav>, pristupljeno 23.04.2018.
6. Kupnja Crnogorskog Telekom, <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/skok-dionica-ht-anakon-kupnje-crnogorskog-telekoma>, pristupljeno 23.04.2018.
7. Misija, vizija, <http://www.t.ht.hr/o-nama/modal-misija-vizija/>, pristupljeno 31.03.2018.
8. Narodne novine (2015). Zakon o računovodstvu (NN 78/2015), članak 21. Preuzeto s https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_07_78_1493.html, pristupljeno

05.03.2018.

9. Organizacijska struktura, <http://www.t.ht.hr/o-nama/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.
10. Osnivanje poduzeća, <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=68239>, pristupljeno 21.03.2018.
11. Osnovne djelatnosti, <http://www.ht.hr/o-nama/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.
12. Pad cijene dionice, <http://www.glas-slavonije.hr/269225/7/Ostar-pad-cijena-domacih-dionica>, pristupljeno 23.04.2018.
13. Pokazatelji ekonomičnosti, <https://hrcak.srce.hr/file/10428>, pristupljeno 18.03.2018.
14. Pokazatelji profitabilnosti, <http://www.poslovni.hr/leksikon/pokazatelj-rentabilnosti-profitabilnosti-1484>, pristupljeno 18.03.2018.
15. Prikaz bilance, https://www.poreznauprava.hr/HR_obraci/Documents/POREZ%20NA%20DOBIT/POD-BIL.pdf, pristupljeno 07.03.2018.
16. Rashodi, <http://www.poslovni.hr/leksikon/rashodi-1502>, pristupljeno 11.03.2018.
17. Rast cijene dionice, <http://www.poslovni.hr/burze/otkupom-podigli-cijenu-dionice-za-419-posto-329548>, pristupljeno 23.04.2018.
18. Strategija, <http://www.t.ht.hr/o-nama/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.
19. Tržišna cijena dionica, <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1063>, pristupljeno 13.04.2018.;
20. Tržišni udio u nepokretnoj komunikacijskoj mreži, https://www.hakom.hr/UserDocs/Images/2017/e_trziste/GOD%20HRV%202016_Udio%20operatora.pdf, pristupljeno 21.03.2018.
21. Tržišni udio u pokretnoj komunikacijskoj mreži, https://www.hakom.hr/UserDocs/Images/2017/e_trziste/GOD%20HRV%202016_Udio%20operatora.pdf, pristupljeno 21.03.2018.
22. Vlasnička struktura, <http://www.ht.hr/o-nama/vlasnicka-strukturam/#section-nav>, pristupljeno 21.03.2018.

POPIS SLIKA

Slika 1. Smjer kretanja cijene dionica Hrvatskog Telekoma u razdoblju od 01.01.2015. do 31.12.2017.....	65
---	----

POPIS TABLICA

Tablica 1. Skraćeni prikaz bilance.....	12
Tablica 2. Skraćeni prikaz računa dobiti i gubitka.....	14
Tablica 3. Skraćeni prikaz izvještaja o novčanom toku (direktna metoda).....	16
Tablica 4. Pokazatelji likvidnosti.....	21
Tablica 5. Pokazatelji zaduženosti.....	23
Tablica 6. Pokazatelji aktivnosti.....	25
Tablica 7. Pokazatelji ekonomičnosti.....	26
Tablica 8. Pokazatelji profitabilnosti.....	27
Tablica 9. Pokazatelji investiranja.....	28
Tablica 10. Altmanov Z-score model.....	31
Tablica 11. Determinantne granice ocjene za Altman Z-score.....	31
Tablica 12. Kralicekov DF pokazatelj.....	32
Tablica 13. Vrijednosti DF pokazatelja s pripadajućom ocjenom financijske stabilnosti.....	32
Tablica 14. Postupak izračuna pokazatelja ocjene likvidnosti i solventnosti.....	34
Tablica 15. Postupak izračuna pokazatelja kvalitete dobiti.....	34
Tablica 16. Postupak izračuna pokazatelja kapitalnih izdataka.....	35
Tablica 17. Postupak izračuna pokazatelja povrata novčanog toka.....	36
Tablica 18. Horizontalna analiza aktive HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn).....	40
Tablica 19. Horizontalna analiza pasive HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn).....	42
Tablica 20. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn).....	43
Tablica 21. Vertikalna analiza bilance HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn).....	44
Tablica 22. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. (u mil. kn).....	46
Tablica 23. Pokazatelji likvidnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	47

Tablica 24. Pokazatelji zaduženosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	49
Tablica 25. Pokazatelji aktivnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	50
Tablica 26. Pokazatelji ekonomičnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	51
Tablica 27. Pokazatelji profitabilnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	53
Tablica 28. Pokazatelji investiranja HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	54
Tablica 29. Izračun pokazatelja za Du Pontov sustav HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	56
Tablica 30. Altmanov Z-score model HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	57
Tablica 31. Kralicekov DF pokazatelj HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	58
Tablica 32. Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	59
Tablica 33. Pokazatelji kvalitete dobiti HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	60
Tablica 34. Pokazatelji kapitalnih izdataka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	60
Tablica 35. Pokazatelji povrata novčanog toka HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	61

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja.....	18
Grafikon 2. Du Pontov sustav pokazatelja (skraćeni prikaz).....	30
Grafikon 3. Tržišni udio prema ukupnom broju korisnika u nepokretnoj komunikacijskoj mreži (prosinac 2016.).....	39
Grafikon 4. Udio operatora pokretnih komunikacijskih mreža obzirom na broj korisnika (prosinac 2016.).....	40
Grafikon 5. Struktura imovine HT-a.....	45
Grafikon 6. Struktura pasive HT-a.....	45
Grafikon 7. Radni kapital HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	49
Grafikon 8. Odnos poslovnih i financijskih prihoda i rashoda HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine.....	52
Grafikon 9. Du Pontov sustav pokazatelja HT-a za razdoblje od 2015. do 2017. godine (u mil kn).....	57

ŽIVOTOPIS

Prezime / Ime	Anić Helena
Adresa(e)	Domaslovec, II Krmica 13, 10430 Samobor, Republika Hrvatska
Telefonski broj(evi)	Broj mobilnog telefona: 099 697 8657
E-mail	hevlahovic@gmail.com
Državljanstvo	Hrvatsko
Datum rođenja	10.05.1991.
Spol	Ž
Radno iskustvo	<ul style="list-style-type: none">- 2017.; Državno izborno povjerenstvo – Lokalni izbori (član biračkog odbora)- 2012. – 2015.; dm – drogerie markt d.o.o. (rad preko student servisa, radno mjesto - prodavač)- 2014. dm – drogerie markt d.o.o. (rad preko student servisa, radno mjesto - financijsko knjigovodstvo)
Obrazovanje i osposobljavanje	<ul style="list-style-type: none">- 2016. – danas; Međunarodno sveučilište Libertas; smjer Menadžment bankarstva, osiguranja i financija- 2011. – 2016.; Međunarodno sveučilište Libertas; smjer Poslovna ekonomija- 2006. – 2010.; Gimnazija Lucijana Vranjanina, Zagreb
Osobne vještine i kompetencije	
Materinski jezik(ci)	hrvatski
Drugi jezik(ci)	engleski, aktivno znanje u govoru i pismu
	njemački, pasivno znanje u govoru i pismu
Društvene vještine i kompetencije	Sposobnost rada u timu, sposobnost prilagođavanja različitim okruženjima

Organizacijske vještine i kompetencije	Smisao za organizaciju, fleksibilnost, spremnost na učenje
Računalne vještine i kompetencije	Vješto baratanje Microsoft Office™ alatima (Word™, Excel™ and PowerPoint™)
Vozačka dozvola	Kategorija B