ANALIZA FINANCIJSKE USPJEŠNOSTI POSLOVANJA PODUZEĆA HRVATSKI TELEKOM d.d. OD 2011. DO 2015. GODINE

Kolovrat, Ivana

Master's thesis / Diplomski rad

2017

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

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:427586

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

ANALIZA FINANCIJSKE USPJEŠNOSTI POSLOVANJA PODUZEĆA HRVATSKI TELEKOM d.d. OD 2011. DO 2015. GODINE

Mentor:

prof. dr. sc. Ante Rozga

Student:

Ivana Kolovrat, univ. bacc.

Split, veljača 2017.

SADRŽAJ:

1. UVOD 3
1.1. Problem i predmet istraživanja 3
1.2. Ciljevi, struktura i hipoteze istraživanja 5
1.3. Metode istraživanja 7
1.4. Doprinos istraživanja 8
2. TEORIJSKE POSTAVKE ANALIZE FINANCIJSKE USPJEŠNOSTI PODUZEĆA 10
2.1. Zakonski okvir financijskog izvještavanja u Hrvatskoj 10
2.2. Temeljni financijski izvještaji 13
2.2.1. Bilanca 13
2.2.2. Račun dobiti i gubitka 15
2.2.3. Izvještaj o novčanom tijeku 17
2.2.4. Izvještaj o promjenama kapitala 19
2.2.5. Bilješke uz financijske izvještaje 19
2.3. Analiza financijskih izvještaja 20
2.4. Financijski pokazatelji 22
2.4.1. Pokazatelji likvidnosti 22
2.4.2. Pokazatelji upravljanja imovinom 24
2.4.3. Pokazatelji upravljanja dugom (zaduženosti) 26
2.4.4. Pokazatelji profitabilnosti 28
2.4.5. Tržišni pokazatelji 30
3. EMPIRIJSKA ANALIZA USPJEŠNOSTI POSLOVANJA HT-a OD 2011. DO 2015. 32
3.1. Značajke tržišta elektroničkih komunikacija 32
3.2. Osnovne informacije o poduzeću Hrvatski Telekom d.d. 37
3.3. Analiza financijskih izvještaja 39
3.3.1. Račun dobiti i gubitka 39
3.3.2. Bilanca 41
3.3.3. Izvještaj o novčanom tijeku 43
3.4. Analiza putem pokazatelja 45
4. ZAKLJUČAK 48
LITERATURA 50
POPIS TABLICA 52
POPIS SLIKA 52
SAŽETAK 53
SUMMARY 54

1. UVOD

1.1. Problem i predmet istraživanja

Prema klasičnoj teoriji poduzeća, koja se dugo vremena smatrala općeprihvatljivom, poduzeće teži maksimizaciji profita. Posljednjih desetljeća, uslijed sve većeg odvajanja vlasništva i upravljanja u velikim korporacijama, ova je teza poljuljana te su se pojavile nove teorije, koje u obzir uzimaju i ulogu i motivaciju menadžera, maksimizaciju osobne koristi pojedinih članova tima itd. (Pavić et al. 2009, str. 379-380). Nadalje, upravljanje promjenama postaje sve važniji aspekt menadžmenta: uvođenje promjena nužno je kako bi se tvrtka refokusirala, repozicionirala, obnavljala, reorganizirala te kako bi osmislila svoje poslovanje i razvoj. U budućnosti će uspjeh kompanije sve više ovisiti o različitosti i pripremljenosti na buduće promjene (Dujanić 2004). U takvim uvjetima kompanija mora neprekidno motriti okolinu kako bi se na vrijeme uočile tekuće i potencijalne prilike i prijetnje te pripremili adekvatni odgovori (Buble 2006, str. 29).

U svakom slučaju, kako bi se realizirali siguran rast i uspješan razvitak poduzeća, nužno je razumijevanje poslovanja i postizanje zadovoljavajućih poslovnih rezultata. Postizanje tih ciljeva, s druge strane, pretpostavlja kvalitetnu informacijsku podlogu (Dečman 2012, str. 448). Glavni izvor informacija o poslovanju tvrtke su upravo **financijski izvještaji**. Financijski izvještaji sadrže informacije o prošlim aktivnostima i njihovim rezultatima što analitičar odnosno korisnik informacija treba imati na umu. Dobri povijesni rezultati ne znače da će poduzeće i ubuduće dobro poslovati, niti loši rezultati znače da će se takav trend i u budućnosti nastaviti (Vidučić 2011, str. 374).

Analizom financijskih izvještaja služi se menadžment tvrtke u interne svrhe, i to kao baza za prognozu budućih uvjeta te planiranje budućeg poslovanja i razvitka, kao baza za pregovore s potencijalnim vjerovnicima i investitorima, te kao instrument interne revizije i kontrole. Također, i vanjski subjekti – dionici (eng. *stakeholders*), koji uključuju dioničare, vjerovnike, potencijalne investitore, financijske analitičare, brokere, porezne vlasti, gospodarske komore, udruge poslodavaca, sindikalne organizacije, vladina tijela i tijela organa lokalne uprave, zainteresirani su za informacije iz financijskih izvještaja. Njima su one potrebne radi procjene potencijala likvidnosti, efikasnosti u upravljanju imovinom i profitabilnosti, tj. procjene perspektive razvitka uz održanje zdrave financijske pozicije

odnosno financijske održivosti tvrtke, te procjene performansi menadžmenta (Vidučić 2011, str. 385-386).

Tržište elektroničkih komunikacija jedna je od najsnažnijih grana hrvatskoga gospodarstva te u modernom društvu predstavlja jedan od stupova razvoja i napretka. Karakteriziraju ga česte promjene i tehnološke inovacije, što nameće potrebu ulaganja u istraživanje i razvoj, razvoj infrastrukture te uvođenje novih tehnologija. Vodeći operatori na hrvatskome tržištu u posljednje su vrijeme, usprkos recesiji, nastavili ulagati u nove tehnologije, prepoznajući važnost investicija za osiguranje uspješnog poslovanja te daljnjeg rasta (HAKOM 2014, str. 13).

Osim recesije, telekomunikacijsko tržište suočava se s novim izazovima: porast broja pametnih telefona rezultirao je sve većim korištenjem pristupa Internetu putem pokretne mreže. Slijedom toga, smanjio se rast ostvarenih minuta u pokretnoj mreži, broj korisnika pokretnih telefonskih usluga (zbog novih tarifnih paketa), smanjio se broj poslanih SMS-ova i MMS-ova (zbog novih besplatnih internetskih komunikacijskih servisa, npr. *WhatsApp*, *Viber*, *Skype*…), a i od ulaska Hrvatske u Europsku Uniju dio prihoda izgubljen je zbog *roaming* regulacije koja se primjenjuje u EU. Također, povećana konkurencija na tržištu rezultirala je smanjenjem jedinične cijene usluge. Zbog svega navedenog, prihodi telekomunikacijske industrije smanjili su se u 2014. godini za oko 6% u odnosu na prethodnu, a investicije za čak 22% (HAKOM 2014, str. 7, 15).

Lider na tržištu telekomunikacijskih usluga u Hrvatskoj jest **Hrvatski Telekom d.d.** (u daljnjem tekstu: HT), dioničko društvo u većinskom vlasništvu društva Deutsche Telekom Europe B.V., osnovano 1998. godine. HT pruža elektroničke komunikacijske usluge, projektira i izgrađuje elektroničke komunikacijske mreže na području Hrvatske, pruža internetske usluge, televizijske (IPTV) i ICT usluge (poslovanje u *Cloud*-u), usluge prijenosa podataka te usluge pokretnih telefonskih mreža (HT 2015, str. 14).

HT se, kao i ostatak industrije, proteklih godina suočavao s pritiskom konkurencije, padom potrošnje te teškom ekonomskom situacijom u zemlji (HT 2013, str. 32; HT 2014, str. 30), premda je 2015. godine zabilježeno poboljšanje trendova prihoda i EBITDA-e na godišnjoj osnovi (HT 2015, str. 32).

Uzimajući sve navedeno u obzir, problem ovoga istraživanja čini pitanje kako se lider telekomunikacijske industrije u Hrvatskoj nosi s izazovima budućnosti, koje donosi stalan

tehnološki napredak, inovacije u području elektroničke komunikacije te integriranje Hrvatske u Europsku Uniju, pri čemu ne valja zanemariti ni utjecaj uporne gospodarske stagnacije.

Predmet ovoga istraživanja bit će analiza uspješnosti poslovanja kompanije Hrvatski Telekom d.d. kroz proteklih pet godina. Konkretnije, analizirat će se financijski izvještaji kompanije u razdoblju od 2011. do 2015. godine. Analiza financijskih izvještaja vrši se radi procjene trenda, veličine, dinamike i rizičnosti budućih gotovinskih tijekova tvrtke, te stjecanja cjelovite i što objektivnije slike o perspektivi dotične tvrtke (Vidučić 2011, str. 386).

1.2. Ciljevi, struktura i hipoteze istraživanja

Ciljevi ovoga istraživanja bit će, s teorijskog aspekta, ukratko opisati zakonski okvir financijskog izvještavanja u Hrvatskoj, zatim pojmovno odrediti temeljne godišnje financijske izvještaje i najčešće financijske pokazatelje uspješnosti poslovanja, te konačno definirati i objasniti uobičajene metode analize financijskih izvještaja.

S empirijskog aspekta, cilj je analizirati financijske izvještaje Hrvatskog Telekoma d.d. od proteklih pet godina koristeći se prethodno opisanim metodama. Zatim će se nastojati, u skladu s dobivenim rezultatima, donijeti sudove o uspješnosti poslovanja poduzeća u promatranom razdoblju odnosno njegovoj perspektivi u budućnosti, čime će se prihvatiti ili odbaciti postavljene hipoteze.

Diplomski rad sastojat će se od četiri poglavlja, kako slijedi:

U prvome, uvodnom poglavlju, definirat će se problem i predmet, te ciljevi istraživanja. Zatim će se postaviti i elaborirati hipoteze istraživanja, te će se navesti znanstvene metode koje će se u istraživanju koristiti. Konačno, navest će se očekivani doprinos istraživanja.

U drugome dijelu, koji će predstavljati teorijski dio rada, prvo će se ukratko opisati zakonski okvir financijskog izvještavanja u Hrvatskoj, a zatim će se dati pregled temeljnih financijskih izvještaja propisanih zakonom, te najčešćih pokazatelja korištenih pri analizi financijskih izvještaja. Konačno, opisat će se metode analize financijskih izvještaja.

U trećem dijelu, koji će predstavljati empirijski dio rada, najprije će se spomenuti neke od značajki telekomunikacijske industrije te osnovne informacije o poduzeću Hrvatski Telekom d.d., važne za kontekst istraživanja. Zatim će se provesti analiza financijskih izvještaja spomenutog poduzeća za razdoblje od 2011. do 2015. godine, s ciljem potvrđivanja odnosno odbacivanja postavljenih hipoteza.

U četvrtome, zaključnom poglavlju, izložit će se sinteza svih relevantnih činjenica cjelokupnog rada, uključujući i prihvaćanje odnosno odbacivanje hipoteza.

Nakon zaključka slijedi popis literature, a potom popis tablica i slika, te sažetak na hrvatskom i engleskom jeziku.

Sukladno problemu i predmetu istraživanja, u ovome radu testirat će se dvije kvalitativne ili kvalifikacijske hipoteze. Takvim hipotezama „se želi i nastoji dokazati da neka pojava sadrži određen atribut, a što znači da ulazi u određeni red pojava“ (Zelenika 2000, str. 420). One glase, kako slijedi:

H1: Hrvatski Telekom d.d. poslovao je uspješno u promatranom razdoblju od 2011. do 2015. godine, prema rezultatima analize financijskih izvještaja.

H2: Hrvatski Telekom d.d. posluje perspektivno, prema najažurnijim pokazateljima uspješnosti poslovanja poduzeća.

Uspješnost poslovanja kompanije testirat će se analizom njezinih financijskih izvještaja iz promatranog razdoblja, točnije analizom trendova odabranih financijskih pokazatelja za vrijeme trajanja razdoblja.

Određeni pokazatelji imaju referentne vrijednosti pomoću kojih se mogu tumačiti. Pritom, međutim, valja imati na umu kako je za donošenje objektivizirane ocjene o poziciji i prosperitetu kompanije pokazatelje potrebno procjenjivati u svjetlu njihove međuzavisnosti. Time bi se trebalo izbjeći pogrešno tumačenje ispodprosječne vrijednosti nekog pokazatelja kao znaka primjerice nelikvidnosti, dok se ustvari radilo o rezultatu menadžerske odluke kojoj je cilj bio povećanje profitabilnosti vlastitog kapitala (Vidučić 2011, str. 411). Dakle, pri analizi financijskih pokazatelja potrebno je voditi računa o kontekstu poslovanja kompanije, u čemu će pomoći njezini javno dostupni godišnji izvještaji.

1.3. Metode istraživanja

Metode pomoću kojih će se analizirati financijski izvještaji bit će **analiza putem pokazatelja** te **komparativna analiza** odnosno **analiza trenda**. Analiza putem pokazatelja vrši se „stavljanjem u odnos podataka iz jednog ili više izvješća, ili nekom od kombinacija tržišnih i podataka iz financijskih izvješća“ (Vidučić 2011, str. 386-387). Financijski pokazatelji često se dijele na pokazatelje likvidnosti, upravljanja imovinom, upravljanja dugom, profitabilnosti te financijskih tržišta (Vidučić 2011, str. 392).

Nadalje, komparativna analiza provest će se zatim usporedbom izabranih financijskih pokazatelja s njihovim povijesnim vrijednostima, što ujedno čini jednu od metoda analize trenda, a provodi se usporedbom pokazatelja u dva ili više uzastopnih izvještajnih razdoblja (Vidučić 2011, str. 387). Analiza trenda uključivat će i grafičko prikazivanje odabranih vrijednosti te izračun trendnih – indeksiranih izvještaja (**horizontalna analiza**) te strukturnih izvještaja (**vertikalna analiza**).

Također, kako bi se ispunili ciljevi istraživanja, odnosno prihvatile ili odbacile postavljene hipoteze, koristit će se i sljedeće znanstvene metode:

Metoda analize je „postupak znanstvenog istraživanja i objašnjenja stvarnosti putem raščlanjivanja složenih misaonih tvorevina (pojmova, sudova i zaključaka) na njihove jednostavnije sastavne dijelove i elemente i izučavanje svakog dijela (i elementa) za sebe i u odnosu na druge dijelove, odnosno cjeline.“ (Zelenika 2000, str. 327) U ovome istraživanju koristit će se prvenstveno **analiza financijskih izvještaja**, koja se, prema klasifikaciji Zelenike (2000, str. 328-329) može svrstati u podskupinu **kvantitativne** te **mikroekonomske analize**, budući da uključuje izračunavanje brojčanih pokazatelja u pojedinačnom gospodarskom subjektu.

Metoda sinteze, s kojom je metoda analize usko povezana, je „postupak znanstvenog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti putem spajanja, sastavljanja jednostavnih misaonih tvorevina u složene i složenijih u još složenije, povezujući izdvojene elemente, pojave, procese i odnose u jedinstvenu cjelinu u kojoj su njezini dijelovi uzajamno povezani.“ (Zelenika 2000, str. 329-330).

Induktivnom metodom se „na temelju pojedinačnih činjenica i saznanja, dolazi do uopćavanja i formiranja zakonitosti, odnosno spoznaje novih činjenica i novih zakonitosti.“ (Zelenika 2000, str. 323).

Deduktivnom metodom se „iz općih stavova izvode posebni, pojedinačni, iz općih postavki dolazi se do konkretnih pojedinačnih zaključaka, iz jedne ili više tvrdnji izvodi se neka nova tvrdnja koja proizlazi iz prethodnih tvrdnji.“ (Zelenika 2000, str. 325).

U teorijskom dijelu rada koristit će se **metoda kompilacije** i **metoda deskripcije**, budući da će se navoditi saznanja iz postojeće literature o problematici analize financijske uspješnosti poslovanja poduzeća.

Povijesna metoda je „postupak kojim se na temelju raznovrsnih dokumenata i dokaznog materijala može egzaktno saznati ono što se u prošlosti dogodilo i, po mogućnosti, kako i zašto se to tako dogodilo“ (Zelenika 2000, str. 358). U ovome istraživanju koristit će se financijski izvještaji kompanije, te njezini godišnji izvještaji za dionike, iz razdoblja od 2011. do 2015. godine.

Metoda studija slučaja. Studij slučaja je „postupak kojim se izučava neki pojedinačni slučaj iz određenog znanstvenog područja“ (Zelenika 2000, str. 366). U ovome istraživanju izučavat će se uspješnost poslovanja kompanije Hrvatski Telekom d.d.

Statistička metoda. Statistika je „znanost o metodama pomoću kojih analiziramo pojave koje nas okružuju, tako da pomoću grafikona i izračunatih pokazatelja otkrivamo njihove strukture, karakteristike i zakonitosti u pojedinim vremenskim intervalima te uzročno-posljedične veze između tih pojava“ (Čaval 1977, prema Zelenika 2000, str. 341).

1.4. Doprinos istraživanja

Doprinos ovoga istraživanja ogleda se u važnosti informiranja o uspješnosti poslovanja poduzeća. Kao što je već navedeno u problemu istraživanja, za financijske informacije o poduzeću zainteresirani su brojni unutarnji i vanjski subjekti – dionici. Hrvatski Telekom d.d. jedno je od najvećih poduzeća u Hrvatskoj: 2014. godine zauzelo je drugo mjesto po ostvarenoj dobiti i peto mjesto po ostvarenim prihodima (Privredni vjesnik 2015, str. 23), što samo naglašava važnost uspješnosti poslovanja dotičnog poduzeća po hrvatsko gospodarstvo, kao i procjene i praćenja istog. Još jedan od razloga jest činjenica da telekomunikacijska industrija igra važnu ulogu u osobnom i poslovnom životu suvremenog

čovjeka: naime, svatko se pri komunikaciji, u manjoj ili većoj mjeri, služi fiksnim ili mobilnim telefonom odnosno Internetom, u privatne i poslovne svrhe.

Također, uspoređujući postupke menadžmenta s financijskim rezultatima poslovanja ukazat će se na značaj analize financijskih izvještaja pri donošenju poslovnih odluka u poduzeću.

2. TEORIJSKE POSTAVKE ANALIZE FINANCIJSKE USPJEŠNOSTI PODUZEĆA

2.1. Zakonski okvir financijskog izvještavanja u Hrvatskoj

Obvezno financijsko izvještavanje u Republici Hrvatskoj regulirano je nizom zakona i pravilnika, od kojih su najvažniji (Bartulović 2013, str. 33):

- Zakon o računovodstvu
- Zakon o trgovačkim društvima
- Zakon o tržištu kapitala
- Pravilnik o registru godišnjih financijskih izvještaja
- Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja
- Pravilnik o obliku i sadržaju FI izdavatelja za razdoblja tijekom godine.

Zakon o računovodstvu (u daljnjem tekstu: ZOR) prvi put je uveden 1992. godine, a zadnji put je izmijenjen 2015. godine. Njegove odredbe dužni su primjenjivati poduzetnici, koje Zakon definira kao trgovačka društva i trgovce pojedince, njihove poslovne jedinice u inozemstvu, kao i poslovne jedinice odnosno podružnice inozemnih poduzetnika u Republici Hrvatskoj, koje su obveznici poreza na dobit (ZOR 2015, čl. 4).

Tablica 1: Klasifikacija poduzetnika po veličini, prema Zakonu o računovodstvu

	Mikro poduzetnici	**Mali poduzetnici**	**Srednji poduzetnici**	**Veliki poduzetnici**
	Ne prelaze dva od sljedeća tri pokazatelja	Nisu mikro; ne prelaze dva od sljedeća tri pokazatelja	Nisu mikro ni mali; ne prelaze dva od sljedeća tri pokazatelja	Prelaze najmanje dva od sljedeća tri pokazatelja
Ukupna aktiva	2.600.000,00 kn	30.000.000,00 kn	150.000.000,00 kn	
Prihod	5.200.000,00 kn	60.000.000,00 kn	300.000.000,00 kn	
Prosječan broj radnika tijekom poslovne godine	10	50	250	

Izvor: Zakon o računovodstvu (NN 78/15, 134/15, čl. 5)

Zakon poduzetnike razvrstava na mikro, male, srednje i velike poduzetnike, s obzirom na tri kriterija: iznos ukupne aktive, iznos prihoda te prosječan broj radnika tijekom poslovne godine, kako je prikazano u **Tablici 1.** (ZOR 2015, čl. 5).

Grupe poduzetnika također se razvrstavaju na male, srednje i velike, ovisno o pokazateljima utvrđenim na konsolidiranoj osnovi (čl. 6). Konsolidirane godišnje financijske izvještaje dužni su sastavljati poduzetnici iz Republike Hrvatske koji u grupi poduzetnika predstavljaju matično društvo (čl. 23).

Poduzetnik je dužan prikupljati i sastavljati knjigovodstvene isprave, voditi poslovne knjige, te sastavljati financijske izvještaje sukladno ZOR-u i na temelju njega donesenim propisima, pritom poštujući standarde financijskog izvještavanja te temeljna načela urednog knjigovodstva. Poduzetnik može računovodstvene poslove povjeriti drugoj pravnoj ili fizičkoj osobi koja je licencirana za obavljanje tih poslova na temelju posebnog zakona, no poduzetnik ostaje u potpunosti odgovoran za povjerene poslove te nesmetano obavljanje nadzora od strane nadzornih tijela (čl. 7).

Knjigovodstvene isprave poduzetnik je dužan čuvati najmanje jedanaest godina, a isplatne liste te analitičke evidencije o plaćama za koje se plaćaju obvezni doprinosi trajno (čl. 10). Poduzetnik sastavlja svoj kontni plan, koji osigurava podatke za odvojene i konsolidirane financijske izvještaje, a mora biti u skladu s okvirnim kontnim planom kojeg propisuje Odbor za standarde financijskog izvještavanja (čl. 11).

Poduzetnik je dužan voditi poslovne knjige koje se sastoje od dnevnika, glavne knjige i pomoćnih knjiga (čl. 12). Podaci se u knjige unose na temelju knjigovodstvenih isprava, po načelu nepromjenjivog zapisa o nastalom poslovnom događaju. Otvaraju se početkom poslovne godine na temelju zaključne bilance s kraja prethodne poslovne godine,[1] a zaključuju se na zadnji dan poslovne godine.[2] Poslovne knjige moraju se zaključiti najkasnije četiri mjeseca nakon završetka poslovne godine (čl. 13). Poslovne knjige čuvaju se najmanje jedanaest godina (čl. 14).

[1] Kod novoosnovanih poduzetnika na temelju popisa imovine i obveza ili na temelju knjigovodstvene isprave.
[2] Također, na dan koji prethodi statusnoj promjeni, na dan prije prestanka obavljanja djelatnosti sukladno posebnim propisima ako je poduzetnik fizička osoba, ili na dan koji neposredno prethodi postupku likvidacije ili stečaja.

Popisi imovine i obveza vrše se na početku poslovanja poduzetnika, na kraju poslovne godine, te u slučaju statusnih promjena, otvaranja stečajnog postupka ili pokretanja postupka likvidacije (čl. 15).

Mikro, mali i srednji poduzetnici sastavljaju godišnje financijske izvještaje primjenom Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja (HSFI), a veliki poduzetnici primjenom Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja (MSFI) (čl. 17).

Poduzetnici podliježu reviziji godišnjih financijskih izvještaja ukoliko za njih vrijedi jedno od sljedećeg (čl. 20):

- veliki ili srednji poduzetnici
- subjekti od javnog interesa
- matična društva velikih i srednjih grupa
- zadovoljavaju dva od tri sljedeća kriterija:
    - iznos ukupne aktive 15.000.000,00 kuna
    - iznos prihoda 30.000.000,00 kuna
    - prosječan broj radnika tijekom poslovne godine – 25
- podnijeli su zahtjev za uvrštavanje svojih vrijednosnih papira na uređeno tržište
- sudjelovali su u poslovnim spajanjima ili podjelama kao preuzimatelji ili novoosnovana društva

Srednji i veliki poduzetnici također su dužni izraditi i godišnje izvješće, „koje mora sadržavati istinit i fer prikaz razvoja i rezultata poslovanja poduzetnika i njegova položaja, zajedno s opisom glavnih rizika i neizvjesnosti s kojima se on suočava“ (čl. 21).

Poduzetnici svoje godišnje financijske izvještaje dostavljaju Financijskoj agenciji (FINA), i to:

- za **statističke i druge potrebe** – do 31. ožujka naredne godine[3]
- u svrhu **javne objave** – u roku od šest mjeseci nakon isteka poslovne godine.

U svrhu javne objave dostavljaju se i godišnje izvješće te revizorsko izvješće ako je poduzetnik obveznik sastavljanja istog odnosno revizije (čl. 30).

[3] http://www.fina.hr/Default.aspx?sec=915 [17.07.2016.]

2.2. Temeljni financijski izvještaji

Financijski izvještaji pružaju sliku financijskog zdravlja kompanije za određeno razdoblje, u određenom trenutku. Zbirka financijskih izvještaja kompanije sastoji se od sljedećih temeljnih izvještaja:

Bilanca pruža informacije o imovini, obvezama i kapitalu poduzeća na određeni dan – ona je, dakle, statički izvještaj. **Račun dobiti i gubitka** je dinamički izvještaj jer se odnosi na određeno razdoblje, najčešće godinu dana. On daje informaciju o tome koliko je prihoda, rashoda, dobiti ili gubitka te obveze poreza na dobit ostvareno u promatranom razdoblju. **Izvještaj o novčanom tijeku** je također dinamički izvještaj, koji prikazuje novčane primitke i izdatke razvrstane u tri skupine aktivnosti: poslovne, financijske i investicijske.[4]

U Hrvatskoj je obvezan i **izvještaj o promjenama kapitala**, koji daje prikaz promjene neto vrijednosti poduzeća i uzroke iste. Na kraju slijede **bilješke uz financijske izvještaje**, u kojima se pobliže objašnjavaju određene stavke iz financijskih izvještaja, te primijenjene računovodstvene politike.

2.2.1. Bilanca

Bilanca ili **izvještaj o financijskom položaju** predstavlja trenutačni iskaz stanja sredstava i izvora sredstava iskazanih u novčanom izrazu, na određeni dan. Vrijednost imovine poduzeća iskazuje se jedanput po pojavnom obliku i funkciji (aktiva) i drugi put po vlasništvu i ročnosti (pasiva). Ukoliko poduzeće posluje pozitivno, bilanca je aktivna, a ostvareni se dobitak bilježi u pasivi kao saldo izravnanja te čini izvor za povećanje imovine iskazane u pasivi. Suprotno tome, kada poduzeće posluje negativno, bilanca je pasivna, a ostvareni se gubitak bilježi u aktivi kao saldo izravnanja, te se tumači kao smanjenje imovine.[5]

U **aktivi** bilance prikazuje se vrijednosno stanje imovine, te eventualno već spomenuti nepokriveni gubitak poduzeća. Imovina poduzeća prikazuje se prema ročnosti, te se stoga dijeli na kratkotrajnu imovinu ili bruto radni kapital, te dugotrajnu ili stalnu imovinu.

[4] http://www.investopedia.com/video/play/financial-statements/ [17.07.2016.]
http://profitiraj.hr/sto-nam-prikazuju-osnovni-financijski-izvjestaji/ [17.07.2016.]
[5] http://limun.hr/main.aspx?id=10365 [17.07.2016.]

Kratkotrajna imovina sastoji se od gotovine, zaliha, potraživanja iz poslovanja te financijskih plasmana. Iznos raspoložive gotovine u bilanci je prikazan kao gotovinski saldo, i uključuje sredstva raspoloživa na depozitima po viđenju i deviznim računima, sredstva iz blagajne, te gotovinske supstitute – likvidne vrijednosnice s rokom dospijeća do tri mjeseca (Vidučić 2011, str. 376). Nadalje, zalihe predstavljaju materijalni oblik kratkoročne imovine, potraživanja i ostala prava uključuju i vrijednosne papire te dane predujmove, a još vrijedi spomenuti i aktivna vremenska razgraničenja, koja uključuju unaprijed plaćene troškove, troškove budućeg razdoblja te nedospjelu naplatu prihoda.[6]

Dugotrajna imovina dijeli se na materijalnu, nematerijalnu i financijsku imovinu,[7] a prikazuje se kao bruto imovina umanjena za obračunatu kumulativnu amortizaciju. U dugotrajnoj imovini prikazuje se i imovina uzeta na korištenje financijskim leasingom (Vidučić 2011, str. 377).

U **pasivi** bilance prikazana su potraživanja prema imovini poduzeća, i to obveze, tj. novac koji se duguje vjerovnicima, te vlasnički kapital (eng. *equity*), dionička glavnica ili neto vrijednost poduzeća, odnosno razlika ukupne imovine i obveza poduzeća.

Obveze se dijele prema ročnosti, na kratkoročne i dugoročne obveze, s tim da su dugoročne obveze uvećane za obveze po financijskom leasingu. **Kapital vlasnika**, odnosno dionička glavnica, uključuje:

- prioritetne dionice (po nominalnoj vrijednosti)
- obične dionice (upisani kapital po nominalnoj vrijednosti)
- dodatno uplaćeno za kapital, odnosno kapital dobitak
- rezerve (pričuve)
- zadržana dobit odnosno preneseni gubitak
- dobitak ili gubitak tekuće godine.

Vlastiti kapital predstavlja trajni kapital, kojega su osigurali vlasnici, uvećan za dobitke zadržane od osnutka poduzeća. Iznos zadržanih zarada u pasivi bilance ne odnosi se na raspoloživu imovinu, već na potraživanja prema imovini, drugim riječima koliko je prošlih zarada poduzeće zadržalo i uložilo, umjesto da ga je podijelilo u obliku dividendi (Vidučić 2011, str. 377-378).

[6] http://limun.hr/main.aspx?id=10322 [17.07.2016.]
[7] Ibid.

Bilanca je podloga za financijsku analizu, analizu likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti, te je kao najvažniji financijski izvještaj predmet revizije.[8]

Tablica 2: Skraćena bilanca

AKTIVA	PASIVA
A. Potraživanja za upisani, a neuplaćeni kapital	**A. Kapital i rezerve**
B. Dugotrajna imovina	I. Upisani kapital
I. Nematerijalna imovina	II. Premija na emitirane dionice
II. Materijalna imovina	III. Revalorizacijske rezerve
III. Financijska imovina	IV. Rezerve
IV. Potraživanja	V. Zadržani dobitak ili preneseni gubitak
C. Kratkotrajna imovina	VI. Dobitak ili gubitak tekuće godine
I. Zalihe	**B. Dugoročna rezerviranja**
II. Potraživanja	**C. Dugoročne obveze**
III. 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 nedospjela naplata prihoda	**F. Ukupna pasiva**
E. Gubitak iznad visine kapitala	**G. Izvanbilančni zapisi**
F. Ukupna aktiva	
G. Izvanbilančni zapisi	

Izvor: Vidučić (2011, str. 377, tablica 39)

2.2.2. Račun dobiti i gubitka

Za razliku od bilance, koja prikazuje rezultate poslovanja poduzeća u određenom trenutku, **račun dobiti i gubitka** ili **izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti** pokazuje profitabilnost poslovanja tijekom određenog vremenskog razdoblja, za eksterne korisnike na godišnjoj bazi, a za interne često mjesečno, pa čak i tjedno ili dnevno. Značaj računa dobiti i gubitka jest što

[8] http://limun.hr/main.aspx?id=10365 [17.07.2016.]

odgovara na pitanja koliko je društvo bilo profitabilno tijekom razdoblja, koliki je prihod ostvaren, za koliko se promijenila prodaja u odnosu na prethodnu godinu i sl. Njegovom analizom, odnosno usporedbom ostvarenja s planom ili konkurencijom, moguće je doći do zaključaka na temelju kojih se mogu donositi odgovarajuće poslovne odluke.[9]

Račun dobiti i gubitka sastoji se od **prihoda i rashoda**, njihove **razlike**, **poreza na dobit** te **neto dobiti ili gubitka**. Prihodi se, prema Zakonu o računovodstvu, dijele na poslovne prihode, prihode od financiranja te izvanredne prihode, pri čemu prve dvije vrste prihoda predstavljaju prihode iz redovitog poslovanja. Rashodi se pak dijele na poslovne, financijske i izvanredne, gdje se opet prve dvije vrste odnose na redovito poslovanje.

Tablica 3: Skraćeni prikaz računa dobiti i gubitka

Redni broj	**Pozicija**
1.	Prihodi iz osnovne djelatnosti
2.	Rashodi iz osnovne djelatnosti
3.	Prihodi iz drugih aktivnosti
4.	Rashodi iz drugih aktivnosti
5.	Izvanredni prihodi
6.	Izvanredni rashodi
7a.	Dobitak prije oporezivanja (1+3+5 minus 2+4+6)
7b.	Gubitak prije oporezivanja (2+4+6 minus 1+3+5)
8.	Porez na dobitak ili gubitak
9a.	Dobitak financijske godine (7a-8)
9b.	Gubitak financijske godine (7b+8 ili 8-7a)

Izvor: Vidučić (2011, str. 379, tablica 41)

Račun dobiti i gubitka iz **Tablice 2.** prikazuje samo bruto i neto dobitak. Moguće je, kao što je prikazano u **Tablici 3.**, izraditi i račun dobiti i gubitka s više razina dobitka, što pruža više informacija. Primjerice, kad se od prihoda odbiju troškovi za prodano, amortizacija i leasing naknade, dobiva se bruto profitna marža (eng. *gross profit margin*). Nadalje, kad se od nje odbiju opći, prodajni i administrativni troškovi, rezultat je dobitak iz poslovanja (eng.

[9] http://www.poslovni.hr/kutak-za-poduzetnike/racun-dobiti-i-gubitka-vazan-je-putokaz-za-menadzere-292797 [17.07.2016.]

EBIT – *earnings before interest and taxes*). Do dobitka prije oporezivanja (eng. EBT) dolazi se odbijanjem troškova financiranja (kamate, leasing), te se konačno, odbijanjem korporacijskog poreza na dohodak, dolazi do neto dobitka.

Tablica 4: Račun dobiti i gubitka s više razina dobitka, primjer

Prihodi od prodaje	21.450
Troškovi za prodano	(11.700)
Profitna marža	9.750
Prodajni, opći i administrativni troškovi	(7.200)
EBIT	2.550
Troškovi financiranja	(285)
EBT	2.265
Porez na dobitak (npr. 35%)	(793)
Neto dobitak	**1.472**

Izvor: Vidučić (2011, str. 380, tablica 42)

Izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti „u Hrvatskoj pripremaju srednja i velika poduzeća koja financijske izvještaje sastavljaju u skladu s Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja. Na ovaj izvještaj može se gledati kao na račun dobiti i gubitka s dodatkom izvještaja o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti.“[10]

2.2.3. Izvještaj o novčanom tijeku

Izvještaj o novčanom tijeku „daje informaciju o izvorima i upotrebi gotovine tijekom izvještajnog razdoblja, ali predstavlja i bazu za planiranje budućih gotovinskih tijekova i potreba za financiranjem“ (Vidučić 2011, str. 381). Svrha izrade i korištenja izvještaja o novčanom tijeku jest sprječavanje nelikvidnosti, s obzirom na činjenicu da i visoko profitabilna, a nelikvidna poduzeća, odlaze u stečaj. Cilj menadžera je, dakle, pored

[10] http://www.fininfo.hr/Eucenje/Dictionary/87 [17.07.2016.]

ostvarivanja profitabilnog poslovanja i povećanja bogatstva dioničara, i brzo pretvaranje neto dobiti u gotovinu.

Izvještaj o novčanom tijeku prikazuje novčane primitke i izdatke poduzeća u određenom razdoblju te stanje novca i novčanih ekvivalenata na početku i na kraju razdoblja. Važna prednost mu je što se sastavlja na činjeničnim osnovama te je njime stoga bitno teže manipulirati nego primjerice bilancom ili računom dobiti i gubitka. Oni se sastavljaju na principu nastanka poslovnog događaja, što se često zasniva na procjenjivanju njihovih pozicija te stoga predstavlja „mišljenje."

Novčani primici i izdaci u izvještaju se dijele na tri aktivnosti: **poslovne** (**operativne**), **investicijske** i **financijske**. Poslovne aktivnosti u pravilu se odnose na glavne djelatnosti poduzeća čija je svrha ostvarenje neto dobitka. U ovu se skupinu svrstavaju plaćanja dobavljačima, naplata prodane robe i usluga od kupaca, plaće zaposlenicima, plaćanje poreza na dobit, te općenito aktivnosti vezane za kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze, te amortizaciju. Investicijske aktivnosti uključuju kupovinu i prodaju dugotrajne imovine, realne ili financijske, primjerice isplate za stjecanje nekretnina, postrojenja, opreme itd. Financijske aktivnosti vezane su za financiranje poslovanja te rezultiraju promjenom veličine i sastava vlasničke glavnice ili kamatonosnih obveza. Tu se ubrajaju, primjerice, novčani primici od izdavanja dionica ili obveznica, primici od kredita, otplate glavnice za primljene kredite i sl.[11]

Novčani tijekovi od poslovnih aktivnosti mogu se prikazati na dva načina: **direktnom metodom**, odnosno prikazom glavnih grupa bruto novčanih primitaka i izdataka, te **indirektnom metodom**, na temelju bilance i računa dobiti i gubitka. Točnije, pri indirektnoj metodi se novčani tijek iz poslovnih aktivnosti utvrđuje usklađivanjem neto dobiti ili gubitka za učinke promjene radnog kapitala, nenovčanih stavaka poput amortizacije, rezerviranja i sl., te ostalih pozicija čiji su učinci investicijski ili financijski novčani tijekovi. Izvještaji prikazani direktnom metodom objektivniji su, jer indirektna metoda polazi od neto dobitka – kategorije koja je rezultat primjene računovodstvenih politika. Međutim, kad interni podaci o prometu novca relevantni za izradu izvještaja direktnom metodom nisu dostupni analitičaru, primjenjuje se indirektna metoda (Spremić 1998, prema Vidučić 2011, str. 381).

[11] http://www.poslovni.hr/blog/poboljsanje-upravljanja-novcanim-tokovima-1-dio-1045 [17.07.2016.]

2.2.4. Izvještaj o promjenama kapitala

Izvještaj o promjenama kapitala ili **izvještaj o promjeni glavnice** uvršten je 1999. godine među obvezne izvještaje. On sadrži podatke o kapitalu, pričuvama te isplaćenim dividendama, a navodi i promjene računovodstvenih politika i ispravke temeljnih pogrešaka. Svrha mu je dati prikaz promjene neto vrijednosti poduzeća, pri čemu se u bilješci navodi uzrok rasta odnosno pada glavnice (Brkanić 2000, prema Vidučić 2011, str. 385). Promjene mogu nastati kao rezultat dobiti ili gubitka u poslovanju, uplatama vlasnika, revalorizacijom imovine i sl.[12]

2.2.5. Bilješke uz financijske izvještaje

Bilješke uz financijske izvještaje predstavljaju „detaljniju dopunu i razradu podataka iz bilance, računa dobitka i gubitka i izvješća o novčanom tijeku“ (Vidučić 2011, str. 385). Svode se na dvije osnovne grupe bilješki: one koje objašnjavaju računovodstvene politike primijenjene u izradi izvještaja, te ostale podatke važne za razumijevanje izvještaja. Pored toga, u bilješkama bi se još trebali iznijeti i podaci o dugoročnim zajmovima, uvjeti leasinga, planovi emisije dionica itd. O tome koji će se podaci iznijeti u bilješkama odlučuje direktor, a zbog straha od otkrivanja previše informacija konkurenciji ili informacija o pogrešnim odlukama poslovodstva, bilješke često znaju biti nepotpune ili nejasne (Tracey 1994, prema Vidučić 2011, str. 385).

U Republici Hrvatskoj bilješke uz financijske izvještaje ne predstavljaju standardni izvještaj, što znači da se mogu sastavljati u slobodnoj formi.[13]

[12] http://www.fininfo.hr/Eucenje/Dictionary/87 [17.07.2016.]
[13] http://www.fina.hr/Default.aspx?art=9277 [17.07.2016.]

2.3. Analiza financijskih izvještaja

Analiza financijskih izvještaja je proces razmatranja i procjene financijskih izvještaja kompanije u svrhu razumijevanja njezina financijskog zdravlja i efektivnijeg donošenja odluka.[14] Analizom se procjenjuju prošle, trenutne i buduće performanse kompanije; trendovi, veličina, dinamika i rizičnost njezinih gotovinskih tijekova. Rezultate analize potrebno je promatrati u kontekstu vremenske dinamike, rezultata konkurencije i korporacijske strategije, radi stjecanja što cjelovitije i objektivnije slike o perspektivi kompanije.

Neke od uobičajenih metoda analize financijskih izvještaja su sljedeće:

Analiza putem pokazatelja vrsta je kvantitativne analize podataka iz financijskih izvještaja kompanije. Bazira se na stavkama iz bilance, računa dobiti i gubitka te izvještaja o novčanom tijeku, koje se stavljaju u omjer te se tako izračunavaju pokazatelji kojima se procjenjuju efikasnost, likvidnost, profitabilnost i solventnost kompanije.[15] Više riječi o ovoj metodi bit će u sljedećem potpoglavlju.

Komparativna analiza vrši se usporedbom izabranih financijskih pokazatelja kompanije sa (Vidučić 2011, str. 387):

- **povijesnim pokazateljima**: odnosno, njihovim iznosima u dva ili više uzastopnih izvještajnih razdoblja.
- **pokazateljima konkurencije odnosno industrije**: pokazatelji se mogu uspoređivati s iznosima određene konkurentske kompanije, ili prosječnog iznosa za industriju. Pritom treba imati u vidu značajke industrije te fazu gospodarskog ciklusa u kojoj se ona nalazi.
- **planiranim veličinama**: odnosno, s pokazateljima izračunatim na bazi planskih izvještaja.

Horizontalna analiza ili **analiza trenda** uspoređuje financijske pokazatelje ili stavke iz financijskih izvještaja tijekom više uzastopnih vremenskih razdoblja. Na taj način analitičari i investitori mogu utvrditi koliko je kompanija rasla tijekom vremena, te usporediti taj rast s konkurencijom i industrijom. Horizontalna analiza funkcionira na način da se odabire bazno razdoblje, te se zatim stavke financijskih izvještaja iz ostalih razdoblja dijele s

[14] http://www.investopedia.com/terms/f/financial-statement-analysis.asp [17.07.2016.]
[15] http://www.investopedia.com/terms/r/ratioanalysis.asp [17.07.2016.]

njihovim iznosima iz baznog razdoblja: kao rezultat dobivaju se višekratnici baznog ili standardnog stanja kompanije.[16]

Vertikalna analiza raščlanjuje elemente financijskog izvještaja za određeno razdoblje, i prikazuje ih kao postotni udio odgovarajućeg zbroja. Primjerice, kod bilance, pojedini elementi strukture aktive promatraju se u postotnom udjelu ukupne aktive; isto vrijedi i za pasivu. Kod računa dobiti i gubitka, ukupni prihodi su iskazani kao 100%, a ostale pozicije u postotku od ukupnih prihoda. Ovakvi strukturni izvještaji korisni su pri uspoređivanju financijskih izvještaja dvaju poduzeća različitih veličina, gdje usporedba apsolutnih iznosa nema smisla, ili u uvjetima visoke inflacije kada nije moguće uspoređivati apsolutne iznose.[17]

Analizom financijskih izvještaja služi se menadžment tvrtke u interne svrhe, i to:

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

Također, i vanjski subjekti – dionici (eng. *stakeholders*), koji uključuju dioničare, vjerovnike, potencijalne investitore, financijske analitičare, brokere, porezne vlasti, gospodarske komore, udruge poslodavaca, sindikalne organizacije, vladina tijela i tijela organa lokalne uprave, zainteresirani su za informacije iz financijskih izvještaja. Njima su one potrebne radi procjene potencijala likvidnosti, efikasnosti u upravljanju imovinom i profitabilnosti, tj. procjene perspektive razvitka uz održanje zdrave financijske pozicije odnosno financijske održivosti tvrtke, te procjene performansi menadžmenta (Vidučić 2011, str. 385-386).

[16] http://www.investopedia.com/terms/h/horizontalanalysis.asp [17.07.2016.]
[17] https://loomen.carnet.hr/mod/book/view.php?id=131187&chapterid=31505 [17.07.2016.]

2.4. Financijski pokazatelji

Analiza putem **financijskih pokazatelja** koristan je alat pri procjeni performansi i financijskog zdravlja poduzeća. Financijski pokazatelji najčešće se računaju stavljanjem u omjer stavki iz financijskih izvještaja, a zatim se koriste u analizi trendova ili se uspoređuju s pokazateljima konkurentskih poduzeća ili prosjeka industrije.[18]

Financijski pokazatelji svrstavaju se u skupine, sukladno tome koji segment financijskog stanja odnosno performansi poduzeća analiziraju. U njihovoj primjeni potrebno je biti selektivan, kako bi se izbjegla preklapanja dobivenih informacija. Jedna od češćih podjela financijskih pokazatelja je sljedeća (Vidučić 2011, str. 392):

1. pokazatelji **likvidnosti**
2. pokazatelji **upravljanja imovinom**
3. pokazatelji **upravljanja dugom**
4. pokazatelji **profitabilnosti**
5. pokazatelji **financijskih tržišta**

2.4.1. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti procjenjuju sposobnost poduzeća da servisira svoje kratkoročne obveze. Računaju se uspoređujući najlikvidniju imovinu poduzeća s njegovim kratkoročnim obvezama. U pravilu je pozitivno ako je taj omjer što veći, jer implicira da je poduzeće u stanju pokriti sve nadolazeće obveze svojom likvidnom imovinom. S druge strane, nizak omjer znak je za uzbunu ulagačima jer može značiti da poduzeće ima problema s vođenjem svojih poslovnih aktivnosti.[19] Ovi pokazatelji od posebnog su interesa dobavljačima proizvoda i usluga poduzeću, kao i vjerovnicima koji poduzeću odobravaju kratkoročne kredite.

Dva najčešća pokazatelja likvidnosti su pokazatelj **tekuće likvidnosti** i pokazatelj **ubrzane likvidnosti**. Razlika među njima je u tome što pokazatelj ubrzane likvidnosti isključuje zalihe iz kratkotrajne imovine, budući da su one najnelikvidniji dio kratkotrajne

[18] http://www.netmba.com/finance/financial/ratios/ [17.07.2016.]
[19] http://www.investopedia.com/university/ratios/liquidity-measurement/ [17.07.2016.]

imovine, zahtijevaju više vremena i veći popust u cijeni za konverziju u gotovinu, a često su i precijenjene. Pokazatelji likvidnosti računaju se sljedećim formulama:

$$Pokazatelj\ tekuće\ likvidnosti\ (\boldsymbol{Ptl}) = \frac{Kratkotrajna\ imovina}{Kratkoročne\ obveze}$$

$$Pokazatelj\ ubrzane\ likvidnosti\ (\boldsymbol{Pul}) = \frac{Kratkotrajna\ imovina - Zalihe}{Kratkoročne\ obveze}$$

Smatra se kako bi pokazatelj tekuće likvidnosti trebao iznositi barem **2** (po nekima **1,5**), a pokazatelj ubrzane likvidnosti barem **1**. Ipak, ovi pokazatelji imaju i svoje nedostatke: naime, niti su visoki iznosi pokazatelja nužno dobar znak, niti su niski iznosi loš znak. Razlog tome jest što poduzeće ne servisira svoje obveze kratkotrajnom imovinom, već novcem kojeg njegova imovina generira. Na primjer:

Tablica 5: Pokazatelj tekuće likvidnosti, primjer

	Poduzeće A	**Poduzeće B**
Kratkotrajna imovina	$600	$300
Kratkoročne obveze	$300	$300
Neto radni kapital	$300	$0
Pokazatelj tekuće likvidnosti	2,0	1,0

Izvor: http://www.investopedia.com/university/ratios/liquidity-measurement/ratio1.asp [17.07.2016.]

Pretpostavimo da kratkoročne obveze oba poduzeća imaju prosječno vrijeme dospijeća od 30 dana. Ukoliko promatramo isključivo pokazatelje likvidnosti, poduzeće A definitivno se čini likvidnijim. Međutim, ako poduzeću A treba u prosjeku šest mjeseci da naplati svoja potraživanja, a zalihe obrne svega jednom godišnje, dok poduzeću B kupci plaćaju gotovinom te ono stoga zalihe obrne svaka dva tjedna, ispada da poduzeće A u takvim uvjetima nije likvidno i ne može poslovati, jer mu obveze dolaze na naplatu brže nego što stvara gotovinu. Istovremeno, poduzeće B je u mnogo boljoj poziciji upravo zato jer brže dolazi do gotovine.[20]

Zbog svega navedenog, pri procjeni likvidnosti poduzeća potrebno je uzimati u obzir i pojedine vrste imovine kojima poduzeće raspolaže, te koliko se brzo one mogu pretvoriti u gotovinu.

[20] http://www.investopedia.com/university/ratios/liquidity-measurement/ratio1.asp [17.07.2016.]

2.4.2. Pokazatelji upravljanja imovinom

Pokazatelji upravljanja imovinom koriste se za „ocjenu efikasnosti kojom se upravlja imovinom tvrtke za generiranje date razine prodaje, tj. ocjenu njene poslovne efikasnosti“ (Vidučić 2011, str. 395). Ako je razina imovine previsoka, to znači da je poduzeće moglo ostvariti veću profitabilnost da je sredstva vezana u imovini upotrijebila na drugi način, što rezultira dodatnim financijskim troškovima i nižom profitabilnošću kapitala. Nasuprot tome, preniska razina imovine znači da bi se povećanjem ulaganja u imovinu mogla povećati kvaliteta proizvoda ili efikasnost procesa proizvodnje.

Pokazatelj prosječnog razdoblja naplate potraživanja (eng. *average collection period*) je prosječan broj dana potreban da poduzeće naplati svoja potraživanja od klijenata.[21] Računa se stavljanjem u omjer prosječnog iznosa potraživanja tijekom godine i prodajom na kredit izraženoj na dnevnoj bazi (podijeljenom s 360). Uspoređuje se s kreditnim uvjetima poduzeća.

$$Razdoblje\ naplate\ potraživanja\ (\boldsymbol{Rnp}) = \frac{360 \cdot Prosječna\ potraživanja}{Prodaja\ na\ kredit}$$

Ako je razdoblje naplate potraživanja duže od industrijskog, to znači da se poduzeće suočava s oportunitetnim troškom kapitala, zbog više financijskih sredstava uloženih u zalihe po jedinici prodaje. Razlozi visokog pokazatelja mogu biti recesija u gospodarstvu, kriza nelikvidnosti, loša kvaliteta proizvoda, pretjerano liberalna kreditna politika, loša politika naplate, nevoljkost otpisivanja nenaplaćenih potraživanja itd. S druge strane, nizak pokazatelj upućuje na restriktivnu kreditnu politiku poduzeća, što može ograničavati prodaju.

Alternativni pokazatelj je **pokazatelj obrta potraživanja**. On pokazuje koliko se novčanih jedinica prodaje može ostvariti jednom novčanom jedinicom uloženom u potraživanja.

$$Pokazatelj\ obrta\ potraživanja\ (\boldsymbol{Kop}) = \frac{Prihodi\ od\ prodaje}{Potraživanja}$$

Pokazatelj obrta zaliha pokazuje koliko se puta godišnje zalihe poduzeća obrnu, odnosno prodaju i zamijene. Broj dana u godini može se zatim podijeliti izračunatim

[21] http://www.investopedia.com/terms/a/average_collection_period.asp [17.07.2016.]

pokazateljem kako bi se dobio broj dana potrebnih za prodaju trenutnih zaliha.[22] U brojniku pokazatelja može se koristiti i iznos troškova za prodano.

$$Pokazatelj\ obrta\ zaliha\ (\boldsymbol{Koz}) = \frac{Ukupni\ prihod}{Zalihe}$$

Niski pokazatelj upućuje na neproduktivno korištenje sredstava i visoke oportunitetne troškove (trošak kapitala uloženog u zalihe, skladišni troškovi, osiguranje, porezi, troškovi kvarenja). Može ukazivati i na nekvalitetne ili stare zalihe, kakve bi trebalo prodati uz diskont ili otpisati. S druge strane, visok pokazatelj može značiti da poduzeće često iscrpljuje zalihe i time gubi kupce.

Pokazatelj obrta imovine javlja se u dvije varijacije: pokazatelj obrta dugotrajne te ukupne imovine.

Pokazatelj obrta dugotrajne imovine „mjeri efikasnost tvrtke u korištenju opreme i postrojenja, povezujući prodaju i dugotrajnu imovinu tvrtke“ (Vidučić 2011, str. 398). **Pokazatelj obrta ukupne imovine** pak u obzir uzima cjelokupnu imovinu poduzeća, dakle pored dugotrajne imovine promatraju se i potraživanja i zalihe.

$$Pokazatelj\ obrta\ dugotrajne\ imovine\ (\boldsymbol{Kodi}) = \frac{Ukupni\ prihod}{Dugotrajna\ imovina}$$

$$Pokazatelj\ obrta\ ukupne\ imovine\ (\boldsymbol{Koi}) = \frac{Ukupni\ prihod}{Ukupna\ imovina}$$

Viši pokazatelj ovdje je poželjniji, jer znači da je potrebno uložiti manje financijskih sredstava za održavanje date razine prodaje. Nizak pokazatelj sugerira moguće probleme s marketingom, neuposlene kapacitete ili ulaganje radi udovoljavanja potreba procijenjene povećane prodaje. U slučaju neuposlenosti kapaciteta, bilo bi uputno razmisliti o prodaji dijela imovine radi nabave adekvatnije, ili u slučaju upitne likvidnosti, radi sniženja kratkoročne zaduženosti ili povećanja kratkotrajne imovine.

[22] http://www.investopedia.com/terms/i/inventoryturnover.asp [17.07.2016.]

2.4.3. Pokazatelji upravljanja dugom (zaduženosti)

Dug se odnosi na izvore financiranja koji se moraju otplatiti, na kratak rok (do godinu dana) ili na dugi rok. Posljedice upotrebe duga u financiranju (**financijske poluge**) su sljedeće (Vidučić 2011, str. 399):

1. Vlasnici uz manja ulaganja zadržavaju kontrolu nad poduzećem.
2. Kreditorima je sigurnost veća što je veći udio vlastitih sredstava.
3. Dobit na vlastiti kapital raste ako je stopa povrata ostvarena ulaganjem vlastitih sredstava veća od fiksne naknade za ta sredstva.

Kompanija s većom financijskom polugom sa sobom nosi i veći financijski rizik, no financijska poluga istovremeno može predstavljati važan instrument rasta kompanije.

Pokazatelji zaduženosti stoga se koriste za procjenu financijskog rizika kompanije. Postoje dvije osnovne vrste ovakvih pokazatelja: oni bazirani na podacima iz bilance – radi utvrđivanja razmjera u kojem se imovina financirala posuđenim sredstvima – te oni temeljeni na računu dobiti i gubitka – radi utvrđivanja koliko su puta fiksne naknade pokrivene dobitkom.

Najčešći pokazatelj temeljen na bilanci jest **pokazatelj zaduženosti D/A** (eng. *debt-to-assets ratio*).[23] Računa se stavljanjem u omjer ukupnog duga i ukupne imovine, dakle pokazuje koliki je postotak imovine poduzeća financiran dugom.

$$Pokazatelj\ zaduženosti\ \left(\frac{\boldsymbol{D}}{\boldsymbol{A}}\right) = \frac{Ukupni\ dug}{Ukupna\ imovina}$$

Pokazatelj D/A varira po industrijama: kod kapitalno intenzivnih industrija, pogotovo industrija energenata, mnogo je veći nego, primjerice, u tehnološkom sektoru, pa tamo ni 40% nije prevelik iznos. Međutim, kod industrija s volatilnim gotovinskim tijekovima i 30% može biti previše. Nadalje, visok pokazatelj D/A u usporedbi s konkurencijom može značiti skuplje zaduživanje, pa i tzv. *credit crunch* ako se uvjeti promijene.

Još jedan od pokazatelja baziran na podacima iz bilance jest **omjer duga i kapitala** (eng. *debt-to-equity ratio*).[24] On mjeri financijsku polugu kompanije stavljajući u omjer njezine ukupne obveze sa dioničkim kapitalom.

[23] http://www.investopedia.com/terms/d/debtratio.asp [04.07.2016.]

$$Omjer\ duga\ i\ kapitala\ \left(\frac{\boldsymbol{D}}{\boldsymbol{E}}\right) = \frac{Ukupne\ obveze}{Dionički\ kapital} = \frac{Ukupne\ obveze}{Ukupna\ imovina - Ukupne\ obveze}$$

Za razliku od D/A pokazatelja, ovdje se umjesto duga koriste obveze, što je širi pojam. Omjer duga i kapitala izražava se brojčano, te ponovno kod kapitalno intenzivnijih industrija, poput automobilske, D/E iznosi i preko 2, dok primjerice u industriji osobnih računala često ne premašuje ni 0,5. Stoga na ovaj način ima smisla uspoređivati kompanije jedino ako one posluju u istoj industriji.

U kombinaciji s drugim mjerilima financijskog zdravlja, pokazatelji zaduživanja pomažu investitorima ocijeniti rizičnost kompanije.

Jedan od važnih pokazatelja zaduženosti temeljenih na računu dobiti i gubitka jest **pokazatelj pokrića kamata**. On pokazuje „razmjer u kojem poslovni dobitak može pasti, a da se ne dovede u pitanje plaćanje kamata“ (Vidučić 2011, str. 401). Računa se dijeljenjem dobiti prije kamata i poreza (EBIT) s troškovima kamata.

$$Pokazatelj\ pokrića\ kamata\ (\boldsymbol{TIE}) = \frac{EBIT}{Trošak\ kamata}$$

Ovaj pokazatelj dakle mjeri za koliko puta zarada kompanije dostupna za plaćanje kamata premašuje istu kamatu. Sposobnost kompanije da servisira svoje troškove kamata jedan je od aspekata solventnosti. Ukoliko se pojave problemi s plaćanjem kamate, kompanija će se morati dalje zaduživati ili utrošiti svoja gotovinska sredstva, koja su korisnija kad se ulažu u kapitalnu imovinu ili se čuvaju za nepredviđene situacije.

Pokazatelj pokrića kamata trebao bi iznositi barem 2,5, dok se 1,5 smatra minimumom. Ukoliko padne ispod 1,5, vjerovnici bi mogli odbiti daljnje kreditiranje kompanije, zbog prevelikog rizika bankrota. Pokazatelj pokrića kamata dobro je mjerilo kratkoročnog financijskog zdravlja kompanije.[25]

[24] http://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp [04.07.2016.]
[25] http://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp [04.07.2016.]

2.4.4. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti pokazuju ukupni efekt likvidnosti, upravljanja imovinom i dugom na mogućnost ostvarenja profita, drugim riječima izražavaju snagu zarade poduzeća. Mjere se u odnosu na **obujam prodaje** (bruto i neto profitna marža) i u odnosu na **ulaganja** (profitabilnost imovine i vlastitog kapitala).

Bruto profitna marža (eng. *gross profit margin*) ocjenjuje financijsko zdravlje kompanije izračunavajući koliki udio prihoda ostaje nakon podmirenja troškova za prodano.[26] Ovaj pokazatelj dakle odražava politiku cijena koju kompanija provodi, te njezinu efikasnost proizvodnje odnosno kontrolu troškova.

$$Bruto\ profitna\ marža\ (\boldsymbol{Pbpm}) = \frac{Prihodi\ od\ prodaje - Troškovi\ za\ prodano}{Prihodi\ od\ prodaje}$$

Na primjer, ukoliko kompanija zarađuje $20 milijuna od prodaje i ima $10 milijuna troškova za prodano, njezina bruto profitna marža iznosit će 50%. To znači da od svakog dolara zarađenog od prodaje, kompaniji ostaje 50 centi za podmirenje svojih operativnih i drugih troškova, ulaganje u budućnost itd. Stoga bi bruto profitna marža trebala biti dovoljno visoka.

Ipak, previsok iznos marže može naštetiti konkurentnosti kompanije, osim ako nema poseban položaj na tržištu, npr. monopolistički, oligopolistički i sl. Nizak iznos marže može značiti da se kompanija opredijelila za povećanje profitabilnosti povećanjem obujma: u tom slučaju obrt imovine i zaliha bit će visok.

Iznos bruto profitne marže također bi trebao biti stabilan – ne očekuju se velike fluktuacije između razdoblja, osim ukoliko se u industriji ne događaju drastične promjene koje utječu na troškove i politiku cijena.

Neto profitna marža stavlja neto dobit u omjer s prihodima od prodaje, te na taj način mjeri koliki dio prihoda od prodaje kompanija zadržava kao dobitak.[27]

$$Neto\ profitna\ marža\ (\boldsymbol{Ppm}) = \frac{Neto\ dobit}{Prihodi\ od\ prodaje}$$

[26] http://www.investopedia.com/terms/g/gross_profit_margin.asp [17.07.2016.]
[27] http://www.investopedia.com/terms/p/profitmargin.asp [17.07.2016.]

Niska neto profitna marža rezultat je relativno niskih cijena ili relativno visokih troškova. U principu to znači da profitabilnost kompanije nije sigurna, jer ukoliko dođe do pada prodaje, marža će još više pasti, a možda i poprimiti negativnu vrijednost. Uzrok niske marže može ležati u samoj kompaniji (ako ima nizak tržišni udio i slabu prodaju), u industriji u kojoj ona posluje (ako slabi interes kupaca, možebitno zbog rasta supstituta) ili u gospodarstvu u cjelini (recesija). Može značiti i da se kompanija snižavanjem cijena bori za zadržavanje udjela na domaćem tržištu u uvjetima pojačane strane konkurencije.

Neto profitnu maržu za usporedbu uspješnosti poslovanja poduzeća valja koristiti jedino ako ona posluju u istoj industriji. Primjerice, kompanija koja se bavi prodajom luksuznih dobara može imati male zalihe, skromne prihode, ali visoku profitnu maržu. Nasuprot tome, proizvođač nužnih dobara (npr. hrane ili pića) može imati velike zalihe, visoke prihode, ali nisku profitnu maržu.

Povrat na imovinu (**ROA**, eng. *return on assets*) mjeri sposobnost menadžmenta da korištenjem raspoložive imovine ostvari dobit. Računa se stavljanjem u omjer neto dobiti i ukupne imovine.

$$Povrat\ na\ imovinu\ (\boldsymbol{ROA}) = \frac{Neto\ dobit}{Ukupna\ imovina}$$

Izražava se u postotku, te se može interpretirati kao iznos lipa zarade po kuni imovine. Oduzimanjem kamatne stope od iznosa ROA-e može se izračunati financijska korist od zaduživanja koja pripada dioničarima, stoga ROA može poslužiti i pri procjeni isplativosti eventualnog zaduživanja.

Veći iznos ROA-e je bolji, jer upućuje na to da menadžment uspješno alocira resurse, te da se, konačno, zarađuje više novca uz manja ulaganja. Budući da varira po industrijama, ROA-u je najbolje uspoređivati s prošlim vrijednostima ili s konkurentskima.

Povrat na vlastiti kapital (**ROE**, eng. *return on equity*) mjeri koliko se profita generira novcem kojeg su dioničari uložili. Računa se stavljanjem u omjer neto dobiti i dioničkog odnosno trajnog kapitala.

$$Povrat\ na\ vlastiti\ kapital\ (\boldsymbol{ROE}) = \frac{Neto\ dobit}{Dionički\ kapital}$$

Osnovna razlika između ROA i ROE je financijska poluga, odnosno dug. Naime, ROA uspoređuje neto dobit s ukupnom imovinom, koja se sastoji od vlastitog kapitala i duga, dok ROE u obzir uzima samo vlastiti kapital. Prema tome, ukoliko kompanija nema dugova, njezine stope ROA i ROE iznosit će jednako, a kako dug raste, tako ROE jača u odnosu na ROA-u, jer ukupna imovina u nazivniku ROA-e raste, smanjujući njezin iznos.

Zbog navedenoga pokazatelje ROA i ROE treba promatrati zajedno. Visok pokazatelj ROE u pravilu je dobar znak da menadžment stvara solidne prinose na ulaganja dioničara, što je zapravo najvažnije u poslovanju kompanije. Pritom, međutim, treba voditi računa da ROA istovremeno nije prenizak, jer to upućuje na prezaduženost kompanije.

2.4.5. Tržišni pokazatelji

Pokazatelji financijskih tržišta odražavaju stavove investitora o performansama i perspektivi kompanije. Računaju se temeljem podataka iz financijskih izvještaja te tržišnim vrijednostima dionica kompanije. Dva česta pokazatelja financijskih tržišta su pokazatelj cijena/zarada (P/E) i pokazatelj tržišna/knjigovodstvena vrijednost (M/B).

Pokazatelj cijena/zarada (**P/E**, eng. *price-earnings ratio*) stavlja u omjer trenutnu cijenu dionice i zaradu po dionici kompanije, te na taj način pokazuje koliko je novčanih jedinica investitor voljan uložiti kako bi stekao jednu novčanu jedinicu zarade kompanije.

$$\frac{\boldsymbol{P}}{\boldsymbol{E}} = \frac{Tržišna\ cijena\ dionice}{Zarada\ po\ dionici\ (EPS)}$$

Zarada po dionici (eng. EPS, *earnings per share*) računa se na sljedeći način:

$$Zarada\ po\ dionici\ (\boldsymbol{EPS}) = \frac{Neto\ dobit - Prioritetne\ dividende}{Broj\ običnih\ dionica\ u\ prometu}$$

Uvrštavanjem u formulu za izračunavanje pokazatelja P/E, dobiva se sljedeće:

$$\frac{\boldsymbol{P}}{\boldsymbol{E}} = \frac{Tržišna\ cijena\ dionice\ \cdot N\ dionica\ u\ prometu}{Neto\ dobit - Prioritetne\ dividende}$$

Prosječan P/E u tržišnim gospodarstvima iznosi između 20 i 25 puta, no varira po sektorima, stoga ga, kao i kod mnogih prije spomenutih pokazatelja, valja uspoređivati unutar određenog sektora.

Ukoliko je P/E visok, to znači da investitori očekuju veći rast zarade u budućnosti u odnosu na kompanije s nižim P/E. Niži P/E, s druge strane, upućuje na to da je kompanija podcijenjena ili da posluje izrazito dobro u usporedbi s prijašnjim trendovima. Vrijedi napomenuti i da financijska poluga bitno utječe na P/E: naime, zaduženija kompanija imat će nižu vrijednost P/E, *ceteris paribus,* no u slučaju dobrog poslovanja, može više zaraditi zbog više preuzetih rizika.[28]

Pokazatelj tržišna/knjigovodstvena vrijednost (**M/B**, eng. *market-to-book ratio*) pokazuje kako investitori procjenjuju kompaniju uspoređujući njezinu tržišnu i knjigovodstvenu vrijednost po dionici.

$$\frac{\boldsymbol{M}}{\boldsymbol{B}} = \frac{Tržišna\ cijena\ po\ dionici}{Knjigovodstvena\ vrijednost\ po\ dionici}$$

Knjigovodstvena vrijednost po dionici dobiva se dijeljenjem iznosa obične dioničke glavnice (nakon odbitka dugova od ukupne imovine kompanije) sa brojem običnih dionica u prometu.

$$KV\ po\ dionici = \frac{Obična\ dionička\ glavnica}{Broj\ običnih\ dionica\ u\ prometu}$$

Ukoliko kompanija ima investicijske projekte s nultom neto sadašnjom vrijednošću, tada će M/B iznositi 1. Ako projekti imaju negativnu NSV, M/B će biti ispod 1 („ispod knjigovodstvene vrijednosti“), a ako imaju pozitivnu NSV, M/B će biti iznad 1 („iznad knjigovodstvene vrijednosti“). Pokazatelj M/B pod utjecajem je, dakle, stanja i perspektive kompanije, ali i stanja na tržištu dionica, uključujući i prosječni P/E na Zagrebačkoj burzi. U tržišnim gospodarstvima M/B se obično kreće između 0,5 i 3.

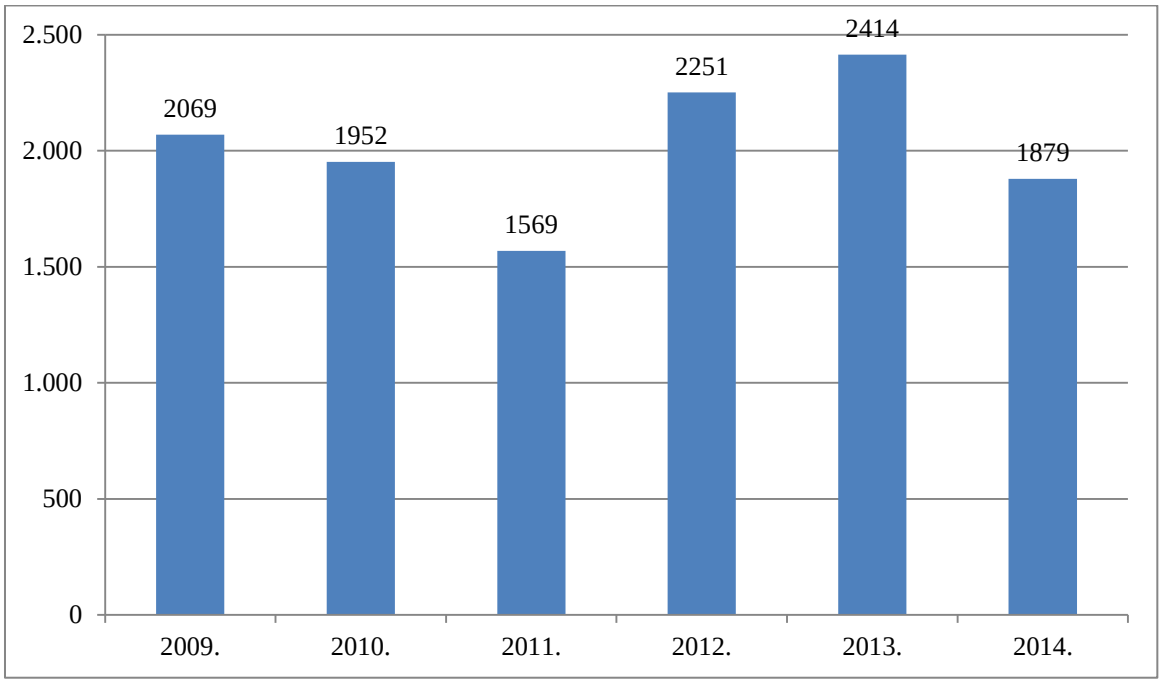
[28] http://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp [17.07.2016.]

3. EMPIRIJSKA ANALIZA USPJEŠNOSTI POSLOVANJA HT-a OD 2011. DO 2015.

3.1. Značajke tržišta elektroničkih komunikacija

Tržište elektroničkih komunikacija jedna je od najsnažnijih grana hrvatskoga gospodarstva te u modernom društvu predstavlja jedan od stupova razvoja i napretka (HAKOM 2014, str. 13).

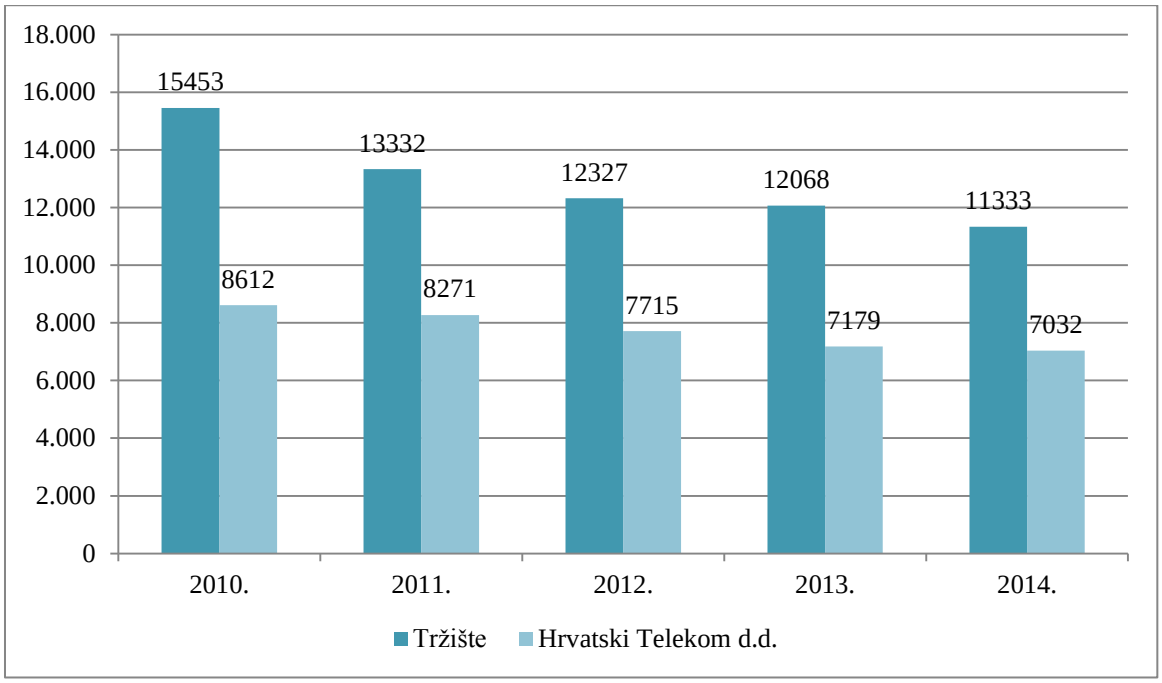
Proteklih godina hrvatsko gospodarstvo i dalje su obilježavali negativni trendovi zbog krize, što se odrazilo i na tržište elektroničkih komunikacija. Usprkos tome, vodeći su operatori nastavili ulagati u nove tehnologije i ostvarili prihode koji su im omogućili relativno stabilno poslovanje. Tržište elektroničkih komunikacija karakterizira stalna potreba za ulaganjem u istraživanje i razvoj, razvoj infrastrukture i uvođenje novih tehnologija, zbog čestih promjena i tehnoloških inovacija s kojima se suočava. Ulaganja operatorima osiguravaju povećanje prihoda u budućnosti, tj. poslovanje s dobitkom i ostvarivanje daljnjeg rasta. Operatori u Hrvatskoj uložili su 2014. godine 1,879 milijardi kuna, što je manje u odnosu na prethodnu godinu (**Slika 1**).



Slika 1: Ukupna ulaganja operatora elektroničkih komunikacija u RH, u mil. HRK

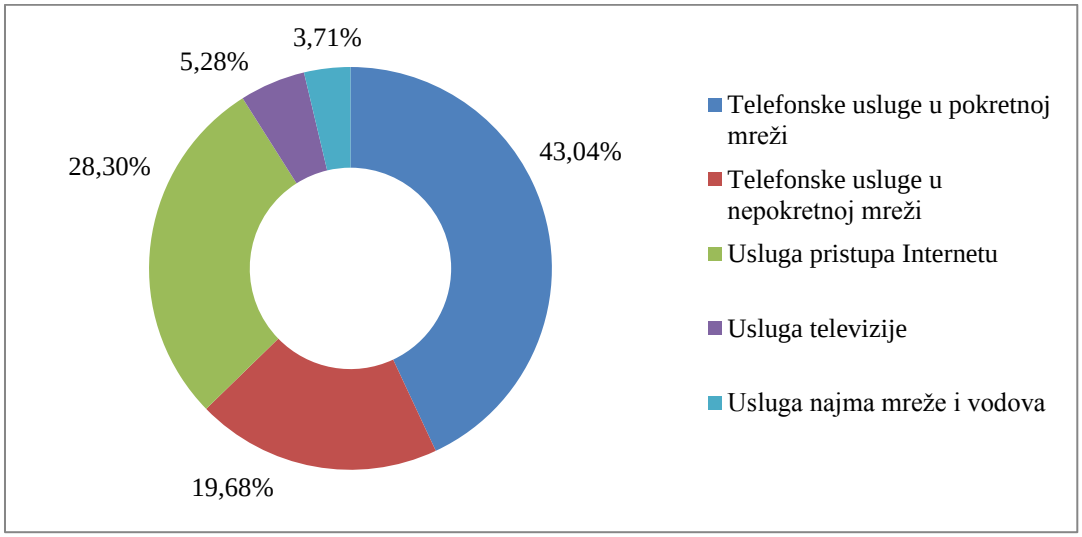
Izvor: HAKOM (2014, str. 13)

Ukupan prihod tržišta elektroničkih komunikacija karakterizira konstantan pad od 2010. godine naovamo (**Slika 2**). Uzrok toga je, između ostalog, kontinuirana gospodarska kriza koja je utjecala na kupovnu moć korisnika elektroničkih komunikacijskih usluga, te posljedično na smanjenje njihove potrošnje.



Slika 2: Ukupni prihod tržišta i HT-a d.d., 2010.-14. (u mil. HRK)

Izvor: Prikaz autora, prema: HAKOM (2014, str. 14); Konsolidirani financijski izvještaji HT-a d.d. (2011.-14.).



Slika 3: Udjeli usluga u ukupnim prihodima na tržištu elektroničkih komunikacija

Izvor: HAKOM (2014, str. 14)

Što se tiče udjela pojedinih usluga u ukupnim prihodima (**Slika 3**), dominiraju prihodi od telefonskih usluga u pokretnoj mreži (43,04%), a slijede ih prihodi od usluga pristupa Internetu (28,30%) te prihodi od telefonskih usluga u nepokretnoj mreži (19,68%). Ostvareni su još i prihodi od usluga televizije (5,28%) te od najma mreže i vodova (3,71%).

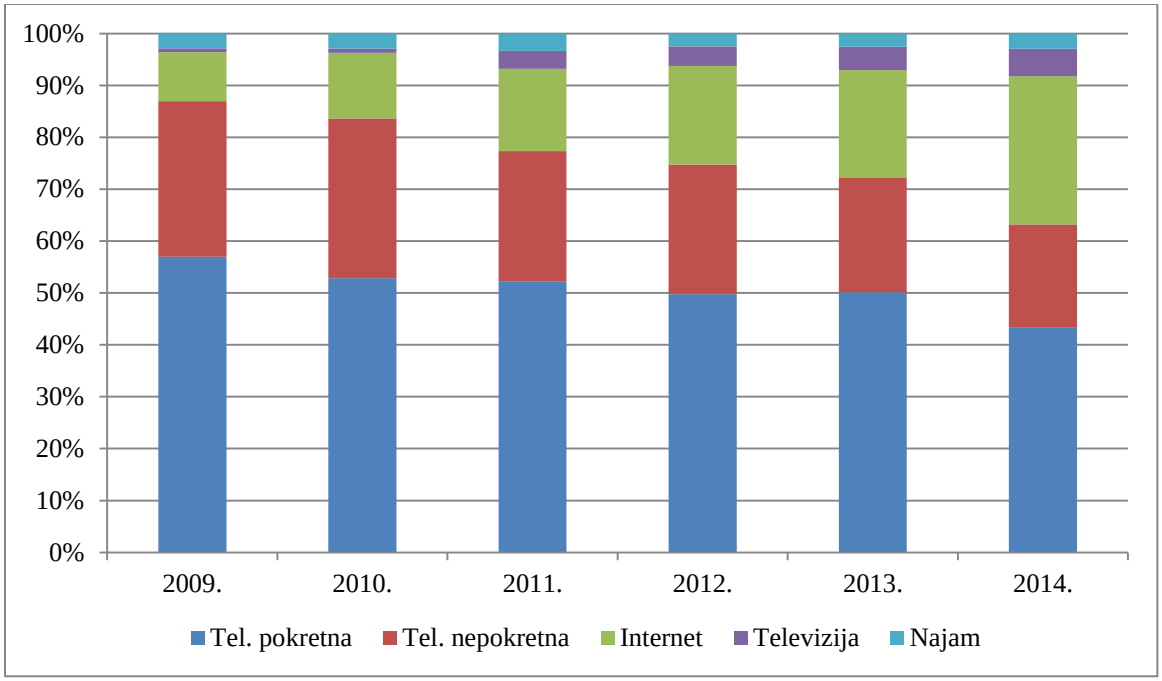
Ukupan prihod od **telefonskih usluga u pokretnoj mreži** u konstantnom je padu, a 2014. se smanjio za čak oko 20 posto u odnosu na prethodnu godinu. Uzrok toga je *roaming* regulacija koja se primjenjuje na operatore pokretnih mreža u Hrvatskoj od njezina ulaska u Europsku Uniju. Također, uz telefonske usluge u pokretnoj mreži sve se više nude i usluge prijenosa podataka te usluga pristupa Internetu. Zahvaljujući tome, te istovremenom porastu broja pametnih telefona, korisnici sve više komuniciraju putem tzv. OTT (eng. *over-the-top*) aplikacija, kao što su npr. *WhatsApp, Skype, Viber* i sl. Kao rezultat toga, broj poslanih SMS poruka smanjen je 2014. za oko 8 posto u odnosu na prethodnu godinu, a smanjio se i rast ukupnog broja minuta ostvarenih u pokretnoj mreži.

Gustoća i broj korisnika telefonskih usluga u pokretnoj mreži također su se smanjili (za 9%), uslijed pojave povoljnijih tarifnih paketa za krajnje korisnike, tj. tarifnih paketa koji ne rade razliku u cijeni poziva unutar mreže i poziva prema drugim mrežama. Istovremeno, udio broja korisnika s pretplatničkim odnosom u porastu je (2011. – 38,9%, 2014. – 44,53%), te se očekuje i daljnji rast tog trenda, s obzirom na raznolike tarifne pakete s atraktivnim ponudama uređaja odnosno tableta, te rastu popularnosti pametnih telefona.

Što se tiče tržišnih udjela operatora u segmentu tržišta telefonskih usluga u pokretnoj mreži, lider je Hrvatski Telekom sa 46,8% udjela. Slijede ga VIPnet sa 35,17%, te Tele2 sa 18,03%.

Segment tržišta **telefonskih usluga u nepokretnoj mreži** također je u stalnom padu: od 2008. do 2014. godine vrijednost ovog dijela tržišta gotovo se prepolovila, budući da prevladavajući način pružanja usluga u nepokretnim mrežama postaje širokopojasni pristup. U uvjetima jačanja konkurencije i intenzivne borbe za tržišni udio, operatori su primorani nuditi visoku kvalitetu usluga po povoljnim cijenama, npr. pakete koji objedinjuju više usluga ili tarifne modele s neograničenim prometom. Očekuje se stoga kako će operatori telefonsku uslugu sve manje promatrati kao profitabilnu, već će je nuditi korisnicima u paketu s malom naknadom ili bez naknade uopće.

I u ovome segmentu dominira Hrvatski Telekom, i to sa 60,67% tržišnog udjela, plus 7,3% Iskona (koji je u 100%-tnom vlasništvu HT-a). Ostali operatori, poput Optima Telekoma, Metroneta ili H1 Telekoma zajedno drže 32,03% udjela.



Slika 4: Udjeli pojedinih segmenata u ukupnim prihodima tržišta el. komunikacija

Izvor: Izračun i prikaz autora, prema HAKOM (2014).

Za razliku od telefonskih usluga, **usluge širokopojasnog pristupa Internetu** jedan su od najbrže rastućih segmenata tržišta elektroničke komunikacije u Hrvatskoj: karakterizira ga konstantan rast prihoda od 2009. godine naovamo, a 2014. je ostvareno 3,207 milijardi kuna prihoda, čak 27,7% više nego prethodne godine.

Gustoća priključaka širokopojasnog pristupa Internetu u stalnom je rastu. Zanimljivo, u nepokretnoj mreži gustoća priključaka je ispod prosjeka EU (22,1% RH nasuprot 30,9% EU), dok je u pokretnoj mreži nešto iznad prosjeka EU (67,8% nasuprot 66,7%). I dalje, dakle, postoje značajne mogućnosti za rast broja korisnika širokopojasnog Interneta u nepokretnoj mreži, što je važno osobito za ruralna i nerazvijena područja, kako bi se smanjio digitalni jaz među građanima RH u različitim regijama te potaknuo ekonomski razvoj i jačanje društva u cjelini.

Podatkovni promet u porastu je kako u nepokretnim, tako i u pokretnim mrežama. U nepokretnim mrežama od 2011. do 2014. godine zabilježio je rast od 192%, a u pokretnim mrežama od 627%.

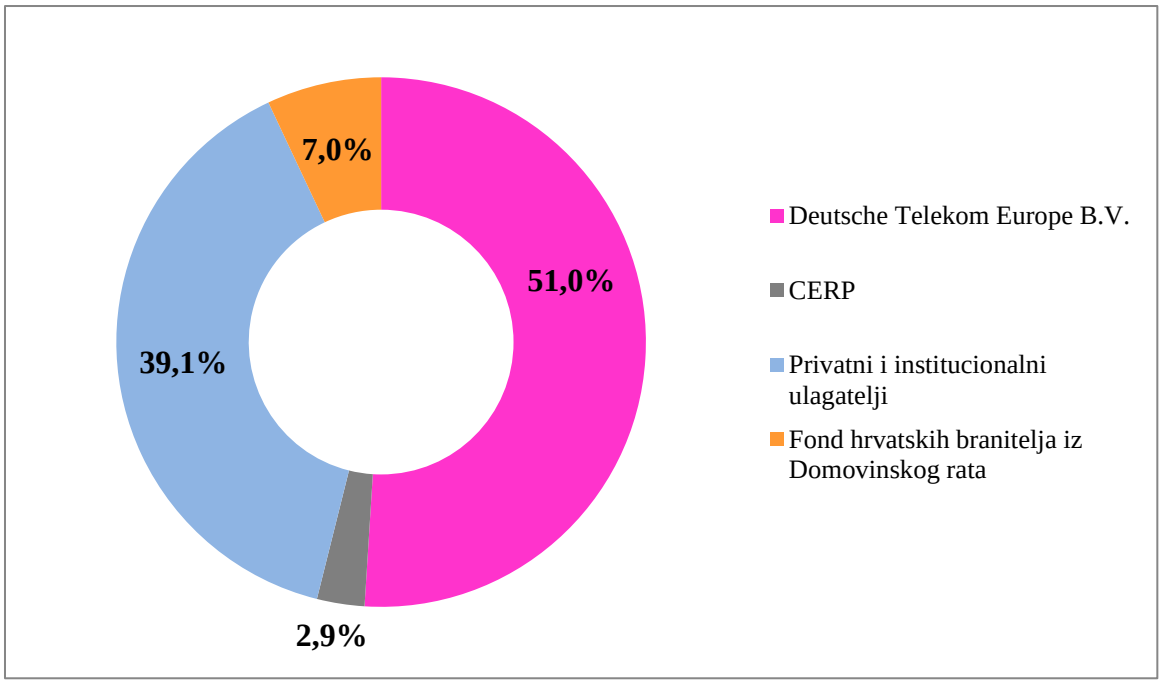
Što se tiče tržišnih udjela, u pokretnoj mreži konkuriraju tri operatora: Hrvatski Telekom je tržišni lider sa 50%, prati ga VIPnet sa 44%, dok Tele2 ima 6% udjela. U nepokretnoj mreži je veći broj operatora, no Hrvatski Telekom je i tamo lider sa 53,2% udjela, VIPnet ima 17,07%, Iskon 11,33%, Optima Telekom 10,39% i tako dalje.

Usluga televizije zabilježila je 2014. godine rast prihoda za 9,7% u odnosu na prethodnu godinu. Ovaj segment tržišta u Hrvatskoj je još uvijek slabo razvijen i pruža velik potencijal za rast, i to putem više tehnologija, a posebice digitalne zemaljske televizije (DVB-T) te televizije putem Interneta (IPTV platforma).

Konačno, **najam mreže i vodova** najmanji je segment tržišta elektroničkih komunikacija, koji je 2014. godine ostvario oko 420 milijuna kuna prihoda.

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

Hrvatski Telekom d.d. dioničko je društvo u većinskom vlasništvu društva *Deutsche Telekom Europe* B.V. Osnovano je 28. prosinca 1998. godine u Republici Hrvatskoj, razdvajanjem javnog poduzeća Hrvatske pošte i telekomunikacija (HPT) na dva nova dionička društva: HT – Hrvatske telekomunikacije d.d. i HP – Hrvatska pošta d.d. Novo društvo je započelo s poslovanjem 1. siječnja 1999. godine. U svibnju 2010. registrirano ime društva promijenjeno je u Hrvatski Telekom d.d.



Slika 5: Vlasnička struktura Hrvatskog Telekoma d.d., na dan 31.12.2015.

Izvor: http://www.t.ht.hr/o-nama/vlasnicka-struktura/ [14.07.2016.]

Privatizacija HT-a d.d. tekla je kako slijedi (HT 2015, str. 14-15):

- U listopadu 1999. Republika Hrvatska prodala je 35% dionica društvu *Deutsche Telekom* AG (DT AG)
- DT AG je 2001. kupio dodatnih 16% dionica društva, i tako postao većinskim dioničarom sa 51% dioničkog udjela.
- 2005. godine Vlada RH prenijela je 7% dionica HT-a d.d. na Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji.

- 2007. godine Republika Hrvatska je putem inicijalne javne ponude (IPO) prodala 32,5% od ukupnog broja redovnih dionica T-HT-a, i to 25% hrvatskim građanima, a 7,5% hrvatskim i inozemnim institucionalnim ulagačima.
- 2008. godine Vlada RH prodala je još 6% dionica sadašnjim i prijašnjim zaposlenicima HT-a i Hrvatske pošte.
- 2010. godine Republika Hrvatska prenijela je 3,5% dionica društva na Umirovljenički fond, koji ih je 2013. prenio Centru za restrukturiranje i prodaju (CERP), državnoj agenciji za upravljanje državnom imovinom. CERP je 2015. godine, nakon javne dražbe, putem trgovinskog sustava Zagrebačke burze prodao 500.000 dionica društva, i time smanjio svoj udio na 2,9%.

Hrvatski Telekom danas je vodeći pružatelj telekomunikacijskih usluga u Hrvatskoj, te pruže usluge pokretne i nepokretne telefonije, veleprodajne, internetske i podatkovne usluge. Osim pružanja elektroničkih komunikacijskih usluga, osnovne djelatnosti HT-a i o njemu ovisnih društava su i projektiranje i izgradnja elektroničkih komunikacijskih mreža na području Hrvatske, internetske, televizijske (IPTV) i ICT usluge, usluge prijenosa podataka te usluge pokretnih telefonskih mreža.

Hrvatski Telekom od 2006. je godine vlasnik društva **Iskon Internet d.d.**, jednog od vodećih alternativnih telekom operatora u Hrvatskoj. Od 2010. godine vlasnik je i društva **Combis d.o.o.**, tada vodećeg integratora IT sustava na hrvatskom tržištu. Cilj akvizicije bio je proširenje ponude proizvoda i usluga poslovnim korisnicima, zahvaljujući Combisovom iskustvu u izgradnji, uvođenju i održavanju složenih poslovnih rješenja.[29] Od 2014. godine HT upravlja i društvom **Optima Telekom**, nakon provedenog postupa predstečajne nagodbe, a stekao je i 19,1% njegovog temeljnog kapitala. Zagrebačka banka, najveći vjerovnik Optima Telekoma, prenijela je na HT upravljačka prava koja je stekla u rečenoj predstečajnoj nagodbi, u skladu s nizom pravila definiranih od strane Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja. Koncentracija HT-a i Optima Telekoma trajat će četiri godine od HT-ovog stjecanja kontrole (HT 2015, str. 14-15).

[29] http://www.t.ht.hr/odnosi-s-investitorima/vijesti-za-investitore/2398/Akvizicija-Combisa-d-o-o.html [17.07.2016.]

3.3. Analiza financijskih izvještaja

3.3.1. Račun dobiti i gubitka

Kao što je vidljivo iz skraćenog trendnog računa dobiti i gubitka (**Tablica 6.**), promatrano razdoblje bilo je obilježeno padom prihoda, koji je doduše zaustavljen u posljednjoj godini, gledamo li isključivo prihode iz osnovne djelatnosti (porast od 0,2% na 6,919 milijardi kuna). Negativan trend prihoda tijekom razdoblja uglavnom je bio rezultat sve intenzivnijeg konkurentskog pritiska paketa telekomunikacijskih ponuda i pritiska da se smanje cijene, pada potrošnje i kontinuirane gospodarske recesije, što se konkretno manifestiralo smanjenjem prihoda od govornih usluga u pokretnoj i nepokretnoj mreži (HT 2013, str. 60). Istovremeno, rasli su prihodi od ICT-a te ostali prihodi, doduše u manjoj mjeri. Zaustavljanju pada prihoda u 2015. godini doprinijeli su i Optima Telekom te nova Vladina naknada koja se od 1. srpnja 2014. naplaćuje korisnicima pokretnih komunikacija (HT 2015, str. 49-50).

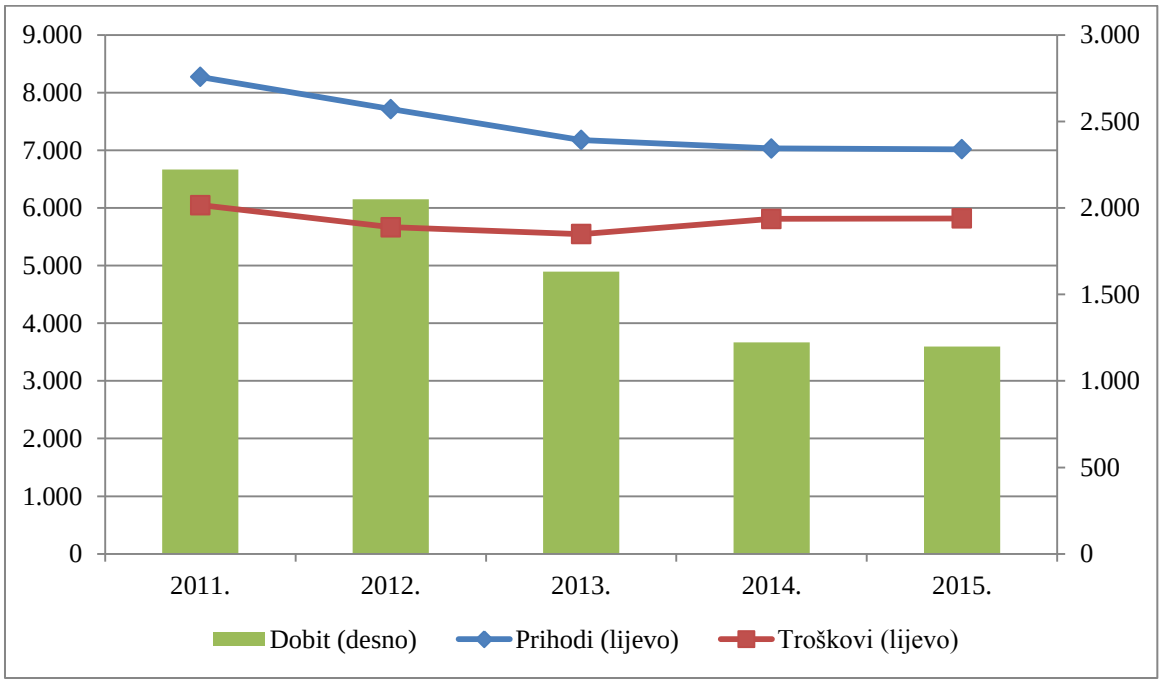
Tablica 6: Trendni, indeksirani račun dobiti i gubitka

					2011=100
	2011.	**2012.**	**2013.**	**2014.**	**2015.**
Prihodi	**100,00**	**93,28**	**86,80**	**85,02**	**84,84**
Troškovi prodane robe, materijala i energije	100,00	86,08	99,61	115,00	125,57
Troškovi usluga	100,00	95,51	81,48	71,68	65,08
Troškovi osoblja	100,00	94,15	86,83	87,92	79,73
Ostali troškovi	100,00	100,46	97,69	109,03	108,72
EBITDA	**100,00**	**92,01**	**81,71**	**71,79**	**73,34**
Amortizacija i umanjenje vrijednosti dugotrajne imovine	100,00	91,64	94,40	97,51	103,11
EBIT	**100,00**	**92,26**	**73,45**	**55,04**	**53,96**
Neto financijski prihodi	100,00	83,33	-133,33	-288,89	-194,44
EBT	**100,00**	**92,77**	**72,24**	**52,55**	**51,80**
Porez na dobit	100,00	89,19	42,34	10,59	51,13
Dobit godine	**100,00**	**93,65**	**79,57**	**62,84**	**51,96**

Izvor: Izračun autora, prema konsolidiranim financijskim izvještajima HT-a d.d. (2011.-15.).

Troškovi su se tijekom promatranog razdoblja također smanjili, no u manjoj mjeri nego prihodi. Trendni račun dobiti i gubitka pokazuje različita kretanja pojedinih segmenata

troškova. Najviše su se smanjili troškovi usluga, i to zbog manjih telekomunikacijskih troškova i naknada za autorska prava (HT 2013, str. 61; HT 2015, str. 51). Troškovi osoblja također su se smanjili, i to kao rezultat programa smanjenja broja radnika i reorganizacije društva. Istovremeno se i zapošljavalo za potrebe transformacije, no u konačnici je broj zaposlenika ekvivalenata punom radnom vremenu (FTE) smanjen. Troškovima osoblja doprinijele su i otpremnine uslijed otpuštanja (HT 2014, str. 49; HT 2015, str. 51-52). Troškovi prodane robe, materijala i energije porasli su, u najvećoj mjeri zbog većih troškova ICT-a, koji su rasli uslijed veće realizacije prihoda, prvenstveno u području mrežne infrastrukture, IP komunikacija i mrežnih rješenja. Troškovi prodaje električne energije i prodaje aranžmana rasli su kao posljedica većeg broja korisnika, te su bili u skladu s kretanjem prihoda (HT 2015, str. 51).



Slika 6: Prihodi, troškovi i dobit HT-a d.d. (u mil. HRK)

Izvor: Prikaz autora, prema konsolidiranim financijskim izvještajima HT-a d.d. (2011.-15.).

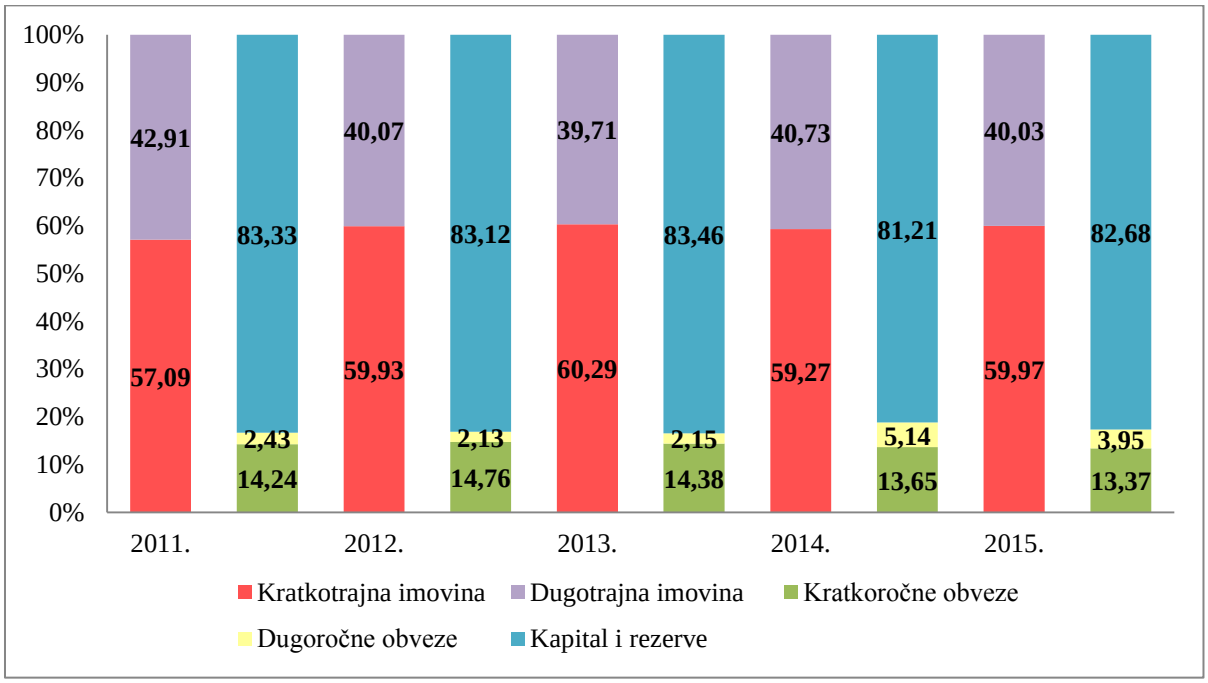
Budući da su se tijekom promatranog razdoblja prihodi smanjivali u većoj mjeri nego troškovi, došlo je do smanjenja dobiti prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA). Ipak, EBITDA je stabilizirana 2015., te je čak nakon jednokratnih stavki i povećana za 1,9% u odnosu na prethodnu godinu, zbog manjih troškova restrukturiranja (HT 2015, str. 46). Ipak, kao rezultat većeg oporezivanja – zbog poreznog učinka reinvestirane dobiti za 2014. godinu

– neto dobit je, nakon nekontrolirajućih udjela, smanjena za 19,1% u odnosu na 2014 (HT 2015, str. 47). Neto dobit se, ukupno gledajući, gotovo prepolovila u razdoblju od pet godina.

3.3.2. Bilanca

Slika 7. prikazuje skraćenu strukturnu bilancu društva tijekom pet promatranih godina, gdje svakoj godini pripadaju dva stupca: prvi za aktivu, a drugi za pasivu.

Što se tiče aktive, odnos kratkotrajne i dugotrajne imovine bio je stabilan i kretao se u omjeru od otprilike 60:40. Najveći dio dugotrajne imovine činile su nekretnine, postrojenja i oprema (39,48% ukupne imovine 2015.), dok je na nematerijalnu imovinu 2015. otpadalo 11,73% ukupne imovine. Najveći dio kratkotrajne imovine odnosio se na novac i novčane ekvivalente – 22,55% ukupne imovine 2015.; na potraživanja se odnosilo 8,66% ukupne imovine iste godine, a na zalihe tek 0,75%. O kretanju novca i novčanih ekvivalenata bit će više riječi u analizi izvještaja o novčanom tijeku.



Slika 7: Strukturna bilanca HT-a d.d. (2011.-15.)

Izvor: Izračun i prikaz autora, prema konsolidiranim financijskim izvještajima HT-a d.d. (2011.-15.).

Istovremeno, analiza pasivnog dijela bilance pokazuje da je društvo vrlo dobro kapitalizirano: više od 80% imovine bilo je financirano iz vlastitih sredstava. Čak je i veći dio obveza bio kratkoročne naravi, i tu se uglavnom radilo o obvezama prema dobavljačima (12,03% ukupnog kapitala i obveza 2015.).

Skraćena trendna bilanca (**Tablica 7.**) prikazuje kretanje vrijednosti imovine, kapitala i obveza, kao i pojedinih njihovih stavki, u promatranom razdoblju. Prije svega vidljivo je kako je cjelokupna vrijednost imovine društva u pet godina porasla za 6,47%. Najveći porast dogodio se 2014. godine uslijed konsolidacije Optima Telekoma (HT 2014, str. 52).

Tablica 7: Skraćena trendna, indeksirana bilanca HT-a d.d.

					2011=100
	2011.	**2012.**	**2013.**	**2014.**	**2015.**
IMOVINA	**100,00**	**99,16**	**96,94**	**104,62**	**106,47**
Dugotrajna imovina	**100,00**	**104,09**	**102,38**	**108,62**	**111,84**
Nematerijalna imovina	100,00	105,06	124,93	157,87	151,89
Nekretnine, postrojenja i oprema	100,00	96,30	93,57	93,68	93,36
Ostala dugotrajna imovina	100,00	193,12	157,37	178,19	242,44
Kratkotrajna imovina	**100,00**	**92,60**	**89,71**	**99,30**	**99,31**
Zalihe	100,00	88,57	65,71	65,71	60,00
Potraživanja od kupaca i ostala potraživanja	100,00	92,96	95,72	94,87	93,27
Novac i novčani ekvivalenti	100,00	84,94	55,05	59,18	85,72
Ostala kratkotrajna imovina	100,00	151,12	344,79	426,99	232,52
KAPITAL I OBVEZE	**100,00**	**99,16**	**96,94**	**104,62**	**106,47**
KAPITAL I REZERVE	**100,00**	**98,91**	**97,11**	**101,96**	**105,64**
Dionički kapital	100,00	100,00	100,00	108,47	119,95
Zakonske rezerve	100,00	100,00	100,00	100,00	108,56
Zadržana dobit	100,00	94,97	86,76	74,92	49,22
OBVEZE	**100,00**	**100,41**	**96,15**	**117,91**	**110,57**
Dugoročne obveze	**100,00**	**86,65**	**85,71**	**220,81**	**172,67**
Kratkoročne obveze	**100,00**	**102,76**	**97,93**	**100,32**	**99,95**
Obveze prema dobavljačima i ostale KO	100,00	111,21	117,49	114,17	119,39
Ostalo	100,00	76,99	38,28	58,06	40,65

Izvor: Izračun autora, prema konsolidiranim financijskim izvještajima HT-a d.d. (2011.-15.).

Vrijednost kratkotrajne imovine na kraju razdoblja je iznosila otprilike koliko i na početku, no 2012. i 2013. zabilježeno je smanjenje zaliha zbog veće prodaje opreme u nepokretnoj i pokretnoj mreži (HT 2013, str. 61), kao i smanjenje novca i novčanih

ekvivalenata zbog većih ulaganja u vrijednosne papire (inozemne obveznice) i kapitalnih ulaganja (HT 2012, str. 69). Zbog toga je istovremeno zabilježen rast stavki Nematerijalna imovina te Ostala dugotrajna imovina, u koju se ubraja i financijska imovina.

Što se tiče pasivnog dijela bilance, dionički kapital povećan je 2014. i 2015. zbog djelomičnog ponovnog ulaganja dobiti za prethodne godine. Iznos kratkoročnih obveza tijekom promatranog razdoblja nije se značajnije mijenjao, izuzmemo li smanjenje 2013. godine uslijed iskorištenja rezerviranja za otpremnine. Dugoročne obveze, međutim, povećale su se 2014. godine za 157,2% zbog konsolidacije Optima Telekoma, odnosno kao posljedica reprogramiranja obveza u postupku predstečajne nagodbe. Bez navedenog učinka bilo bi došlo do smanjenja dugoročnih obveza, prvenstveno zbog manjih rezerviranja (HT 2014, str. 52). Naredne godine dio tih obveza prenesen je u kratkoročne obveze zbog dospijeća: zato je, između ostalog, 2015. smanjen iznos dugoročnih obveza (HT 2015, str. 54).

3.3.3. Izvještaj o novčanom tijeku

Tijek novca iz redovnog poslovanja glavni je izvor sredstava HT Grupe koji Društvu omogućuje financiranje kapitalnih ulaganja i raspodjelu dividende. Tijekom promatranog razdoblja osjetniji pad neto novčanog tijeka iz **poslovnih aktivnosti** zabilježen je 2013. godine, i to kao rezultat manje neto dobiti (HT 2013, str. 61-62). Sljedećih godina isti je ponovno rastao zbog boljeg upravljanja radnim kapitalom, prvenstveno potraživanjima od kupaca i manje plaćenim porezom (HT 2015, str. 54).

Tablica 8: Skraćeni izvještaj o novčanom tijeku HT-a d.d. (2011.-15.)

					u mil. kn
	2011.	**2012.**	**2013.**	**2014.**	**2015.**
Neto poslovne aktivnosti	**3.049**	**2.982**	**2.131**	**2.293**	**2.366**
Neto investicijske aktivnosti	**-757**	**-1.718**	**-1.477**	**-1.217**	**-558**
Neto financijske aktivnosti	**-1.874**	**-1.825**	**-1.763**	**-929**	**-831**
Neto povećanje novca i ekvivalenata	**418**	**-561**	**-1.109**	**147**	**977**
Novac i ekvivalenti na dan 1.1.	3.282	3.704	3.146	2.039	2.192
Učinak promjene tečaja stranih valuta	4	3	2	6	5
Novac i ekvivalenti na dan 31.12.	**3.704**	**3.146**	**2.039**	**2.192**	**3.174**

Izvor: Prikaz autora, prema konsolidiranim financijskim izvještajima HT-a d.d. (2011.-15.).

Iznos neto novčanog tijeka iz **investicijskih aktivnosti** drastično se smanjio 2012. godine kao rezultat većih ulaganja u vrijednosne papire te kapitalnih ulaganja, koja su se nastavila i naredne godine. 2014. i 2015. godine iznos novčanog tijeka je rastao uslijed priljeva od dospjelih ulaganja u financijsku imovinu, uglavnom od oročenih depozita i REPO sporazuma (HT 2015, str. 54).

Neto novčani tijek iz **financijskih aktivnosti** osjetnije se promijenio, točnije porastao je 2014. Razlog tome jest što su 2014. i 2015. godine isplaćene manje dividende zbog djelomičnog reinvestiranja dobiti iz prethodnih godina (HT 2014, str. 52).

U konačnici, raspoloživ iznos novca i novčanih ekvivalenata društva smanjivali su se tijekom 2012. i 2013. godine, zbog istovremenog ulaganja u vrijednosne papire i kapital, te smanjenja prihoda. Ipak, novčani tijekovi oporavili su se narednih godina, kako su dospijevala spomenuta ulaganja u financijsku imovinu, a dobit je djelomično reinvestirana.

3.4. Analiza putem pokazatelja

Tablica 9. prikazuje iznose odabranih financijskih pokazatelja izračunatih na temelju podataka iz konsolidiranih financijskih izvještaja Hrvatskog Telekoma za financijske godine od 2011. do 2015. godine.

Pokazatelji likvidnosti tijekom cijelog su promatranog razdoblja bili stabilni i premašivali su minimalne propisane iznose, što je dobar znak. Uzme li se u obzir i činjenica da se najveći dio kratkotrajne imovine odnosio na novac i novčane ekvivalente, može se zaključiti kako društvo nema problema s likvidnošću. Čak se ni pad prihoda i posljedično smanjenje raspoloživih novčanih sredstava 2013. godine nisu značajnije odrazili na pokazatelje. Porast novčanih sredstava 2014. i 2015. godine kao posljedica dospijeća ulaganja u financijsku imovinu i manje isplate dividendi doprinio je i povećanju vrijednosti pokazatelja likvidnosti.

Tablica 9: Iznosi odabranih financijskih pokazatelja HT-a d.d. (2011.-15.)

	2011.	**2012.**	**2013.**	**2014.**	**2015.**
Pokazatelj tekuće likvidnosti (**Ptl**)	3,01	2,72	2,76	2,98	2,99
Pokazatelj ubrzane likvidnosti (**Pul**)	2,92	2,64	2,70	2,92	2,94
Pokazatelj obrta potraživanja (**Kop**)	6,07	6,03	5,11	5,08	5,25
Pokazatelj obrta zaliha (**Koz**)	47,26	49,77	62,43	61,15	66,83
Pokazatelj obrta dugotrajne imovine (**Kodi**)	1,10	0,98	0,93	0,86	0,83
Pokazatelj obrta ukupne imovine (**Koi**)	0,63	0,59	0,56	0,51	0,50
Omjer duga i kapitala (**D/E**)	0,27	0,27	0,26	0,29	0,25
Pokazatelj pokrića kamata (**TIE**)	34,18	32,54	22,99	13,90	13,63
Bruto profitna marža (**Pbpm**)	87,44%	88,30%	85,67%	83,14%	81,62%
Neto profitna marža (**Ppm**)	22,45%	22,75%	20,46%	16,47%	13,60%
Povrat na imovinu (**ROA**)	13,69%	12,93%	11,24%	8,23%	6,68%
Povrat na vlastiti kapital (**ROE**)	22,12%	20,71%	17,60%	12,81%	9,58%
Pokazatelj cijena/zarada (**P/E**)	10,94	9,52	10,04	10,79	12,78
Tržišna/knjigovodstvena vrijednost (**M/B**)	2,42	1,97	1,77	1,39	1,20

Izvor: Izračun autora.

Pokazatelji upravljanja imovinom su, izuzevši obrt zaliha, u blagom opadanju zbog smanjenja ukupnih prihoda. Pokazatelj obrta zaliha porastao je značajno 2013. godine uslijed veće prodaje opreme u nepokretnoj i pokretnoj mreži (HT 2013, str. 61). U konačnici, 2015. godine jedna kuna uložena u imovinu društva rezultirala je s 50 lipa prihoda.

Što se tiče **pokazatelja zaduženosti**, standardni pokazatelj D/A, tj. omjer duga i imovine, ovdje nije računat iz razloga što duga u financijskim izvještajima gotovo da i nije bilo: naime, dugoročne obveze sačinjavale su svega 2-5% izvora imovine tijekom razdoblja, i nisu sadržavale stavku dugoročnih kredita, dok obveze za kratkoročne kredite nisu premašivale jednoznamenkasti iznos u milijunima kuna. Stoga je izračunat alternativni pokazatelj, omjer duga i kapitala (D/E), koji u obzir uzima sve obveze. Isti se tijekom razdoblja kretao između 0,25 i 0,3, što je dobar rezultat, pogotovo imamo li u vidu da se većina obveza društva odnosila na kratkoročne obveze (u prvom redu prema dobavljačima), koje bi se u cijelosti mogle pokriti raspoloživim novčanim sredstvima. U skladu s time, može se zaključiti kako rizičnosti društva u smislu prezaduženosti praktički nema. Također, vidljivo je i da je zarada društva višestruko premašivala troškove kamata, premda su u izračunu korišteni cjelokupni financijski troškovi društva. 2011. i 2012. godine financijski troškovi čak su bili u cijelosti pokriveni financijskim prihodima.

Profitne marže (bruto i neto) smanjivale su se tijekom promatranog razdoblja. Premda je društvo zadržalo poziciju tržišnog lidera u svojoj industriji, čimbenici poput pojačane konkurencije, te nižih prihoda zbog manje kupovne moći stanovništva (kao rezultata uporne recesije), zasigurno su doprinijeli ovome negativnom trendu. Prema iznosima pokazatelja, 2015. godine društvu je, nakon podmirenja troškova za prodano, ostalo 81,62% prihoda, a kao dobitak je zadržano 13,6% prihoda.

Pokazatelji povrata (**ROA** i **ROE**) također pokazuju tendenciju pada, zbog smanjenja prihoda i posljedično dobiti. 2015. godine jedna kuna uložena u imovinu društva donijela je 6,68 lipa zarade, a jedna kuna uložena u dionički kapital rezultirala je s 9,58 lipa zarade.

Pokazatelj cijena/zarada (**P/E**) tijekom promatranog razdoblja bio je relativno konstantan, no zabilježio je blagi porast u 2015. godini. Ovdje valja primijetiti da su se dvije varijable ovoga pokazatelja, cijena dionice i zarada po dionici,[30] obje konstantno smanjivale: cijena dionice sa 242,00 kune (zadnji dan 2011.) na 144,40 kuna (zadnji dan 2015.), a zarada po dionici sa 22,12 kuna (2011.) na 11,30 kuna (2015.). Do blagog porasta P/E pokazatelja u 2015. godini došlo je zato jer se zarada po dionici smanjila većim intenzitetom nego cijena dionice, no evidentno je da tržište prati sve manju profitabilnost društva te se posljedično tržišna cijena njegovih dionica snižava.

[30] Broj dionica u prometu nije se mijenjao tijekom razdoblja.

Omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti (**M/B**) tijekom promatranog se razdoblja gotovo prepolovio: sa 2,42 puta (2011.) na 1,2 puta (2015.). Primjena ovog pokazatelja u ovome kontekstu ima smisla jer se analizira društvo koje posluje u kapitalno intenzivnoj industriji te nije prezaduženo. Visok omjer na početku razdoblja upućivao je na visok povrat na imovinu, što i ROA pokazuje. I dok kombinacija niskog povrata na vlastiti kapital (ROE) i visokog M/B omjera upućuje na precijenjenost društva, u ovome je slučaju i ROE bio visok, što isključuje tu mogućnost. Štoviše, ovdje je M/B omjer pratio ROE, što je logično: slabija zarada po dionici zabilježena tijekom posljednjih nekoliko godina smanjila je atraktivnost dionice na tržištu i time približila tržišnu vrijednost društva njegovoj knjigovodstvenoj vrijednosti.

4. ZAKLJUČAK

Osnovni cilj ovoga rada, s empirijskog aspekta, bio je ocijeniti uspješnost poslovanja društva Hrvatski Telekom d.d. u proteklih pet godina (2011.-15.) te njegovu perspektivu u neposrednoj budućnosti. U tu svrhu analizirani su financijski izvještaji društva iz spomenutog razdoblja, koristeći se uobičajenim metodama analize financijskih izvještaja: u prvom redu komparativnom analizom, analizom trenda te analizom putem pokazatelja.

Hrvatski Telekom d.d., lider na tržištu elektroničkih komunikacija, u promatranom se razdoblju suočavao s nizom izazova, odnosno prijetnji, iz vanjske poslovne okoline. Prvo, uporna gospodarska stagnacija u Hrvatskoj negativno je djelovala na kupovnu moć stanovništva i samim time na potražnju za dobrima i uslugama. To se odrazilo i na tržište elektroničkih komunikacija, kao i na njegovog lidera. Drugo, sve veća konkurencija na tržištu stvorila je pritisak na snižavanje cijena. Treće, inovacije u elektroničkoj komunikaciji, poput primjerice besplatnih internetskih komunikacijskih servisa (npr. *WhatsApp, Viber, Skype*…), smanjili su prihode od SMS poruka i govornih usluga. Četvrto, ulazak Hrvatske u Europsku Uniju donio je novu regulativu koja je snizila cijene *roaming* usluga. Usprkos svemu, u ovoj industriji potrebno je stalno ulagati u istraživanje, razvoj i tehnologiju, jer o tome ovise prihodi u budućnosti.

Hrvatski Telekom d.d. ove je izazove dočekao spreman: s niskom zaduženošću pretežno kratkoročne naravi te viškom likvidnih sredstava, koji su se ulagali u financijsku imovinu. 2012. i 2013. godine ipak je došlo do pada prihoda, doduše u sličnom postotku kao i na tržištu u cjelini, tako da je tržišni udio zadržan. Menadžment društva reagirao je kontrolom troškova („Transformacijski program 2013.-2015.," HT 2013, str. 45), boljim upravljanjem radnim kapitalom i nastavkom ulaganja. 2014. i 2015. dio dobiti iz prethodne godine reinvestiran je. Pad prihoda zaustavljen je 2015., što zajedno s povoljnim prognozama za hrvatsko gospodarstvo, nagoviješta oporavak. Osim toga, društvo je tijekom razdoblja poslovalo likvidno, solventno i profitabilno, s jakom i stabilnom bilancom te bez naglih promjena u iznosima pokazatelja.

U skladu sa svime navedenim, **hipoteza o uspješnosti poslovanja društva u razdoblju od 2011. do 2015. godine** (**H1**) **može se prihvatiti**. Istina, tijekom razdoblja došlo je do pada prihoda i posljedično dobiti, no uzroci tih negativnih trendova bili su izvan kontrole menadžmenta društva. Menadžment je poduzeo ono što je bilo potrebno kako bi

zaustavio negativne trendove i u tome je uspio: prihodi su u 2015. godini porasli za 0,2% u odnosu na prethodnu, a vodeći položaj na tržištu je zadržan.

Hipoteza o perspektivnosti poslovanja društva (H2) može se također prihvatiti. Premda je tržište osjetilo smanjenje dobiti društva, što se manifestiralo padom cijene njegovih dionica, perspektiva društva nije upitna iz više razloga. Prvo, kao što je već navedeno, Hrvatski Telekom d.d. i dalje je tržišni lider. Drugo, duga gotovo da i nema – većina obveza društva odnosi se na kratkoročne obveze prema dobavljačima – što znači da je i rizik bankrota praktički odsutan. Treće, društvo je i dalje profitabilno, te se dividende isplaćuju. Konačno, na pomolu je preokret negativnih trendova, kako u poslovanju društva, tako i u hrvatskom gospodarstvu u cjelini. Stoga nema razloga sumnjati da će drugo po veličini trgovačko društvo u Hrvatskoj i u dogledno vrijeme ostati vodeći pružatelj elektroničkih komunikacijskih usluga.

LITERATURA

1. Buble, M. (2006): **Osnove menadžmenta**, Zagreb: *Sinergija*.

2. Čičin-Šain, D., Krajnović, A., Predovan, M. (2011): **Oligopol na tržištu telekomunikacijskih usluga u Republici Hrvatskoj**, *Oeconomica Jadertina* 1/2011., dostupno na: http://hrcak.srce.hr/file/101799 [28.05.2016.]

3. Dečman, N. (2012): **Financijski izvještaji kao podloga za ocjenu sigurnosti i uspješnosti poslovanja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj**, *Ekonomski pregled*, 63 (7-8), str. 446-467, dostupno na: http://hrcak.srce.hr/file/128746 [28.05.2016.]

4. Dujanić, M. (2004): **Upravljanje promjenama u poduzeću**, Zb. Rad. – Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet, god. 22, Sv. 1 (2004), str. 39-51, dostupno na: http://hrcak.srce.hr/file/10745 [28.05.2016.]

5. Gonan Božac, M. (2002): **Planiranje strategijskih ciljeva poduzeća**, *Ekonomski pregled*, 53 (5-6), str. 525-536, dostupno na: http://hrcak.srce.hr/file/44497 [28.05.2016.]

6. Hrvatska regulatorna agencija za mrežne djelatnosti (2015): **Godišnje izvješće o radu za 2014.**, Zagreb: HAKOM, dostupno na: https://www.hakom.hr/UserDocsImages/2015/izvjesca_i_planovi/Godi%C5%A1nje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20o%20radu%20Hrvatske%20regulatorne%20agencije%20za%20mre%C5%BEne%20djelatnosti%20za%202014..pdf [28.05.2016.]

7. Hrvatski Telekom (2011): **Godišnje izvješće 2011.**, Zagreb: *Hrvatski Telekom d.d.*, dostupno na: http://www.t.ht.hr/ResourceManager/FileDownload.aspx?rId=5839&rType=2 [28.05.2016.]

8. Hrvatski Telekom (2012): **Godišnje izvješće 2012.**, Zagreb: *Hrvatski Telekom d.d.*, dostupno na: http://www.t.ht.hr/ResourceManager/FileDownload.aspx?rId=5840&rType=2 [28.05.2016.]

9. Hrvatski Telekom (2013): **Godišnje izvješće 2013.**, Zagreb: *Hrvatski Telekom d.d.*, dostupno na: http://www.t.ht.hr/ResourceManager/FileDownload.aspx?rId=5841&rType=2 [28.05.2016.]

10. Hrvatski Telekom (2014): **Godišnje izvješće 2014.**, Zagreb: *Hrvatski Telekom d.d.*, dostupno na: http://www.t.ht.hr/ResourceManager/FileDownload.aspx?rId=6936&rType=2 [28.05.2016.]

11. Hrvatski Telekom (2015): **Godišnje izvješće 2015.**, Zagreb: *Hrvatski Telekom d.d.*, dostupno na: http://www.t.ht.hr/ResourceManager/FileDownload.aspx?rId=8252&rType=2 [28.05.2016.]

12. Narodne novine (2015): **Zakon o računovodstvu**, Zagreb: *Narodne novine d.d.*, br. 78/15, 134/15.

13. Pavić, I., Benić, Đ., Hashi, I. (2009): **Mikroekonomija**, III. izdanje, Split: Sveučilište u Splitu – Ekonomski fakultet.

14. Privredni vjesnik (2015): **Najvećih 400 hrvatskih tvrtki u 2014. godini**, kolovoz 2015., godina LXII, broj 3888, Zagreb: *Privredni vjesnik*, dostupno na: http://www.400naj.com/ [28.05.2016.]

15. Rozga, A. (2009): **Statistika za ekonomiste**, V. izdanje, Split: Sveučilište u Splitu – Ekonomski fakultet.

16. Vidučić, Lj. (2011): **Financijski menadžment**, VII. izdanje, Zagreb: *RRiF Plus*.

17. Zelenika, R. (2000): **Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela**, Rijeka: Ekonomski fakultet.

POPIS TABLICA

Tablica 1: Klasifikacija poduzetnika po veličini, prema Zakonu o računovodstvu 10
Tablica 2: Skraćena bilanca 15
Tablica 3: Skraćeni prikaz računa dobiti i gubitka 16
Tablica 4: Račun dobiti i gubitka s više razina dobitka, primjer 17
Tablica 5: Pokazatelj tekuće likvidnosti, primjer 23
Tablica 6: Trendni, indeksirani račun dobiti i gubitka 39
Tablica 7: Skraćena trendna, indeksirana bilanca HT-a d.d. 42
Tablica 8: Skraćeni izvještaj o novčanom tijeku HT-a d.d. (2011.-15.) 43
Tablica 9: Iznosi odabranih financijskih pokazatelja HT-a d.d. (2011.-15.) 45

POPIS SLIKA

Slika 1: Ukupna ulaganja operatora elektroničkih komunikacija u RH, u mil. HRK 32
Slika 2: Ukupni prihod tržišta i HT-a d.d., 2010.-14. (u mil. HRK) 33
Slika 3: Udjeli usluga u ukupnim prihodima na tržištu elektroničkih komunikacija 33
Slika 4: Udjeli pojedinih segmenata u ukupnim prihodima tržišta el. komunikacija 35
Slika 5: Vlasnička struktura Hrvatskog Telekoma d.d., na dan 31.12.2015. 37
Slika 6: Prihodi, troškovi i dobit HT-a d.d. (u mil. HRK) 40
Slika 7: Strukturna bilanca HT-a d.d. (2011.-15.) 41

SAŽETAK

Osnovni cilj ovoga rada, s empirijskog aspekta, bio je ocijeniti uspješnost poslovanja društva Hrvatski Telekom d.d., lidera na tržištu elektroničkih komunikacija u proteklih pet godina (2011.-15.), te njegovu perspektivu u neposrednoj budućnosti. U tu svrhu analizirani su financijski izvještaji društva iz spomenutog razdoblja, koristeći se uobičajenim metodama analize financijskih izvještaja: u prvom redu komparativnom analizom, analizom trenda te analizom putem pokazatelja.

U promatranom se razdoblju društvo suočavalo s nizom prijetnji iz vanjske poslovne okoline: upornom gospodarskom stagnacijom, sve većom konkurencijom na tržištu, inovacijama u elektroničkoj komunikaciji (poput besplatnih internetskih komunikacijskih servisa), te novom EU regulativom koja je snizila cijene *roaming* usluga.

Iako je kao rezultat navedenih okolnosti bilo došlo do pada prihoda i posljedično dobiti, Hrvatski Telekom d.d. zadržao je svoju poziciju tržišnog lidera i na kraju razdoblja. Nadalje, duga gotovo da i nema – većina obveza društva odnosi se na kratkoročne obveze prema dobavljačima – što znači da je i rizik bankrota praktički odsutan. Također, društvo je i dalje profitabilno, te se dividende isplaćuju. Konačno, na pomolu je preokret negativnih trendova, kako u poslovanju društva, tako i u hrvatskom gospodarstvu u cjelini. Stoga nema razloga sumnjati da će drugo po veličini trgovačko društvo u Hrvatskoj i u dogledno vrijeme ostati vodeći pružatelj elektroničkih komunikacijskih usluga.

Ključne riječi: analiza financijskih izvještaja, analiza putem pokazatelja, Hrvatski Telekom d.d.

SUMMARY

The main aim of this paper, from an empirical standpoint, was to evaluate the business operations efficancy of the company Hrvatski Telekom d.d., the market leader in electronic communications in the past five years (2011-2015), as well as its prospects in the near future. To this end, we have analyzed the company's financial statements from the aforementioned time period, using the usual methods of financial statements analysis: mainly comparative analysis, trend analysis, and financial ratios analysis.

During the observed time period, the company faced a series of threats from the external business environment: namely, the persistent economic stagnation, an ever-increasing competition on the market, innovations in the field of electronic communications (such as free Internet communication applications), and the new EU legislation, that lowered the prices of roaming services.

Even though these circumstances did result in a drop of revenues and consequently profits, Hrvatski Telekom d.d. has retained its leading position on the market. Furthermore, the debts are virtually non-existent: most of the company's liabilities relate to short-term trade payables, which makes the bankruptcy risk practically absent. Also, the company still generates profits, and pays out dividends. Finally, a reversal of the negative trends is expected soon, both in the company's operations, and in the Croatian economy as a whole. Therefore there is no reason to doubt that the second largest company in Croatia will remain the leading provider of electronic communication services in the foreseeable future.

Keywords: financial statements analysis, financial ratio analysis, Hrvatski Telekom d.d.