

Analiza finacijskih pokazatelja poduzeća Pliva d.d. u usporedbi s glavnim konkurentima u Europskoj uniji

Marušić, Maja

Master's thesis / Diplomski rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zadar / Sveučilište u Zadru**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:162:996023>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-09-19**



Sveučilište u Zadru
Universitas Studiorum
Jadertina | 1396 | 2002 |

Repository / Repozitorij:

[University of Zadar Institutional Repository](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

Sveučilište u Zadru

Odjel za ekonomiju
Sveučilišni diplomski studij menadžmenta

Maja Marušić

**Analiza financijskih pokazatelja poduzeća Pliva d.d.
u usporedbi s glavnim konkurentima u Europskoj
Uniji**

Diplomski rad

Zadar, 2016.

Sveučilište u Zadru
Odjel za ekonomiju
Sveučilišni diplomski studij menadžmenta

Analiza financijskih pokazatelja poduzeća Pliva d.d. u
usporedbi s glavnim konkurentima u Europskoj Uniji

Diplomski rad

Studentica:
Maja Marušić

Mentor:
doc.dr.sc. Berislav Bolfek

Zadar, 2016.



Izjava o akademskoj čestitosti

Ja, Maja Marušić, ovime izjavljujem da je moj diplomski rad pod naslovom Analiza financijskih pokazatelja poduzeća Pliva d.d. u usporedbi s glavnim konkurentima u Europskoj Uniji rezultat mojeg vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na izvore i radove navedene u bilješkama i popisu literature. Ni jedan dio mojeg rada nije napisan na nedopušten način, odnosno nije prepisan iz necitiranih radova i ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem da ni jedan dio ovoga rada nije iskorišten u kojem drugom radu pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj, obrazovnoj ili inoj ustanovi.

Sadržaj mojeg rada u potpunosti odgovara sadržaju obranjenoga i nakon obrane uređenoga rada.

Zadar, 2016

SADRŽAJ

SAŽETAK	i
ABSTRACT	ii
1. UVOD	1
1.1. Predmet istraživanja	1
1.2. Cilj i svrha istraživanja.....	1
1.3. Struktura rada	2
1.4. Metodologija istraživanja	2
2. TEMELJNA FINACIJSKA IZVJEŠĆA	4
2.1. Bilanca	5
2.2. Račun dobiti i gubitka.....	8
2.3. Izvještaj o novčanom toku	10
2.4. Izvještaj o promjenama kapitala	12
2.5. Bilješke uz financijske izvještaje.....	13
3. POJAM I ZNAČAJ FINACIJSKE ANALIZE PODUZEĆA.....	15
3.1. Pojam financijske analize	16
3.2. Korisnici analize financijskih izvješća.....	18
3.3. Horizontalna i vertikalna analiza financijskih izvješća	20
3.4. Analiza financijskih pokazatelja	21
3.4.1. Likvidnost.....	23
3.4.2. Zaduzenost.....	25
3.4.3. Aktivnost	27
3.4.4. Ekonomičnost.....	28
3.4.5. Profitabilnost	30
3.4.6. Investiranje	33
4. FARMACEUTSKA INDUSTRIJA	35
4.1. Razvijenost i značaj farmaceutske industrije u svijetu.....	35
4.2. Razvijenost i značaj farmaceutske industrije u EU	38
4.3. Hrvatska farmaceutska industrija	40
5. FINACIJSKA ANALIZA PLIVE U SKLOPU FARMACEUTSKE GRUPACIJE TEVA.....	42
5.1. Horizontalna analiza financijskih izvješća Teva grupacije od 2010. do 2014.....	44
5.2. Vertikalna analiza financijskih izvješća Teva grupacije od 2010. do 2014.....	48
5.3. Analiza poslovanja Teva grupacije putem računa dobiti i gubitka	53

5.4. Analiza poslovanja Teva grupacije putem finansijskih pokazatelja	55
5.4.1. Pokazatelji likvidnosti	55
5.4.2. Pokazatelji zaduženosti	57
5.4.3. Pokazatelji aktivnosti.....	59
5.4.4. Pokazatelji ekonomičnosti i rentabilnosti (profitabilnosti).....	63
5.4.5. Pokazatelji investiranja.....	65
5.5. Komparativna analiza finansijskih pokazatelja Teva grupacije i	67
5.5.1. Usporedba pokazatelja likvidnosti	68
5.5.2. Usporedba pokazatelja zaduženosti.....	68
5.5.3. Usporedba pokazatelja aktivnosti.....	69
5.5.4. Usporedba pokazatelja ekonomičnosti i profitabilnosti	70
5.5.5. Usporedba pokazatelja investiranja	71
6. RASPRAVA	72
7. ZAKLJUČAK	76
8. LITERATURA	78

SAŽETAK

U radu se provodi analiza finansijskih izvješća korporacije Pliva koja danas djeluje u sklopu globalne farmaceutske korporacije Teva. Provedena je horizontalna i vertikalna finansijska analiza kao i komparativna analiza poslovanja grupacije Teva u odnosu na konkurente – Bayer i GlaxoSmithKline. Primarni ciljevi rada su spoznati postoje li odstupanja od referentnih vrijednosti pojedinih pokazatelja u poslovanju grupacije Teva te istražiti finansijsku snagu grupacije u odnosu na odabrane konkurente.

Rezultati istraživanja ukazuju da je finansijska snaga grupacije Teva nešto slabija u odnosu na konkurente, a osobiti problemi proizlaze iz neadekvatne strukture kratkotrajne imovine kao i iz orijentacije na proizvodnju generičkih proizvoda umjesto na istraživanje i razvoj, zbog čega dolazi do smanjenja nematerijalne dugotrajne imovine kao najvažnije stavke u aktivi grupacije. Preporuka za daljnja istraživanja je obraditi kretanje pokazatelja likvidnosti na globalnoj razini u farmaceutskoj industriji s preporukama za njezino unaprjeđenje.

Ključne riječi: *Pliva, Teva, finansijska analiza, komparativna analiza, finansijski pokazatelji*

ABSTRACT

Analysis of Financial Indicators of pliva d.d. Compare to Major Competitors in European Union

Analysis of financial statements of corporation Pliva, a part of the global pharmaceutical corporations Teva is carried out in a final paper. A horizontal and vertical financial analysis was conducted as well as a comparative analysis of business groups Teva relative to competitors - Bayer and GlaxoSmithKline. The primary objectives of the work are to find out if there are any deviations from the reference values of certain indicators in the business group Teva and investigate the financial strength of the Group in relation to selected competitors.

The research results indicate that the financial strength of the group Teva is slightly lower in relation to its competitors. The problems arise from inadequate structure of current assets as well as the orientation of the production of generic products instead of research and development. This orientation results with a decrease of intangible fixed assets as the most important issue in Group assets. Recommendation for future research is to process the liquidity indicators in the global pharmaceutical industry with the recommendations for its improvement.

Keywords: *Pliva, Teva, financial analysis, comparative analysis, financial ratios*

1. UVOD

Analiza financijskih izvješća koristi se s ciljem ocjene financijskog stanja poduzeća i kao podloga uspješnom menadžerskom odlučivanju koje je utemeljeno na činjenicama. Dakle, analiza financijskih izvješća ne predstavlja samo ocjenu sadašnjeg ili prošlog stanja poduzeća, već je i alat za donošenje odluka koje će utjecati na ostvarenje strateških ciljeva u budućnosti. Metoda pokazatelja sastavni je dio analize financijskih izvješća. Financijski pokazatelj je relativna veličina ili omjer dvaju odabranih numeričkih vrijednosti uzetih iz financijskih izvještaja poduzeća.

1.1. Predmet istraživanja

U radu će se prikazati pokazatelji likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti i investiranja u kompaniji Pliva d.d. u razdoblju od 2009. do 2014. godine kako bi se donijeli zaključci o financijskoj uspješnosti poslovanja ove farmaceutske kompanije. Međutim, iako se usporednom analizom financijskih pokazatelja kroz duži vremenski period mogu donijeti relevantni zaključci o trendovima u poslovanju kompanije Pliva, u radu će se usporediti financijski pokazatelji navedene kompanije s glavnim konkurentima u Europskoj Uniji, a to su Bayer i GlaxoSmithCline za isto vremensko razdoblje kako bi se dobila cjelovita slika o financijskoj poziciji Plive unutar jedinstvenog tržišta Europske Unije.

1.2. Cilj i svrha istraživanja

Ciljevi istraživanja su:

- Prikazati i interpretirati pokazatelje likvidnosti Plive od 2009. do 2014.
- Prikazati i interpretirati pokazatelje zaduženosti Plive od 2009. do 2014.
- Prikazati i interpretirati pokazatelje aktivnosti Plive od 2009. do 2014.
- Prikazati i interpretirati pokazatelje ekonomičnosti Plive od 2009. do 2014.
- Prikazati i interpretirati pokazatelje investiranja Plive od 2009. do 2014.
- Usporediti odabrane financijske pokazatelje Plive i Bayera od 2009. do 2014.

- Usporediti odabrane financijske pokazatelje Plive i kompanije GlaxoSmithCline od 2009. do 2014.

Svrha istraživanja je utvrditi kakva je financijska pozicija farmaceutske kompanije Pliva d.d. u odnosu na glavne konkurente u Europskoj uniji, konkretno u odnosu na kompanije Bayer i GlaxoSmithCline.

Na temelju postavljenih ciljeva istraživanja oblikovana su istraživačka pitanja kako slijedi:

1. Koji su trendovi te kakav je značaj farmaceutske industrije u svijetu i Europskoj Uniji?
2. Kako je poduzeće Pliva d.d. poslovalo u prethodnim razdobljima (2009.-2014.) te na koji način može poboljšati rezultat u narednim razdobljima, uzevši u obzir podatke dobivene horizontalnom i vertikalnom analizom?
3. Koji su ostvareni financijski rezultati tvrtke Pliva d.d. od 2009. - 2014.g. te kakav je njen financijski položaj, uzevši u obzir analizu financijskih pokazatelja?
4. Tko su i koja su obilježja glavnih konkurenata tvrtke u pripadajućoj industriji?
5. Kako se tvrtka, uzevši u obzir rezultate financijskih pokazatelja, nosi sa konkurentskim izazovima, odnosno kakav je njen financijski položaj u odnosu na konkurente u pripadajućoj industriji?

1.3. Struktura rada

Rad se sastoji od pet cjelina. U prvoj cjelini opisuju se temeljna financijska izvješća. Druga cjelina opisuje pojam i svrhu provedbe analize financijskih izvješća, dok se u trećoj cjelini provodi analiza farmaceutske industrije. Četvrta cjelina odnosi se na horizontalnu i vertikalnu analizu financijskih izvješća grupacije Teva kao i analizu putem pokazatelja te komparativnu analizu u odnosu na konkurente. Peta cjelina je rasprava koja odgovara na istraživačka pitanja i rezimira rezultate istraživanja.

1.4. Metodologija istraživanja

Prilikom istraživanja koristit će se analiza sekundarnih podataka iz dostupne literarne građe vezane uz temu analize financijskih izvješća, te znanstvenih i stručnih članaka kao i službenih

mrežnih stranica. Kao metoda obrade podataka koristi se matematička metoda izračuna financijskih pokazatelja.

Od znanstveno-istraživačkih metoda prilikom pisanja rada koristit će se analitičko-sintetička metoda, metoda deskripcije te metoda komparacije.

Metodom analize će se opći pojmovi u radu raščlaniti na sastavne dijelove, dok će se metoda deskripcije koristiti kako bi se opisali temeljni pojmovi u analizi financijskih izvješća. Za uspješno ispunjenje zadanih ciljeva u radu, od velikog je značaja metoda komparacije ili usporedbe, i to na dvije razine: usporedba vrijednosti financijskih pokazatelja PLIVE u različitim vremenskim razdobljima (od 2009. do 2014.) te usporedba vrijednosti financijskih pokazatelja Plive i odabranih konkurenata za isto vremensko razdoblje.

Metoda sinteze zaokružuje teorijske spoznaje i spoznaje dobivene provedbom usporedbe financijskih pokazatelja u novu zaokruženu cjelinu.

2. TEMELJNA FINANCIJSKA IZVJEŠĆA

Glavni izvor informacija o poslovanju tvrtke su financijska izvješća, a odnose se na detaljne podatke o financijskom stanju i financijskom prometu nekog poslovnog subjekta. Zakonom o računovodstvu (ZOR, 2008) određena su temeljna financijska izvješća, obveze sastavljanja, revidiranja i objavljivanja izvješća ovisno o veličini poduzeća, kao i kriteriji za određivanje veličine poduzeća – mala, srednje velika i velika.

Financijski izvještaj koji daje informacije o stanju poduzetnika naziva se bilanca, a financijski izvještaji koji daju informacije o financijskom prometu nazivaju se račun dobitka i gubitka te izvještaj o novčanom toku. Financijski izvještaj koji korisniku pruža dodatne informacije i objašnjenja naziva se bilješke uz financijske izvještaje. Izvještaj o promjenama glavnice ukazuje na politiku raspodjele profita na dio koji se isplaćuje vlasnicima i dio koji ostaje u poduzeću.¹ Temeljna financijska izvješća su podloga financijske analize, a to su²:

1. bilanca kao prikaz imovine i obveza poduzeća na određeni dan,
2. račun dobiti i gubitka kao prikaz prihoda, rashoda i njihove razlike za određeno razdoblje,
3. izvještaj o novčanom toku kao prikaz primitaka, izdataka i njihove razlike za određeno razdoblje,
4. izvještaj o promjenama vlasničke glavnice za određeno razdoblje, te
5. bilješke uz financijska izvješća.

Navedena financijska izvješća predstavljaju temeljna financijska izvješća u Republici Hrvatskoj prema ZOR-u.³ Prema zakonu, mali poduzetnici nisu obvezni sastavljati izvješća o novčanom toku, a sastavljaju i skraćena financijska izvješća. Veliki poduzetnici dužni su sastaviti i godišnje izvješće. U njemu se iznose podaci o važnim poslovnim događajima u poslovnoj godini, vjerodostojnom i vjerojatnom budućem razvoju poslovanja, aktivnostima

¹ Beatty, A., Chamberlain, S. L., & Magliolo, J. (1995), Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital, and earnings, *Journal of Accounting Research*, 231-261. <raspoloživo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.36.4489&rep=rep1&type=pdf>>, [pristupljeno 17.09.2015.]

² Bešvir, B., (2008), Kako čitati i analizirati financijske izvještaje, Zagreb: RRIF, str. 9

³ Hrvatski standardi financijskog izvještavanja (2008.), Zgombić i partneri, Zagreb, 2008., str. 34

istraživanja i razvoja, te informacije o stjecanju vlastitih dionica. Veliki i srednje veliki poduzetnici koji su organizirani kao dionička društva obvezni su jednom godišnje javno objaviti financijska izvješća (u obliku propisanom za male poduzetnike) i mišljenje revizora.⁴

2.1. Bilanca

Pod financijskim položajem uobičajeno se podrazumijeva stanje i međuodnos imovine, obveza i kapitala određenog poduzeća. Prema Međunarodnim računovodstvenim standardima "elementi koji su u izravnom odnosu s mjerenjem financijskog položaja jesu sredstva (imovina), obveze i glavnica" (kapital).⁵ Sastavlja se u pravilu za svaku poslovnu godinu sa stanjem na dan 31.12. Postoje različite vrste bilanci prema namjeni sastavljanja, a to su⁶:

- proračunska (planska) bilanca,
- obračunska bilanca,
- početna bilanca (sastavlja se na početku poslovanja),
- zaključna bilanca (sastavlja se na završetku poslovanja),
- probna bilanca (provjerava ispravnost knjiženja),
- inventurna bilanca (sastavlja se nakon provedene inventure),
- bruto bilanca (sastavlja se na kraju određenog razdoblja – mjesečno, godišnje),
- podbilanca (vodoravni presjek bilance),
- skraćena bilanca (manji broj povećanja od pune bilance),
- primopredajna bilanca (pojavljuje se u slučaju promjene menadžmenta),
- fuzijska bilanca (pregled svih aktiva i obveza s glavnicom biznisa što se spajaju),
- diobena bilanca (jedno poduzeće se razdvaja u više novih),
- sanacijska bilanca (bilanca ozdravljenje poduzeća, otklanja se uzrok gubitka),
- likvidacijska bilanca (pokazuje koje će se obveze podmiriti iz koje imovine),
- stečajna bilanca,
- konsolidirana bilanca (zbrojna bilanca nekog složenog ekonomskog organizma).

⁴ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M., (2015), Financijski menadžment, RriF-plus, Zagreb, str. 424

⁵ Narodne novine (2009) Međunarodni računovodstveni standardi, Zagreb: Narodne novine, br. 136, str. 9

⁶ Belak, V., (2006), Menadžersko računovodstvo, Split: Sveučilište u Splitu, str. 57

Bilanca iskazuje sva sredstva i sve izvore financiranja poduzeća pa se njena podjela može iskazati na dvije osnovne grupe stavaka⁷:

- aktiva, što odgovara sredstvima investicijskog projekta
- pasiva, što odgovara izvorima financiranja investicijskog projekta

Osnovno pravilo bilance je ujednačenost aktive i pasive i to tako da aktiva prikazuje imovinu po njenim vrstama i likvidnosti, a pasiva prikazuje izvore, po njihovim vrstama i ročnosti⁸, tj. pasiva odgovara na pitanje iz kojih izvora je stečena ukupna imovina društva, iz vlastitih ili tuđih izvora i koliko su trajni ti izvori.

Aktiva je lijeva strana bilance koja iskazuje vrijednosno stanje imovine poduzeća. Osim imovine, u aktivni se eventualno može izraziti nepokriveni gubitak poduzeća, odnosno gubitak iznad visine kapitala. Imovina izražena u aktivni bilance može se podijeliti na dugoročnu kratkoročnu imovinu prema kriteriju trajnosti te, prema prirodi imovine, na novac, stvari i prava (licence, koncesije, *goodwill*).⁹ Dugotrajna imovina poduzeća prema pojavnim oblicima obuhvaća materijalnu imovinu (materijalni pojava oblik), nematerijalnu imovinu i financijsku imovinu (oblik potraživanja i ostalih prava).¹⁰ Kratkotrajna imovina prema pojavnim oblicima obuhvaća: pojava oblik gotovine (gotovina i bankovni depozit), pojava oblik potraživanja i ostalih prava (vrijednosni papiri, potraživanja i dani predujmovi),

⁷ Saunders, A., Cornett, M. M., (2006), *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb: Masmedia, str. 43

⁸ Schneider, M., Tornell, A., (2004), Balance sheet effects, bailout guarantees and financial crises. *The Review of Economic Studies*, 71(3), 883-913. <raspoloživo na: <https://www.cesifo-group.de/link/vsi01-tornell.pdf>>, [pristupljeno 16.02.2016.]

⁹ Cornell, B., Shapiro, A. C., (1987), Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial management*, 5-14, <raspoloživo na: <http://people.hss.caltech.edu/~bcornell/PUBLICATIONS/1987%20Financial%20Management%20Corporate%20Stakeholders%20and%20corporate%20finance%20Shapiro%20Cornell.pdf>>, [pristupljeno 15.02.2016.]

¹⁰ Berger, A. N., Udell, G. F., (1998), The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673, <raspoloživo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/downloaddoi=10.1.1.464.3334&rep=rep1&type=pdf>>, [pristupljeno 14.02.2016.]

materijalni oblik (zalihe) i aktivna vremenska razgraničenja (unaprijed plaćeni troškovi, troškovi budućeg razdoblja, te nedospjela naplata prihoda).¹¹

Za razliku od aktive, pasiva je desna strana bilance u kojoj se imovina iskazuje prema "vlasnosti" i "ročnosti" te obuhvaća dugove i vlasnički kapital. Jednakost između aktive i pasive proizlazi iz činjenice da su aktiva i pasiva dva različita pogleda na imovinu poduzeća. Iz pasive se vidi odnos vlastitih i tuđih izvora sredstava tj. stupanj zaduženosti. Izvori financiranja poduzeća mogu se podijeliti na¹²:

- vlastite izvore sredstava koje čini neki od oblika kapitala (dioničarski, ulagački, državni) i
- tuđe izvore sredstava, vlasnici kojih su vjerovnici organizacije (banke, dobavljači...)

Kad kapital uđe u projekt on tamo i trajno ostaje, što znači da se iskazuje u svim godinama vijeka projekta. Izuzetak je jedino kapital ulagača, koji se može povući, što se onda evidentira u godinama kad se kapital povlači. Rezerve se iskazuju kao izvor sredstava rezervi iskazanih u aktivi.

Zadržana dobit dio je neto-dobiti koji ostaje kao nedefinirana neraspoređena veličina sredstava nakon prethodno provedene razdiobe na rezerve i vlasnike kapitala, a gubitak se evidentira u raspodjeli ukupnog prihoda računom dobiti i gubitka i prenosi se u bilancu gdje se taj gubitak nastoji pokriti iz izdvojenih rezervi iz prethodnih godina ili iz zadržane dobiti, a ako ni to nije dovoljno za pokriće onda se iskazuje nepokriveni gubitak koji se prenosi u sljedeću godinu.

Dugoročne obveze su glavni tuđi izvori sredstava za investiciju, te podmirenje obveza prema tuđim izvorima. Imaju dva oblika - dugoročne kredite i dugoročne vrijednosne papire. Dugoročni kredit je kredit s otplatom u roku dužem od 12 mjeseci. U razdoblju kad poduzeće emitira i prodaje dugoročne vrijednosne papire, u bilanci se iskazuju iznosi koji su pritekli u

¹¹ Kiyotaki, N., Moore, J., (2002), Balance-sheet contagion. *The American Economic Review*, 92(2), 46-50.

<raspoloživo na: <http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1002789.files/Week%2012%20-%20November%2015%20and%2017/Kiyotaki-Balance-sheet%20contagion.pdf>>, [pristupljeno 14.02.2016.]

¹² Vidučić, L., (2001), Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, *Ekonomski pregled*, 52(7-8), 784-800.

<raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/45118>>, [pristupljeno 12.03.2015.]

poduzeće. Kad vrijednosni papiri dospiju na naplatu, isplaćeni iznosi po godinama umanjuju dug za vrijednosne papire, prema dinamici njihova otkupa. Kratkoročne obveze preuzimaju se na rok kraći od godine dana.¹³

Dakle, uzevši u obzir navedeno, možemo naglasiti važnost bilance i utvrditi da bilanca predstavlja osnovnu podlogu za analizu financijskog položaja, za utvrđivanje slabosti i nedostataka u poslovanju, kao i za predviđanje budućeg poslovanja, što je od iznimne koristi za poduzeće u cjelini.

2.2. Račun dobiti i gubitka

Uspješnost poslovanja uobičajeno se definira kao sposobnost ostvarivanja određenih ciljeva. Ciljevi poslovanja mogu biti različiti, a to znači da i uspješnost poslovanja zavisi od postavljenih kriterija, tj. definiranih ciljeva. Najčešći cilj je profitabilnost poslovanja. Je li to ostvareno i u kojoj mjeri vidi se iz izvještaja Račun dobiti i gubitka.

Račun dobiti i gubitka je prikaz prihoda, rashoda i financijskog rezultata u određenom vremenskom razdoblju. Pokazuje profitabilnost poslovanja tvrtke tokom nekog vremenskog razdoblja. Prihodi se dijele na: redovne, odnosno poslovne, prihode od financiranja i izvanredne prihode. Rashodi se dijele na: poslovne, financijske i izvanredne. Ukupni prihodi poduzeća čine vrijednosti prodanih proizvoda i usluga koje je poduzeće proizvelo. U prihode poduzeća ne ulaze vrijednosti neprodanih proizvoda koji su ostali na zalihama, ali ulaze vrijednosti prodanih gotovih proizvoda koji su ostali iz prethodne godine, a prodani su u razdoblju za koje se utvrđuje ukupni prihod.¹⁴

¹³ Gramlich, J. D., McAnally, M. L., Thomas, J., (2001), Balance Sheet Management: The Case of Short-Term Obligations Reclassified as Long-Term Debt, *Journal of Accounting Research*, 39(2), 283-295, <raspoloživo na: <http://faculty.som.yale.edu/jakethomas/papers/cpaper.pdf>>, [pristupljeno 07.02.2016.]

¹⁴ 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), 446-467, <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/128746>>, [pristupljeno 18.03.2015.]

Poduzeće najveći dio prihoda ostvaruje svojim poslovanjem (dakle poslovnim приходima), odnosno prodajom svojih proizvoda i usluga. No pored ovog načina stjecanja prihoda, poduzeće ima i druge mogućnosti kao što su¹⁵:

- prihodi od prodaje materijala, otpadaka i sitnog inventara,
- prihodi od prodaje trgovačke robe,
- prihodi od zakupnine,
- prihodi od subvencija, dotacija, regresa, kompenzacija i
- ostali poslovni prihodi.

Poduzeće može svoja sredstva dati na korištenje drugima i tako ostvarivati prihode od financiranja. Tu spadaju: prihodi od kamata (redovitih, ali i zateznih), prihodi od dividendi, prihodi od revalorizacije uloga u bankama i prihodi od revalorizacije potraživanja, prihodi od ostalih interesa i slični prihod s povezanim i nepovezanim poduzećima, prihodi od burzovnih transakcija i ostalih prihoda od financiranja. Izvanredni prihodi su neplanirani i neočekivani prihodi nastali: „kao prihodi po naknadnim fakturama za isporuke u prošlim godinama, naplaćeni prihodi iz prošlih godina za koje nije bilo iskazano potraživanje ili prihodi s osnove povrata poreza i doprinosa iz prošlih godina, prihodi od prodaje stalne imovine, viškovi novca i vrijednosnih papira te naplaćena otpisana potraživanja.“¹⁶

Iz ukupnog prihoda poduzeća nadoknađuju se samo oni rashodi koji su neophodni za obavljanje djelatnosti poduzeća i mogu se svrstati u tri skupine: poslovni rashodi, rashodi financiranja i izvanredni rashodi.¹⁷ Poslovne rashode čine „materijalni troškovi, amortizacija, nematerijalni troškovi, plaće te nabavna vrijednost prodane robe i materijala.“ Rashodi financiranja nastaju kao posljedica korištenja tuđih financijskih sredstava, a najčešće su to: kamate na korištene zajmove i kamate na sredstva drugih.¹⁸ Rashodi financiranja nadoknađuju

¹⁵ Donelson, D. C., Jennings, R., & McInnis, J., (2011), Changes over time in the revenue-expense relation: Accounting or economics?, *The Accounting Review*, 86(3), 945-974

¹⁶ Belak, V., (2006), Menadžersko računovodstvo, Split: Sveučilište u Splitu, str. 64

¹⁷ Tracy, J.A., (1996), Kako čitati i razumjeti financijski izvještaj, Zagreb:Jakubin i sin, str. 35

¹⁸ Watts, R. L., Zimmerman, J. L., (1978), Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review*, 112-134, <raspoloživo na:
http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140515041338_6%20Watts,%20R.%20L.,%20Zimmerman,%20J.%20L.%EF%BC%881978%EF%BC%89Towards%20a%20Positive%20accounting%20theory%20for%20the%20determination%20of%20accounting.pdf>, [pristupljeno 12.02.2016.]

se u ukupnom iznosu iz ukupnog prihoda one godine u kojoj su nastali i u kojoj su obračunati. Izvanredni rashodi su izdaci nastali izvanrednim smanjivanjem poslovnih sredstava i najčešće se odnose na protekle godine. To su: „otpis nenaplativih potraživanja, smanjenje vrijednosti stalne imovine, manjkovi, kazne, penali i naknade štete, neotpisane vrijednosti otuđene i rashodovane imovine, smanjenje vrijednosti i otpis zastarjelih zaliha i ostali izvanredni rashodi.“¹⁹

Financijski rezultat se utvrđuje kao razlika prihoda i rashoda. Ako prihodi prelaze rashode obračunskog razdoblja, tada poduzeće iskazuje financijski rezultat koji se naziva dobit, i obrnuto, ako su prihodi manji od rashoda obračunskog razdoblja, tada poduzeće iskazuje financijski rezultat koji se naziva gubitak. Financijski rezultat se zaključuje na kraju računovodstvenog razdoblja (mjesečno, tromjesečno, polugodišnje ili godišnje).

2.3. Izvještaj o novčanom toku

„Izvještaj o novčanom toku je dinamički financijski izvještaj koji daje informacije o primljenom i danom novcu poduzeća u određenom poslovnom razdoblju, koje je najčešće jednako kalendarskoj godini.“²⁰ Izvještaj o novčanom toku je financijski izvještaj koji se temelji na promjenama novca i novčanih ekvivalenata. Novac podrazumijeva novac na svim računima i gotovinu. Novčani ekvivalenti ili surogati novca su sva ulaganja (u vrijednosne papire) ili plasmani s rokom dospijeca do tri mjeseca. Promjena novca i novčanih ekvivalenata rezultira promjenom obveza, kapitala i nenovčane imovine. Povećanje novca i novčanih ekvivalenata rezultira povećanjem obveza i kapitala, kao i smanjenjem nenovčane imovine. Smanjenje novca i novčanih ekvivalenata rezultira smanjenjem obveza i kapitala, kao i povećanjem nenovčane imovine.

¹⁹ Belak, V., (2006), Menadžersko računovodstvo, Split: Sveučilište u Splitu, str. 68

²⁰ Bešvir, B., (2008), Kako čitati i analizirati financijske izvještaje, Zagreb: RRIF, str.10

Da bi se došlo do informacije o tome koliko je poduzeće sposobno stvarati novac iz redovitih, osnovnih aktivnosti i je li to dovoljno za normalno poslovanje, primici i izdaci se svrstavaju u²¹:

- poslovne aktivnosti,
- investicijske aktivnosti,
- financijske aktivnosti.

Razlika između ukupnih primitaka i ukupnih izdataka je čisti novčani tok. Na temelju čistog novčanog toka može se uočiti prima li poduzeće više novca ili više troši.²²

Poslovne aktivnosti su glavne aktivnosti poduzeća koje stvaraju prihod i koje imaju najveći utjecaj na financijski rezultat poduzeća. To su: „novčani primici po osnovi prodaje robe, novčani primici od naknada, novčani izdaci dobavljačima, novčani izdaci zaposlenima, novčani izdaci za premije osiguranja i dr.“²³ Novčani tok iz poslovnih aktivnosti pokazuje je li poduzeće u stanju servisirati svoje dugove, a koristan je i za procjenu može li poduzeće podnijeti dodatne troškove.

Investicijske aktivnosti vezane su uz promjene na dugotrajnoj imovini te kratkotrajnoj financijskoj imovini. To su: „novčani primici po prodaji nekretnina, opreme; novčani primici od povrata danih kredita, novčani izdaci za nabavu nekretnina, opreme; novčani izdaci po osnovi kredita danih drugima te novčani izdaci zbog povećanja dugotrajnih potraživanja.“²⁴ Investicijski novčani tok poduzeća pokazuje koliko gotovine se koristi za investicije, odnosno kapitalne izdatke i dugoročne investicije. Ako novčani tok iz poslovnih aktivnosti nije dovoljan da pokrije kapitalne izdatke i dugoročne investicije, potrebno je dodatno financiranje. Financijske aktivnosti su aktivnosti vezane uz financiranje poslovanja koje se odnose na promjene vezane uz strukturu obveza i kapitala. To su novčani primici od emisije

²¹ Žager, K., Smrekar, N., Olujčić, A., (2009), Računovodstvo malih i srednjih poduzeća, Zagreb: Mikrorad, str. 38

²² Lancaster, C., Stevens, J. L., (2011), Corporate liquidity and the significance of earnings versus cash flow: an examination of industry effects, *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 15(3), 37-46, <raspoloživo na: <http://cluteinstitute.com/ojs/index.php/JABR/article/download/5669/5746> >, [pristupljeno 12.02.2016.]

²³ Žager, K., Smrekar, N., Olujčić, A., (2009), op.cit., str. 41

²⁴ Ibid, str. 44

dionica, novčani primici od emisije obveznica, novčani izdaci za otkup vlastitih dionica, novčani izdaci za dividende, kamate, itd.

Novčani izdaci na osnovi financijskih aktivnosti proizlaze iz otkupa vrijednosnica vlastitog poduzeća te izdataka za dividende i kamate. Postoje dvije metode sastavljanja izvještaja o novčanom tijeku, a to su²⁵:

- 1) direktna metoda – ova metoda prikazuje bruto novčane primitke i bruto novčane izdatke novca zasebno za svaku aktivnost (poslovne, investicijske, financijske), ili
- 2) indirektna metoda – ova metoda novčani tok od poslovnih aktivnosti prikazuje kao usklađenje dobiti ili gubitka za nenovčane rashode i nenovčane prihode, te promjene u kratkotrajnoj imovini (osim novca i novčanih ekvivalenata) i kratkoročnim obvezama. Novčani tok od investicijskih i financijskih aktivnosti prikazuje primitke i izdatke po ovim aktivnostima (i identičan je novčanom toku koji se utvrđuje po direktnoj metodi). Indirektna metoda temelji se na početnoj i završnoj bilanci i izvještaju o dobiti. Izvještaj o novčanom toku koristan je za investitore, dioničare i kreditore. U praksi se najčešće iznos novčanog toka iz poslovnih aktivnosti aproksimira kao zbroj neto dobiti nakon poreza i amortizacije, a što je najbliži iznos čistom neto novčanom toku.

Dakle, izvještaj o novčanom toku govori o izvorima i upotrebi novca te omogućuje utvrđivanje viška raspoloživih ili čak nedostatnih sredstava. Upravo ovaj izvještaj daje takve informacije i u interakciji s ostalim izvještajima daje pravu sliku "zdravstvenog stanja" poduzeća.

2.4. Izvještaj o promjenama kapitala

Izvještaj o promjenama kapitala je temeljni financijski izvještaj na osnovu kojeg je moguće uvidjeti povećanje ili smanjenje neto imovine u razdoblju između dva bilančna obračuna. U izvještaju o promjenama kapitala nalaze se promjene koje proizlaze iz transakcija s dioničarima (emisija, otkup dionica, isplate dividendi) i promjene koje proizlaze iz aktivnosti

²⁵ Narodne novine (2015) Odbor za standarde financijskog izvještavanja: Odluka o objavljivanju hrvatskih standarda financijskog izvještavanja. Zagreb: Narodne novine, broj 78/2015, <raspoloživo na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_08_86_1709.html>, [pristupljeno 12.02.2016.]

društva (dobit, gubitak). Prema Hrvatskim standardima financijskog izvještavanja pozicije Izvještaja o promjenama kapitala koje izravno utječu na promjenu vrijednosti kapitala su: revalorizacija dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine, revalorizacija financijske imovine raspoložive za prodaju, ostala revalorizacija, tekući i odgođeni porezi, učinkovita zaštita novčanog toka, promjene računovodstvenih politika, ispravak značajnih pogrešaka prethodnog razdoblja, tečajna razlika s naslova neto ulaganja u inozemno poslovanje te ostale promjene kapitala.²⁶

Izvještaj o promjenama kapitala može se sastaviti na dva načina, i to: analizom svih promjena na glavnici te obuhvatom djelomičnih promjena (evidentiranjem svih promjena osim promjena koje proizlaze iz transakcija s vlasnicima (emisija i otkup dionica) i raspodjele vlasnicima (isplate dividendi).²⁷

Uloženi kapital sastoji se od iznosa kojeg je vlasnik trgovačkog društva uplatio. Kod dioničkog društva uloženi kapital najčešće se sastoji od izdanih dionica po nominalnoj vrijednosti i premija na emitirane dionice ukoliko su dionice prodane iznad nominalne vrijednosti.²⁸ Prilikom emisije dionica zabranjena je emisija ispod nominalne vrijednosti. Zadržani (zarađeni) kapital sastavljen je od rezervi odnosno pričuva i zadržane dobiti. Promjene u strukturi kapitala javljaju se zbog povećanja ili smanjenja uloženog kapitala i uslijed promjene zarađenog kapitala.

2.5. Bilješke uz financijske izvještaje

Bilješke uz financijske izvještaje prezentiraju računovodstvene politike i detaljnije objašnjavaju pojedine stavke iz financijskih izvještaja.²⁹ Prema Tracey (1994), ostali podaci

²⁶ Hrvatski standardi financijskog izvještavanja, (2008), Zgombić i partneri, Zagreb, 2008., str. 38

²⁷ Pervan, I., (2006), Dobrovoljno financijsko izvješćivanje na Internetu: analiza prakse hrvatskih i slovenskih dioničkih društava koja kotiraju na burzama, *Financijska teorija i praksa*, 30(1), 1-27. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/8354>>, [pristupljeno 12.02.2016.]

²⁸ Zider, B., (1998), How venture capital works, *Harvard business review*, 76(6), 131-139

²⁹ Narodne novine (2015) Odbor za standarde financijskog izvještavanja: Odluka o objavljivanju hrvatskih standarda financijskog izvještavanja. Zagreb: Narodne novine, broj 78/2015, <raspoloživo na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_08_86_1709.html>, [pristupljeno 12.02.2016.]

koji bi se trebali iznijeti u bilješkama uključuju podatke o dugoročnim zajmovima (rokovi, kamatne stope, hipoteke), uvjete leasinga, planove emisije dionica i dr. O podacima koji će biti prezentirani u bilješkama, a time i o potpunosti bilješki, njihovoj točnosti i razumljivosti odlučuje direktor (predsjednik upravnog odbora). Zbog straha od otkrivanja previše informacija konkurenciji/ili informacija o pogrešnim odlukama posloводства bilješke znaju često biti nepotpune i nejasne.³⁰

Stoga, u osnovi, bilješke trebaju sadržavati sve one informacije koje se ne vide direktno iz temeljnih izvještaja, a neophodne su za njihovo razumijevanje i ocjenu poslovanja.

³⁰ Tracy, J.A., (1996), Kako čitati i razumjeti financijski izvještaj, Zagreb:Jakubin i sin, str. 35

3. POJAM I ZNAČAJ FINACIJSKE ANALIZE PODUZEĆA

Financijska analiza je važan aspekt ukupne poslovne analize poduzeća, a informacije dobivene na temelju financijske analize predstavljaju snažnu i činjenično utemeljenu podlogu donošenju odluka u poduzeću. Značaj financijske analize prilikom donošenja odluke o investiranju u poduzeće ili ocjeni sigurnosti i učinkovitosti poslovanja je nezamjenjiv.³¹ U uvjetima nestabilne ekonomije 21. stoljeća koju obilježavaju turbulentne i brze promjene, procjena vrijednosti poduzeća na osnovu analize financijskih izvješća još više dobiva na značaju.

Financijska analiza podrazumijeva da se ostvareni financijski rezultati poduzeća, organizacije ili javne ustanove analiziraju korištenjem statističko-matematičkih metoda za izračun pojedinih financijskih pokazatelja poslovanja koji su relevantni za pojedinog korisnika analize financijskih izvješća. Realna procjena vrijednosti poduzeća nije moguća bez provedbe objektivne i korektno financijske analize.³² Temeljem rezultata financijske analize teži se procjeni budućih novčanih tokova kompanije i procjeni profitabilnosti poslovanja kompanije.³³ Financijska analiza proizlazi iz financijskih izvješća koja pružaju kvantitativne izvore podataka za provedbu analize.

³¹ Roberts, H. V., (1959), Stock-Market "Patterns" And Financial Analysis: Methodological Suggestions, *The Journal of Finance*, 14(1), 1-10., <raspoloživo na: <http://m.e-m-h.org/Robe59.pdf>>, [pristupljeno 07.06.2015.]

³² Kaufmann, R., Gadmer, A., Klett, R., (2001), Introduction to dynamic financial analysis, *Astin Bulletin*, 31(01), 213-249., <raspoloživo na: <http://faculty.som.yale.edu/shyamsunder/Research/Accounting%20and%20Control/Published%20Articles/18.Methodological%20Issues/18.Methodological.IssuesJAE1979.pdf>>, [pristupljeno 10.06.2015.]

³³ Lev, B., Sunder, S., (1979), Methodological issues in the use of financial ratios, *Journal of Accounting and Economics*, 1(3), 187-210., <raspoloživo na: <http://faculty.som.yale.edu/shyamsunder/Research/Accounting%20and%20Control/Published%20Articles/18.Methodological%20Issues/18.Methodological.IssuesJAE1979.pdf>>, [pristupljeno 10.06.2015.]

3.1. Pojam financijske analize

Postoji velik broj definicija pojma financijske analize. Orsag (1993) je definira: „Financijska analiza je skup tehnika za pretvaranje podataka iz financijskih izvještaja u informacije relevantne za upravljanje. Usmjerena je na dio računovodstvenih informacija iz financijskih izvještaja”.³⁴ Financijska analiza predstavlja istraživanje gospodarskog položaja, pojava, učinaka i razvojnih tendencija, te pokazatelja iz financijskih izvještaja, kako bi se utvrdila bitna poslovna i financijska obilježja poduzetnika. Žager (1992) navodi kako se financijska analiza koristi postojećim financijskim izvještajima i uključuje ograničeni pristup povjerljivim informacijama o poduzeću.³⁵ Prema Bolfek (2012) analiza financijskih izvještaja može se opisati kao proces primjene različitih analitičkih sredstava i tehnika pomoću kojih se ti podaci pretvaraju u upotrebljive informacije koje koriste funkcije upravljanja.³⁶

Dakle, postupak financijske analize provodi se sa svrhom upoznavanja ekonomske i financijske snage i mogućih perspektiva u položaju poduzeća. Analiza financijskih izvješća najvažniji je dio cjelokupne analize poslovanja društva. U vrijeme donošenja godišnjih temeljnih financijskih izvješća javlja se pojačan interes za analizom tih izvješća. Analiza omogućuje odgovor na pitanje kako je poduzeće poslovalo u prethodnom razdoblju i kako poboljšati rezultat u narednom razdoblju. Ova analiza preduvjet je racionalnog upravljanja poslovanjem i razvojem društva.

Za razumijevanje financijskih izvještaja sastavljenih u različitim zemljama treba dobro poznavati različita područja, osnove ekonomije, računovodstvo, nacionalne propise i standarde.

³⁴ Orsag, S., (1993), Poglavlje *Financijska analiza* u zborniku radova *Primjena međunarodnih računovodstvenih standarda u poduzeću*, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, str. 341

³⁵ Žager, L., (1992), Pokazatelji financijske analize poslovanja poduzeća, *Računovodstvo i financije*, br. 2/92., Zagreb, str. 69

³⁶ Bolfek, B., Stanić, M., Knežević, S., (2012), Vertikalna i horizontalna financijska analiza poslovanja tvrtke, *Ekonomski Vjesnik*, 25(1), 146-167., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/126288>>, [pristupljeno 10.04.2015.]

Osim toga, nužno je dobro razumjeti jezik na kojem su izvještaji sastavljeni, kao i konverziju strane valute u domaću i obrnuto.³⁷

Obično se smatra da postoje tri aktivnosti koje određuju postanak i razvoj financijske analize: financijsko upravljanje, upravljačko računovodstvo i financijsko računovodstvo. Ističe se da je računovodstvo "jezik poslovanja", a financijska analiza, koja se temelji na računovodstvu i financijskom računovodstvu, omogućava primjenu tog jezika u svim poslovnim situacijama.³⁸

Uobičajena analitička sredstva i postupci koji se koriste u analizi financijskih izvještaja su³⁹:

- ☞ komparativni financijski izvještaji koji omogućuju sagledavanje promjena u toku vremena (više obračunskih razdoblja)
- ☞ sagledavanje tendencija promjena pomoću serije indeksa
- ☞ strukturni financijski izvještaji
- ☞ analiza pomoću pokazatelja
- ☞ specijalizirane analize (predviđanje toka gotovine, analiza promjena u financijskom položaju, izvještaj o promjenama bruto profita, analiza točke pokrića).

Maksimizacija dobiti predstavlja težnju postizanju što većih prihoda i što manjih rashoda. Iskazana dobit u financijskim izvješćima može znatno odstupati od realnog stanja što je uvjetovano načinima obračuna, odnosno u prikazanim izvješćima mogu biti skriveni veći gubici ili dobiti.⁴⁰ O realnosti iskazanih podataka u financijskim izvješćima, mišljenje daju ovlašteni revizori. Što je financijski rezultat realnije utvrđen, bit će bolje i kvalitetnije odluke koje se na temelju istog donose. Zato je nužno primijeniti takav način utvrđivanja svakog

³⁷ Sačer, I.M., Sever, I., (2010), Utjecaj nacionalnih računovodstvenih regulativa na financijsko izvještavanje, *Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol.8, No.2, <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=105350>[pristupljeno 24.07.2015.]

³⁸ Žager, K., Žager, L., (1999), *Analiza financijskih izvještaja*, Masmedia, Zagreb, str. 157

³⁹ Engler, C., (1987/1988), *Managerial Accounting*, Homewood, Illinois, Richard Darwin, Inc., str. 860

⁴⁰ Costello, A. M., (2011), The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports, *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136., raspoloživo na: <http://faculty.chicagobooth.edu/Regina.Wittenberg%20moerman/research/pdf/ImpactFinancialReportingQualityDebtContracting.pdf>>, [pristupljeno 11.06.2015.]

dijela prihoda i svakog elementa rashoda koji će dati maksimalno točan obračun, odnosno maksimalno moguć realan financijski rezultat.

3.2. Korisnici analize financijskih izvješća

Financijski izvještaji predstavljaju vrlo važan informacijski potencijal za čitav niz različitih korisnika. Analiza financijskih izvještaja (*engl. analysis of financial statements*) je dio poslovne analize, a provodi se sa svrhom upoznavanja ekonomske i financijske snage i mogućih perspektiva u položaju poduzeća.⁴¹ Osnovne su podloge te analize temeljna financijska izvješća. Postupak analize sastoji se od primjene analitičkih pravila i tehnika na financijske izvještaje u namjeri da se kroz njihova mjerenja i međusobne odnose izvedu značajne i korisne informacije za donošenje financijskih odluka. Korisnici tih podataka mogu biti vlasnici, kreditori, revizori, država i dr.

Analiza financijskih izvješća koju interno vrši vlasnik (dioničar) ili vlasnici društva ima dva cilja: analizirati stanje imovine, kapitala i obveza društva. Podaci dobiveni temeljem analize financijskih izvješća pružaju relevantne informacije za sve zainteresirane strane, odnosno korisnici podataka financijske analize mogu biti interni i eksterni korisnici. Za analizu stanja imovine, kapitala i obveza društva, podloga je bilanca na određeni dan, dok je za analizu prihoda i rashoda te poslovnog rezultata podloga račun prihoda i rashoda za određeni period.

Vlasnika (dioničara) ili vlasnike društva posebno interesira analiza ekonomičnosti, proizvodnosti i rentabilnosti.⁴² Menadžment i zaposlenici izvršenom analizom poslovanja saznaju koliko su uspješno upravljali, odnosno radili i što mogu očekivati u raspodjeli rezultata poslovanja, odnosno dobiti društva. Nadalje, menadžment je zainteresiran za praćenje performanci poslovanja, te za održanje dobrih odnosa s kreditorima i vlasnicima. Da

⁴¹ Huang, S. M., Tsai, C. F., Yen, D. C., Cheng, Y. L., (2008), A hybrid financial analysis model for business failure prediction, *Expert Systems with Applications*, 35(3), 1034-1040., <raspoloživo na: http://mail.imb.usu.ru/docs/Bank%20English_Translated%20Articles/English/Crisis%20Management/A%20Hybrid%20Financial%20Analysis%20Model%20for%20Business.pdf>, [pristupljeno 12.06.2015.]

⁴² Kloptchenko, A., Eklund, T., Karlsson, J., Back, B., Vanharanta, H., Visa, A., (2004), Combining data and text mining techniques for analysing financial reports, *Intelligent systems in accounting, finance and management*, 12(1), 29-41., <raspoloživo na: <http://www.cse.ust.hk/~leichen/courses/comp630p/collection/reference-5-19.pdf>>, [pristupljeno 15.06.2015.]

bi ispunila konačni cilj povećanja vrijednosti za dioničare – povećanja dioničke glavnice, tvrtka mora pokazati sposobnost da podmiruje preuzete obveze, te da minimizira troškove poslovanja. Vjerovnici analizom poslovanja nastoje saznati kreditnu sposobnost društva, posebno za odobrenje kratkoročnih i dugoročnih kredita, odnosno za njihov povrat.

Država, jedinice lokalne samouprave, odnosno porezna tijela ili organi nastoje analizom financijskih izvješća utvrditi pravu osnovicu za oporezivanje, jer društva često nastoje dobit koja se oporezuje na razne načine prikazati u manjem iznosu od stvarnoga, odnosno prikriti dio dobiti stvarajući tihe pričuve.

Budući da pruža brojne relevantne informacije internim i eksternim korisnicima, financijska analiza prethodi procesu planiranja u poduzeću, odnosno predstavlja sponu između funkcije kontrole i planiranja. Vrsta i tehnika analize pritom se može prilagoditi potrebama pojedinih korisnika.⁴³ Kao spona funkcije planiranja i kontrole, financijska analiza upućuje na stanje proizvodnje, financijske i tržišne potencijale poduzeća te može identificirati pogreške u poslovanju, proizvodnji i financijskoj politici kompanije koje direktno utječu na profitabilnost, efikasnost i financijsku stabilnost analizirane kompanije. Prema Šišara & Sladoljev (2008) „naglasak u poslovanju treba biti na kriterijima sigurnosti (likvidnost, financijska stabilnost i zaduženost) i kriterijima uspješnosti tj. efikasnosti (profitabilnost).“⁴⁴ Jedan od kriterija uspješne analize financijskih izvješća je poznavanje cjelokupnog poslovanja poduzeća, primijenjenih računovodstvenih politika te postavljene strategije razvoja. Nadalje, iskustvo u sastavljanju i analiziranju financijskih izvještaja pozitivno utječe na kvalitetu tumačenja dobivenih rezultata, a samim time i na odluku donesenu na temelju analize.

⁴³ Ibid, str. 29-41

⁴⁴ Šišara, J., Sladoljev, J., (2008), Razlozi korištenja i mogući okviri financijske analize, Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku, 2(1-2), 137-145. <raspoloživo na: http://www.vus.hr/uploads/file/Zbornik2/sisara_sladoljev_clanak.pdf>, [pristupljeno 15.05.2015.]

3.3. Horizontalna i vertikalna analiza financijskih izvješća

U procesu analize financijskih izvještaja moguće je koristiti više različitih postupaka, koji su, prije svega, utemeljeni na uspoređivanju i raščlanjivanju.

Većina autora analizu financijskih izvješća dijeli na vertikalnu i horizontalnu.

Horizontalna analiza financijskih izvještaja prati promjene vrijednosti pozicija financijskih izvještaja tijekom više obračunskih razdoblja. Kroz horizontalnu analizu uočava se tendencija i dinamika promjena pojedinih pozicija temeljnih financijskih izvještaja. Ključna varijabla u horizontalnoj analizi je vrijeme budući da se usporedbom elemenata financijskih izvještaja, iskazanih u novčanim jedinicama, između dva ili više razdoblja donosi zaključak o kretanju pojave kroz promatrano razdoblje na osnovu čega je moguće utvrditi problematična područja poslovanja.

Predmet horizontalne analize su bilančne pozicije i pozicije iz računa dobitka i gubitka.⁴⁵ Rezultat dobiven analizom isključivo dvaju razdoblja može pružiti sliku o pozitivnim kretanjima, ali ako ga se razmotri kroz duže razdoblje, može relevantnije upozoriti na moguće probleme u financijskom poslovanju kompanije. Prilikom izračuna pojedinih pozicija, jedna se godina uzima kao bazna ili temeljna godina, a ostale se onda uspoređuju s njom. Također se mogu vršiti usporedbe svake godine u odnosu na prethodnu. Kod horizontalne analize može se pojaviti problem ako se dogode neke značajnije promjene u politici bilanciranja, promjene obračunskih sustava kod izrade financijskih izvješća ili na primjer inflacija.⁴⁶ Tada se prvo moraju uskladiti bitne stavke da bi ovakva analiza uopće imala smisla. Prema Žager (1999), uobičajena analitička sredstva i postupci koji se koriste u horizontalnoj financijskoj analizi jesu komparativni financijski izvještaji i sagledavanje tendencija promjena pomoću serije baznih indeksa.⁴⁷

⁴⁵ Deković, Ž., (2014), Analiza financijske ravnoteže hotelijerskih poduzeća na temelju bilančnih podataka, *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, (3-4/2014), 85-96., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/194101>>, [pristupljeno 08.05.2015.]

⁴⁶ Taylor, J. B., (2009), The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong, No. w14631, *National Bureau of Economic Research*., <raspoloživo na: <http://www.nvieg.net/teaching/taylor1.pdf>>, [pristupljeno 17.02.2016.]

⁴⁷ Žager, K., Žager, L., (1999), Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, str. 158

Vertikalnom analizom bilance pojedine pozicije u bilanci se prikazuju kao postotni udjeli ukupne vrijednosti aktive, tj. pasive. Uspoređivanje financijskih podataka kod vertikalne analize najčešće se odnosi na razdoblje jedne poslovne godine. U vertikalnoj analizi računa dobiti i gubitka vrijednost ukupnih prihoda postaje baza usporedbe. Dakle, vertikalna se analiza provodi tako da se u bilanci aktiva i pasiva označe sa 100, a sve se druge pozicije tada stavljaju u odnos s njima da bi se dobila njihova struktura, odnosno udio u ukupnoj aktivi ili pasivi. Isto se tako prihod od prodaje ili ukupan prihod označavaju sa 100, pa se ostale pozicije uspoređuju s njim.⁴⁸ Ovakva je analiza naročito dobra u slučajevima inflacije, kada apsolutni brojevi ne govore puno sami za sebe.

3.4. Analiza financijskih pokazatelja

Radi stjecanja cjelovite i što objektivnije slike o financijskom položaju i perspektivi tvrtke čija su izvješća predmet analize, potrebno je dobivene rezultate procijeniti u svjetlu vremenske dinamike, rezultata konkurencije i korporacijske strategije, uz pravilan izbor financijskih pokazatelja.

Analiza putem pokazatelja je jedna od najčešće korištenih analiza financijskih izvješća. Financijski pokazatelj je relativna veličina ili omjer dvaju odabranih numeričkih vrijednosti uzetih iz financijskih izvještaja poduzeća. Često se koristi u analizi financijskih izvješća, a postoje mnogi standardni omjeri koji se koriste za procjenu ukupnog financijskog stanja korporacija. U procjeni kreditne sposobnosti tražitelja zajma, vjerovnici mogu koristiti financijske pokazatelje kako bi usporedili prednosti i slabosti u različitim tvrtkama.⁴⁹ Financijski pokazatelji (omjeri) se mogu izraziti kao decimalne vrijednosti ili kao postotak. Žager (1999) navodi dvije skupine financijskih pokazatelja, s obzirom na vremensku dimenziju. "Jedna skupina financijskih pokazatelja obuhvaća razmatranje poslovanja poduzeća unutar određenog razdoblja (najčešće godinu dana) i temelji se na podacima iz izvještaja od dobiti, a druga se odnosi na točno određeni trenutak koji se podudara s trenutkom sastavljanja bilance i govori o financijskom položaju poduzeća u tom trenutku."⁵⁰

⁴⁸ Šlibar, D., (2010), Instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja, Računovodstvo i porezi u praksi, <raspoloživo na: <http://omega-software.hr> >, [pristupljeno 12.05.2015.]

⁴⁹ Groppelli, A., Ehsan, N., (2000), Finance, 4th ed. London: Barron's Educational Series, str. 43.

⁵⁰ Žager, K., Žager, L., (1999), Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, str. 172

Naznake financijskog načina promišljanja poslovanja poduzeća moguće je naći u radovima P. Druckera.⁵¹ On ističe da se temelji upravljanja u suvremenim uvjetima nisu promijenili u odnosu na tradicionalne uvjete privređivanja i pritom kao važne pretpostavke preživljavanja i uspjeha poduzeća ističe: likvidnost, produktivnost i troškove budućnosti (povrat uloženog kapitala). Osnovni pokazatelji koji se koriste u analizi financijskih izvještaja su⁵²:

- Pokazatelji likvidnosti ("liquidity ratios"), koji mjere sposobnost poduzeća da podmiri svoje dospjele kratkoročne obveze.
- Pokazatelji zaduženosti ("leverage ratios"), koji mjere koliko se poduzeće financira iz tuđih izvora sredstava.
- Pokazatelji aktivnosti ("activity ratios"), koji mjere kako efikasno poduzeće upotrebljava svoje resurse.
- Pokazatelji ekonomičnosti, koji mjere odnos prihoda i rashoda, tj. Pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda.
- Pokazatelji profitabilnosti ("profitability ratios"), koji mjere povrat uloženog kapitala, što se smatra najvišom upravljačkom djelotvornošću.
- Pokazatelji investiranja ("investibility ratios"), koji mjere uspješnost ulaganja u obične dionice.

Osim ove klasifikacije osnovnih tipova financijskih pokazatelja postoje i druge. Prema Žager (1999), autori J.L. Smith, R. M. Keith, W. L. Stephens u knjizi Financial Accounting, p. 672., pokazatelje financijske analize svrstavaju u tri skupine: 1. pokazatelji koji govore o ostvarenom rezultatu, 2. pokazatelji sposobnosti plaćanja obveza i 3. Pokazatelji stanja likvidnosti. J.C. Van Horne u knjizi Fundamentals of Financial management, New Jersey, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, 1971., p.25., pokazatelje financijske analize svrstava u četiri grupe: 1. pokazatelji likvidnosti, 2. pokazatelji zaduženosti, 3. pokazatelji profitabilnosti

⁵¹ Peter Drucker (prema Drucker, P., Najvažnije o menadžmentu – Izbor iz radova o menadžmentu Petera F. Druckera, 2005.) - "Peter Drucker rođen je u Beču 1909.g. Obrazovao se u Austriji i Engleskoj. Jedan je od najutjecajnijih mislilaca na području menadžmenta i društvenih znanosti. Njegove su misli utjecale na mnoge svjetske lidere iz poslovnog, neprofitnog i javnog sektora, iz malih i velikih poduzeća. U šezdeset godina plodnog djelovanja, kao novinar, predavač, savjetnik i autor, napisao je trideset pet knjiga i mnogo različitih publikacija, pretvorivši menadžment u cijenjenu znanstvenu disciplinu. Za sve poslovne ljude i stručnjake Drucker je "otac menadžmenta", "guru suvremenog vođenja", "čovjek koji postavlja putokaze budućnosti".

⁵² Žager, L., (1999), Analiza financijskih izvještaja, Andratom, Zagreb, str. 26.

i 4. pokazatelji pokrića. Međutim, bez obzira na način grupiranja tih pokazatelja, u osnovi se radi o istim pokazateljima.

3.4.1. Likvidnost

Likvidnost je po definiciji „trajna sposobnost podmirivanja dospjelih financijskih obveza.“ Nadalje, likvidnost je moguće definirati sa sljedećih stajališta⁵³:

- mjera u kojoj fizička ili pravna osoba ima novca da zadovolji neposredne i kratkoročne obveze putem sredstava kratkotrajne imovine
- s računovodstvenog stajališta: sposobnost kratkotrajne imovine da pokrije tekuće obveze.
- sa stajališta investitora: sposobnost da se investicijski portfelj pretvori u gotovinu s malo gubitka ili bez gubitka na vrijednosti.

Likvidnost se često naziva i pokazateljem financijskog „zdravlja“ poduzeća. Pojedini oblici imovine poduzeća se značajno razlikuju po stupnju likvidnosti. Najlikvidniji oblik imovine je gotovina, odnosno novac dostupan u blagajni i na bankovnim računima poduzeća. Taj je oblik imovine direktan rezultat priljeva i odljeva u novčanom toku poduzeća i predstavlja imovinu kojom se trenutno mogu podmiriti dospjele obveze poduzeća. Osim gotovine, ostalim oblicima likvidne imovine smatraju se financijska imovina, potraživanja i zalihe.⁵⁴ Financijsko „zdravlje“ poduzeća, odnosno mogućnost da transformira imovinu iz više u manje likvidne oblike i obratno, značajan je kriterij o kojem ovisi sposobnost poduzeća da na vrijeme pokriva dospjele obveze. Drugim riječima, nesmetano odvijanje poslovnih ciklusa uvjetovano je brzinom obrtaja pojedinih oblika (kratkoročne) imovine poduzeća. Za ostvarenje likvidnosti u poslovanju ključne su dvije dimenzije koje se odnose na vrijeme potrebno da se imovina pretvori u gotovinu te sigurnost ostvarene cijene.⁵⁵

⁵³ Sorić, I., (2004), Likvidnost gospodarstva Splitsko-dalmatinske županije, *Ekonomski pregled*, 55(7-8), 557-579., <raspoloživo na:http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak_download&id_clanak_jezik=24724 >, [pristupljeno 23.06.2015.]

⁵⁴ Vidučić, L., (2002), *Financijski menadžment*. RRiF-plus, Zagreb, str. 72.

⁵⁵ Sorić, I., (2004), Op.cit. 557-579.

Temeljni pokazatelji koji se koriste u izračunu likvidnosti zajmotražitelja su pokazatelj trenutne, tekuće, ubrzane likvidnosti i financijske stabilnosti.⁵⁶

Dakle, likvidnost je sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze i tekuće aktivnosti. Ako poduzeće nije likvidno ono posluje s poteškoćama, nema dovoljno sredstava za nabavu sirovina i materijala, robe, za isplatu plaća, poreza i drugih obveza. Najznačajniji pokazatelji likvidnosti su prikazani u tablici 1.

Tablica 1. Pokazatelji likvidnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Koeficijent trenutne likvidnosti	Novac	Kratkoročne obveze
Koeficijent ubrzane likvidnosti	Novac + potraživanja	Kratkoročne obveze
Koeficijent tekuće likvidnosti	Kratkotrajna imovina	Kratkoročne obveze
Koeficijent financijske stabilnosti	Dugotrajna imovina	Kapital + dugoročne obveze

Izvor: Prema: Žager K. i Žager L.: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia d.o.o., Zagreb, 1999.

Koeficijent tekuće likvidnosti pokazatelj je likvidnosti najvišeg stupnja jer u odnos dovodi pokriće i potrebe za kapitalom u roku od godine dana. Ovaj pokazatelj mjeri sposobnost poduzeća da podmiri svoje kratkoročne obveze.⁵⁷

Koeficijent ubrzane likvidnosti izuzima zalihe iz izračuna i stoga je precizniji kao mjerilo likvidnosti; govori o tome da li poduzeće ima dovoljno kratkoročnih sredstva da podmiri dospjele obveze a bez prodaje zaliha. Kao i kod koeficijenta tekuće likvidnosti, poželjna vrijednost ovog pokazatelja je ona koja ne odstupa značajno od industrijskog prosjeka. Ukoliko industrijski prosjek nije poznat, tada je poželjna vrijednost koeficijenta ubrzane likvidnosti približno jednaka omjeru 1:1. Najčešće se spominju pokazatelj tekuće likvidnosti

⁵⁶ Saleem, Q., Rehman, R. U., (2011), Impact of Liquidity Ratios on Profitability, *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1(7), 95-98., <raspoloživo na: <http://idjrb.com/articlepdf/idjrb7n9.pdf>>, [pristupljeno 18.06.2015.]

⁵⁷ Ibid, str. 97.

koji ne smije biti manji od 2 i pokazatelj ubrzane likvidnosti koji ne smije biti manji od 1. Pokazatelji likvidnosti utvrđuju se na temelju bilance.

Nadalje, obično se zahtjeva da koeficijent tekuće likvidnosti bude veći od 2, što znači da kratkotrajna imovina mora biti makar dvostruko veća od kratkoročnih obveza. Za održanje tekuće likvidnosti izuzetno je važna veličina neto radnog kapitala koji predstavlja razliku između kratkotrajne (tekuće) imovine i kratkotrajnih (tekućih) obveza. Postojanje neto radnog kapitala znači da je dio kratkotrajne imovine financiran iz dugoročnih izvora, što je neophodno za održavanje likvidnosti. Sukladno tome, koeficijent financijske stabilnosti definiran na ovaj način uvijek mora biti manji od 1 jer se iz dijela dugoročnih izvora mora financirati kratkotrajna imovina.⁵⁸

Jurković (1994.), ističe važnost likvidnosti u kratkom roku: "U razvijenim tržišnim privredama cilj likvidnosti poduzeća u kratkom roku nadređen je cilju njegove profitabilnosti, jer nelikvidnost (bez pomoći kreditora i vjerovnika poduzeća) vodi direktno u bankrot, a kratkoročna neprofitabilnost ne (jer je profit cijena upotrebe vlastitih sredstava te se stoga dioničari mogu ostaviti bez dividendi, ali ostaviti poslovne partnere i kreditore s neizmirenim potraživanjima jednostavno nije moguće a da se pritom ne bankrotira).⁵⁹

3.4.2. Zaduženost

Pokazatelji zaduženosti koriste se za procjenu financijskog rizika tvrtke. Pokazatelji zaduženosti koji se izrađuju na osnovu podataka iz bilance su koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja i koeficijent financiranja i pokazuju strukturu kapitala na određeni dan. U tablici 2. prikazani su svi pokazatelji zaduženosti.

⁵⁸ Žager, L., (1999), Analiza financijskih izvještaja, Andratom, Zagreb, str. 26

⁵⁹ Jurković, P., (1994), Financijski management u praksi, Masmedia, Zagreb, str. 22

Tablica 2. Pokazatelji zaduženosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Koeficijent zaduženosti	Ukupne obveze	Ukupna imovina
Koeficijent vlastitog financiranja	Glavnica	Ukupna imovina
Koeficijent financiranja	Ukupne obveze	Glavnica
Pokriće troškova kamata	Dobit prije poreza i kamata	Kamate
Faktor zaduženosti	Ukupne obveze	Zadržana dobit + Amortizacija
Stupanj pokrića I	Glavnica	Dugotrajna imovina
Stupanj pokrića II	Glavnica + dugoročne obveze	Dugotrajna imovina

Izvor: Prema: Žager K. i Žager L.: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia d.o.o., Zagreb, 1999.

Koeficijent zaduženosti pokazuje do koje mjere tvrtka koristi zaduživanje kao oblik financiranja, odnosno koji je postotak imovine nabavljen zaduživanjem. Što je veći odnos duga i imovine, veći je financijski rizik, a što je manji, niži je financijski rizik. U pravilu bi vrijednost koeficijenta zaduženosti trebala biti 0,5 ili manja.⁶⁰

Financijski rizik predstavlja rizik kod fiksnih troškova financiranja (rizik da se ostvarenim financijskim rezultatom neće pokriti kamate na dugove poduzeća) i/ili rizik koji proizlazi iz stupnja zaduženosti poduzeća (rizik da poduzeće neće biti u mogućnosti vratiti dug). Stupanj rizika se povećava usporedno sa stupnjem zaduženosti poduzeća.

Koeficijent vlastitog financiranja govori koliko je imovine financirano iz vlastitog kapitala (glavnice) a njegova vrijednost bi trebala biti veća od 0,5.

Pokriće troškova kamata i faktor zaduženosti upozoravaju na dinamičku zaduženost jer dug razmatraju s aspekta mogućnosti njegova podmirivanja. Utvrđuju se na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka i bilance. Pri utvrđivanju pokrića troškova kamata razmatra se koliko puta su kamate pokrivenne ostvarenim iznosom bruto dobiti. Ako je to pokriće veće,

⁶⁰ Ibid, str. 37

zaduženost je manja i obrnuto. Nasuprot tome, kod faktora zaduženosti manji faktor zaduženosti znači manju zaduženost.

Stupanj pokrića I. I II. računaju se na temelju podataka iz bilance. Kod njih se razmatra pokriće dugotrajne imovine glavnicom, tj. glavnicom uvećanom za dugoročne obveze. Kod stupnja pokrića II. može se istaknuti da njegova vrijednost uvijek mora biti veća od 1 jer je poznato da dio dugoročnih izvora, zbog održanja likvidnosti, mora biti iskorišten za financiranje kratkotrajne imovine.⁶¹

3.4.3. Aktivnost

Pokazatelji aktivnosti izračunavaju se na temelju Računa dobiti i gubitka i Bilance. Pokazatelji aktivnosti mjere efikasnost s kojom poduzeće koristi vlastite resurse. Računaju se iz odnosa prihoda i prosječnih stanja imovine. Svi pokazatelji aktivnosti te postupak izračunavanja prikazan je u tablici 3.

Tablica 3. Pokazatelji aktivnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	Ukupni prihod	Ukupna imovina
Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	Ukupni prihod	Kratkotrajna imovina
Koeficijent obrtaja potraživanja	Prihodi od prodaje	Potraživanja
Trajanje naplate potraživanja	Broj dana u godini (365)	Koeficijent obrtaja potraživanja

Izvor: Prema: Žager K. i Žager L.: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia d.o.o., Zagreb, 1999.

⁶¹ Žager, L.: Analiza financijskih izvještaja, Andratom, Zagreb, 1999., str. 26

Koeficijent obrtaja ukupne imovine prikazuje učinkovitost upotrebe kapitala u ostvarivanju prihoda. Poželjno je da bude što veći.⁶² Koeficijent obrta ukupne imovine govori koliko puta se ukupna imovina tvrtke obrne u tijeku jedne godine, odnosno koliko tvrtka uspješno koristi imovinu s ciljem stvaranja prihoda.⁶³ Ovo je jedan od najčešće korištenih pokazatelja aktivnosti koji izražava veličinu imovine potrebne za obavljanje stanovite razine prodaje ili, obrnuto, kune iz prodaje koje donosi svaka kuna imovine. Nedostatak ovog pokazatelja odnosi se na činjenicu da je to ipak grubi pokazatelj.⁶⁴

Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine prikazuje učinkovitost upotrebe kratkotrajne imovine u ostvarivanju prihoda. Poželjno je da bude što veći, jednako kao i koeficijent obrta potraživanja. Općenito, što je veći koeficijent obrtaja to je kraće trajanje naplate, tj. brže se naplaćuje.

3.4.4. Ekonomičnost

Pod pokazateljem ekonomičnosti podrazumijeva se stupanj štedljivosti u ostvarivanju učinaka, a izražava se odnosom ostvarenih učinaka i utrošenih elemenata radnog procesa ili stavljanjem u odnos outputa i inputa. Pokazatelji ekonomičnosti izražavaju se kroz odnos između ostvarenih učinaka i količine rada, predmeta rada, sredstava za rad i tuđih usluga potrebnih za njihovo ostvarenje. U praksi poduzeća pokazatelji ekonomičnosti izražavaju se odnosom ostvarenih prihoda po jedinici rashoda temeljenih na podacima iz računa dobiti i gubitka i nazivaju se koeficijentima.

⁶² Vidučić, L., (2002), Op.cit., str. 93

⁶³ Feng, C. M., Wang, R. T., (2000), Performance evaluation for airlines including the consideration of financial ratios, *Journal of Air Transport Management*, 6(3), 133-142, <raspoloživo na: https://www.researchgate.net/profile/Rong_Tsu_Wang/publication/223922262_Performance_evaluation_for_airlines_including_the_consideration_of_financial_ratios._J_Air_Transp_Manag_6133-142/links/53ec1d670cf202d087d00dc5.pdf>, [pristupljeno 18.06.2015.]

⁶⁴ Varga, M., (2010), Modeliranje poslovnih potprocesa i analiza podataka u računovodstvu, *Tehnički glasnik*, Vol.4, No.1-2, <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php/show=clanak&id_clanak_jezik=127897>, [pristupljeno 20.05.2015.]

Ovisno o veličini koeficijenta koji se računskim putem dobiju poslovanje može biti ekonomično, neekonomično ili na granici ekonomičnosti i to⁶⁵:

1. Ako su ostvareni prihodi veći od rashoda tada je koeficijent veći od 1 ($E > 1$ = poslovanje ekonomično).
2. Ako su ostvareni rashodi veći od prihoda tada je koeficijent manji od 1 ($E < 1$ = poslovanje neekonomično).
3. Ako su ostvareni prihodi jednaki rashodima tada je koeficijent ($E = 1$ = poslovanje ekonomično).

Ekonomičnost se ne može mjeriti naturalnim pokazateljima jer se prihodi i rashodi izražavaju vrijednosno, a ne naturalno. Kod pokazatelja ekonomičnosti važno je napomenuti, da se oni mogu računati za sve aktivnosti kojima su u poduzeću ostvareni prihodi i rashodi.⁶⁶

Dakle, ekonomičnost je princip koji se temelji na interesu svakog poduzeća da ostvari što bolji poslovni rezultat uz što manje troškove. Ekonomičnost je odnos između postignutog učinka i utrošenih sredstava. Mjerenje ekonomičnosti u vrijednosnim pokazateljima omogućuje iskazivanje ekonomičnosti poslovanja poduzeća u cjelini, jer se novčanim pokazateljima mogu izraziti sve vrste troškova u poduzeću. Mjerenje ekonomičnosti usmjereno je na iznalaženje udjela svih čimbenika u proizvodu ili usluzi, odnosno ukupnog rada, novog i prenesenog, i na ukazivanje na mogućnosti smanjivanja tog udjela u jedinici proizvoda ili usluge.

Pokazatelji ekonomičnosti izračunavaju se iz Računa dobiti i gubitka. Pokazuju koliko se jedinica prihoda ostvari jednu uloženu jedinicu rashoda. Ukoliko je vrijednost pokazatelja ekonomičnosti manja od 1, to znači da poduzeće posluje s gubitkom. Dakle, podrazumijeva se da je bolje da koeficijent ekonomičnosti bude što je moguće veći broj.⁶⁷ Pokazatelji ekonomičnosti i postupak izračunavanja tih pokazatelja prikazan je u tablici. 4.

⁶⁵ Vujević, K., Balen, M., (2006), Pokazatelji uspješnosti poslovanja poduzeća pomorskog prometa, *Pomorstvo: Scientific Journal of Maritime Research*, 20(2), 33-45, <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/10429>>, [pristupljeno 23.06.2015.]

⁶⁶ Ibid, str. 33-45

⁶⁷ Ibid, str. 55

Tablica 4. Pokazatelji ekonomičnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	Ukupni prihodi	Ukupni rashodi
Ekonomičnost poslovanja (prodaje)	Prihodi od prodaje	Rashodi prodaje
Ekonomičnost financiranja	Financijski prihodi	Financijski rashodi
Ekonomičnost izvanrednih aktivnosti	Izvanredni prihodi	Izvanredni rashodi

Izvor: Prema: Žager K. i Žager L.: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia d.o.o., Zagreb, 1999.

3.4.5. Profitabilnost

Pokazatelji profitabilnosti mjere uspjeh ostvarivanjem zarade poduzeća. Pokazuju veličinu dobiti u odnosu na angažiranu imovinu. Pokazatelji profitabilnosti služe kao mjerilo za donošenje odluke o ocjeni uspješnosti rada uprave. „Ekonomski analitičari pokazatelje profitabilnosti (rentabilnosti) koriste kao indikatore upravljačke djelotvornosti, kao mjeru sposobnosti poduzeća za povrat odgovarajućih ulaganja te kao metodu za predviđanje buduće dobiti.“⁶⁸ Profitabilnost poslovanja poduzeća uobičajeno se ocjenjuje i iskazuje primjenom standardiziranih računovodstvenih „pokazatelja profitabilnosti prosječne ukupne imovine (aktive) poduzeća (ROA) te stopom profitabilnosti prosječnog dioničarskog kapitala (ROE).“⁶⁹

Prinos imovine (ROA – Return on assets) je pokazatelj profitabilnosti imovine. Osnovna formula za izračunavanje prinosa imovine ili profitabilnosti imovine jest:

$$\text{ROA} = \text{Neto dobit} / \text{Imovina}$$

⁶⁸ Vujević, K., Balen, M., (2006), Pokazatelji uspješnosti poslovanja poduzeća pomorskoga prometa. *Pomorstvo: Scientific Journal of Maritime Research*, 20(2), 33-45, <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/10429>>, [pristupljeno 23.06.2015.]

⁶⁹ Pejić Bach, M., Posedel, P., Stojanović, A., (2009), Determinante profitabilnosti banaka u Hrvatskoj, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 7(1), 81-92., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/63586>>, [pristupljeno 25.06.2015.]

Tako izračunana profitabilnost imovine bila bi korektno izračunana ako bi imovina bila financirana vlastitim kapitalom. No, kada je dio imovine financiran tuđim kapitalom ili kreditom, neto dobit već je umanjena za troškove financiranja iz kredita (za kamate), pa stoga izračunana profitabilnost imovine može korisnika ove informacije zavarati. Dakle, stopa profitabilnosti prosječne imovine poduzeća (ROA) izračunava se kao omjer neto dobiti i prosječne ukupne imovine. Drugim riječima, ROA je računovodstvena stopa prinosa na aktivu (imovinu) poduzeća, tj. na ukupnu prosječnu imovinu kojom upravlja menadžment. Pokazuje koliko uprava ostvaruje lipa neto dobiti na jednu kunu aktive (ili koliko kuna na sto kuna aktive).

Stopa profitabilnosti prosječnog dioničarskog kapitala (ROE) poduzeća izračunava se kao omjer neto dobiti i prosječnog dioničarskog kapitala.⁷⁰ Ova mjera vlasnicima govori o tome koliko je dobit menadžment ostvario po kuni njihova udjela u kapitalu poduzeća. Važno je pri tome istaknuti da se ovaj pokazatelj izračunava na temelju knjigovodstvene, a ne tržišne vrijednosti dioničarskog kapitala poduzeća.

Iako na vrijednosti ovih pokazatelja djeluju i eksterne varijable (npr. fiskalni uvjeti), oni su općeprihvaćeni pokazatelji uspješnosti rada uprave poduzeća iz sljedećih razloga⁷¹:

1. Neto dobit je razlika između ostvarenih ukupnih prihoda i troškova u određenom razdoblju, što je u izravnoj vezi s poslovnom politikom koju utvrđuje uprava i nadzire njezino provođenje.
2. ROA je u prvom redu određena strukturom aktive poduzeća i njezinom sposobnošću da generira prihode i dobit, dok je ROE uz spomenuto određena i visinom multiplikatora dioničarskog kapitala, što je također izravna odgovornost uprave poduzeća.

⁷⁰ Delen, D., Kuzey, C., & Uyar, A., (2013), Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach, *Expert Systems with Applications*, 40(10), 3970-3983., <raspoloživo na: https://www.researchgate.net/profile/Rong_Tsu_Wang/publication/223922262_Performance_evaluation_for_airlines_including_the_consideration_of_financial_ratios._J_Air_Transp_Manag_6133-142/links/53ec1d670cf202d087d00dc5.pdf>, [pristupljeno 20.06.2015.]

⁷¹ Pejić Bach, M., Posedel, P., Stojanović, A., op.cit., 81-92

Navedeni pokazatelji profitabilnosti ili rentabilnosti računaju se na temelju podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka (izvještaja o dobiti).

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

Pokazatelji rentabilnosti računaju se na temelju podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka (izvještaja o dobiti). Pri utvrđivanju rentabilnosti imovine razlikuje se neto i bruto rentabilnost. I ovdje je, kao kod marža profita, razlika u obuhvatu poreza u brojniku pokazatelja. Prema tome, razlika između ta dva pokazatelja upućuje na relativno porezno opterećenje u odnosu na ukupnu imovinu. Osim tih pokazatelja, u kontekstu pokazatelja profitabilnosti obično se računa i rentabilnost vlastitog kapitala (glavnice), koja je zapravo i najznačajnija. Na temelju usporedbe rentabilnosti vlastitog kapitala i rentabilnosti ukupne imovine te kamatne stope koja odražava cijenu korištenja tuđeg kapitala moguće je doći do zanimljivih zaključaka o stupnju korištenja financijske poluge.⁷² Postupak izračunavanja pokazatelja profitabilnosti i rentabilnosti prikazan je u tablici 5.

⁷² Streitenberger, M., Miloš Sprčić, D., (2011), Prediktivna sposobnost financijskih pokazatelja u predviđanju kašnjenja u otplati kredita, *Ekonomski pregled*, 62 (7-8) 383-403, <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=108792>, [pristupljeno 18.06.2015.]

Tablica 5. Pokazatelji profitabilnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Neto profitna marža	Neto dobit + kamate	Ukupni prihod
Bruto profitna marža	Dobit prije poreza + kamate	Ukupni prihod
Neto rentabilnost imovine	Neto dobit + kamate	Ukupna imovina
Bruto rentabilnost imovine	Dobit prije poreza + kamate	Ukupna imovina
Rentabilnost vlastitog kapitala (glavnice)	Neto dobit	Vlastiti kapital (glavnica)

Izvor: Prema: Žager K. i Žager L.: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia d.o.o., Zagreb, 1999.

3.4.6. Investiranje

Za razliku od do sada razmatranih pokazatelja, koji su uglavnom pod kontrolom menadžmenta, pokazatelji investiranja odraz su stavova investitora o performansama i perspektivi tvrtke. Ovi pokazatelji računaju se usporedbom podataka iz financijskih izvješća i vrijednosti koju dionicama tvrtke dodjeljuju tržišta vrijednosnica.⁷³ Ako su ostali pokazatelji tvrtke na zadovoljavajućoj razini, i cijena dionica (a time i vrijednost cijele tvrtke) će biti visoka i obrnuto.

Pokazatelji investiranja jesu dobit ili zarada po dionici (earnings per share – EPS) i dividenda po dionici (dividends per share). Jedan od ključnih tržišnih pokazatelja efikasnosti vlasničkog kapitala je zarada po dionici (*EPS - earnings per share*) koja znači omjer neto dobiti i broja običnih izdanih dionica. Ovaj pokazatelj se izražava u postotku te je poželjna što veća njegova vrijednost.

Sa stajališta dugoročnih investitora više se naglašava moć za stvaranje prihoda i efikasnost poslovanja nego likvidnost, jer se zna da neprofitabilna poduzeća umanjuju vrijednost imovine i bez obzira na dobru likvidnost. U budućnosti neće moći iz ostvarenih rezultata podmiriti obaveze prema dugoročnim investitorima.

⁷³ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M., (2015), Financijski menadžment, RriF-plus, Zagreb, str. 454

Uzevši u obzir sve navedene pokazatelje, možemo utvrditi da dobro upravljanje podrazumijeva da su u poslovanju zadovoljena dva kriterija – kriterij sigurnosti (likvidnost, financijska stabilnost i zaduženost) i kriteriji uspješnosti, tj. efikasnosti (profitabilnost, tj. Rentabilnost). U tom kontekstu pokazatelji likvidnosti i zaduženosti mogu se smatrati pokazateljima sigurnosti poslovanja. Pokazatelji ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja zapravo su pokazatelji uspješnosti poslovanja. Nasuprot tome, pokazatelji aktivnosti mogu se smatrati i pokazateljima sigurnosti i pokazateljima uspješnosti.

4. FARMACEUTSKA INDUSTRIJA

U nastavku rada biti će iznesene glavna obilježja i značaj farmaceutske industrije u svijetu, s posebnim osvrtom na tržište Europske Unije uključujući i hrvatsko tržište.

4.1. Razvijenost i značaj farmaceutske industrije u svijetu

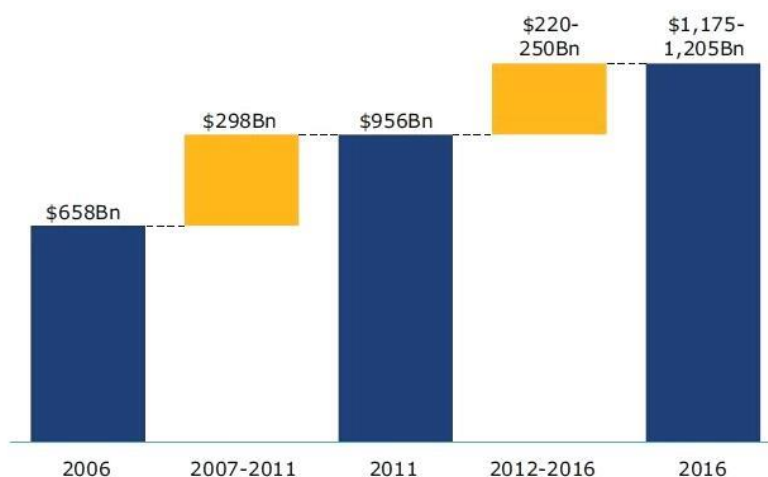
Farmaceutska industrija je veoma složena. Naime, tehnologije koje vode do otkrića lijeka su u granicama ljudskog znanja. Ogromna veličina poduzeća i složenost svih procesa i tehnologija predstavljaju velike izazove za organizaciju i menadžment. Razvoj i upravljanje distribucijskim lancem je veoma skupo, a uspješnost u upravljanju svih aspekata industrije je neophodan uvjet za opstanak globalnih farmaceutske kompanija.

Ova industrija je jedna od najvitalnijih privrednih grana sa izvjesnom tendencijom daljeg rasta, čija se vrijednost procjenjuje na približno 900 milijardi američkih dolara. Čini je preko 160 farmaceutske kompanija sa 50.000 različitih lijekova i ljekovitih supstanci. Njen dalji rast podrazumijeva okrupnjavanje farmaceutske kuća, pojavu velikog broja generičke kompanija, kao i razvoj malih kompanija čija je osnovna aktivnost istraživanje i razvoj novih farmaceutske proizvoda. Bilas i Bači (2010) istraživali su povezanost spajanja i pripajanja farmaceutske kuća sa razinom uspješnosti tih istih korporacija. Rezultati provedenog istraživanja pokazuju da je spajanje i preuzimanje poduzeća u prosjeku isplativa strategija u farmaceutske industriji. Prosječna godišnja stopa rasta povrata za dioničare za farmaceutske poduzeća iz uzorka koja su bila aktivna u spajanju i preuzimanju iznosi 6,04%, dok su farmaceutske poduzeća neaktivna u spajanju i preuzimanju bila mnogo manje uspješna te ostvarila negativan rezultat. Međunarodno je spajanje i preuzimanje u prosjeku isplativije od domaćeg spajanja i preuzimanja u farmaceutske industriji.⁷⁴

⁷⁴ Bilas V., Bači V., (2010), Utjecaj akvizicijskog iskustva na uspješnost međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutske industriji 2003. - 2009., *Ekonomska misao i praksa*, No.2 Prosinac 2010., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/62312>>, [pristupljeno 22.06.2015.]

Farmaceutsko tržište je visokoprofitabilno sa prosječnom godišnjom stopom rasta na globalnom nivou oko 6%. SAD se izdvaja kao lider sa 45% udjela na svjetskom tržištu, u čijem se okviru ističu kompanije Pfizer, Merc&Co i Johnson&Johnson. Zemlje EU, sa 29% udjela, također su značajni igrači na tržištu. Tome su najviše doprinijele razvijene farmaceutske kompanije GlaxoSmithKline, Bayer, AstraZeneca i Novartis sa ostvarenim prihodima od prodaje svog proizvodnog asortimana.⁷⁵ Trenutno vodećih deset svjetskih farmaceutskih kompanija na globalnom farmaceutskom tržištu zauzima 42% tržišnog udjela.⁷⁶

Grafikon 1. Prikaz prognoze rasta potrošnje farmaceutskih proizvoda, 2006. – 2016.



Izvor: IMS Market Prognosis, Svibanj 2012.

Na grafikonu br.1 prikazana je ukupna globalna potrošnja farmaceutskih proizvoda za period od 2006. - 2011. te od 2012. - 2016.godine. Evidentan je rast potrošnje te projicirana razina potrošnje za 2016.g. iznosi cca 1.200 bilijuna US \$.

⁷⁵ Anonymus, (2016), Vodeće svjetske farmaceutske kompanije, <raspoloživo na:

<http://poslovnisvijet.ba/vodece-svjetske-farmaceutske-kompanije/>, [pristupljeno 12.06.2016.]

⁷⁶ Kesić D., (2009), Strategic analysis of the world pharmaceutical industry, *Management : journal of contemporary management issues*, Vol.14 No.1 , <raspoloživo na

http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=61154,> [pristupljeno 12.06.2015.]

Danas se mogu definirati 3 različite skupine svjetskih farmaceutskih tvrtki⁷⁷:

1. farmaceutske tvrtke koje rade prvenstveno na istraživanju i razvoju te marketingu i prodaji novih inovativnih proizvoda (tzv. začetnici ili inovatori)
2. farmaceutske tvrtke koje rade na razvoju i prodaji generičkih proizvoda (lijekovi kojima je istekao patent pa su ti proizvođači usmjereni na proizvodnju tih lijekova u velikim količinama i njihovo poslovanje se temelji na ekonomiji obujma)
3. farmaceutske tvrtke koje rade na istraživanju i razvoju biotehnologije i farmakogenomičkih proizvoda i tehnologiji novih dostavnih sustava (tzv. stručnjaci).

Pojavom biofarmaceutskih proizvoda, sve šire rasprostranjenim lancima opskrbe i mnogim drugim utjecajima, zahtijevaju se sve veće investicije, bolja integracija proizvoda, bolja kvaliteta i dizajn proizvodnje te veća suradnja industrije u ukupnom poretku. Zbog visokih troškova istraživanja i razvoja, dugih kliničkih procesa, isteka patenata, poteškoća u dobivanju odobrenja proizvoda od odgovarajućih regulatornih tijela, pojave generičkih lijekova, strože regulative i želje za zadržavanjem postojećih tržišnih pozicija, farmaceutske kompanije traže prostor na tržištu za svoje proizvode koji su ciljano namijenjene određenim korisnicima. Time se industrija udaljuje od svojih ciljeva od prije dvadesetak godina kada je bila manje usmjerena na svoje korisnike, a više se bavila istraživanjima razvijajući nove molekule. Dakle, slobodno možemo utvrditi da se farmaceutska industrija nalazi usred velikih promjena.

Očekuje se smanjenje broja novih proizvoda lansiranih na tržište, dok se istodobno očekuje porast troškova marketinga.⁷⁸ Ipak, većina kompanija smatra da će prihodi od prodaje ostati na istoj razini ili će rasti. Međutim, javlja se izazov jer tržište karakterizira pad proizvoda na razvojnoj listi. Procjenjuje se da je danas za razvoj potpuno novog lijeka potrebno uložiti više od 1,2 milijarde dolara, u vremenskom periodu od 12 godina do gotovog, pravno registriranog

⁷⁷ Prester, J., Kolarović, I., (2015), Jesu li načela vitke proizvodnje u skladnosti s dobrim proizvođačkim praksama u farmaceutskoj industriji?, *Ekonomski pregled*, Vol.66 No.3 Kolovoz 2015., <raspoloživo na:http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=212253>, [pristupljeno 01.02.2016.]

⁷⁸ Hashai, N., (2011), *The Future of Foreign Direct Investment and the Multinational Enterprise* (Vol. 15). Emerald Group Publishing, str. 59, <raspoloživo na: <http://www.emeraldinsight.com/doi/book/10.1108/S1064-4857%282011%2915>>, [pristupljeno 23.07.2016.]

i odobrenog proizvoda na tržištu.⁷⁹ To je ujedno i vrlo složen, sveobuhvatan i iznimno rizičan posao bez konačnog jamstva da će novi proizvod uspjeti na tržištu osigurati dobit.

Dakle, ako farmaceutska tvrtka želi postići tržišni uspjeh sa novim proizvodom, treba snažno ulagati u marketinške i prodajne aktivnosti. Stoga, možemo zaključiti da je istraživanje i razvoj (R & D), zajedno s marketinškim i prodajnim aktivnostima strateški prioritet svjetske farmaceutske industrije. Ustanovljeno je da najveće inovativne farmaceutske kompanije ulažu u prosjeku 16 ili više postotaka od prodaje u istraživanje i razvoj, a oko 25 ili više postotaka u marketinške i prodajne aktivnosti. Međutim ti omjeri, pogotovo za istraživanje i razvoj, su još i veći za specijalizirane industrije poput biotehnoških, a niži za generičke farmaceutske kompanije.⁸⁰ Što se tiče same potrošnje lijekova, predviđa se pomak prema specijalističkim lijekovima. Specijalistički lijekovi su najveći generator rasta u svijetu jer većina novih lijekova cilja populaciju s dosad nerješivim zdravstvenim problemima.⁸¹

4.2. Razvijenost i značaj farmaceutske industrije u EU

Farmaceutska industrija je ključni sektor za europsku ekonomiju u pogledu proizvodnje i radnih mjesta, koji kombinira veliku vrijednost proizvodnje sa visokim nivoom inovacija. Funkcioniranje na farmaceutskom tržištu je od velikog značaja za Europu.

Farmaceutska industrija jedna je od vodećih visokotehnoških industrija u Europskoj uniji, čija se proizvodnja u 2014. procjenjuje na 220 milijardi eura. U istoj je godini farmaceutska industrija zapošljavala 707.000 radnika od kojih je 116.000 visokokvalificiranih djelatnika, zaposlenih u aktivnostima istraživanja i razvoja. Ulaganja u istraživanja i razvoj u farmaceutskoj industriji u Europi u 2014. dosegla su 30,5 milijardi eura, ostvarivši blagi rast

⁷⁹ Prester, J., Kolarović, I., (2015), Jesu li načela vitke proizvodnje u skladnosti s dobrim proizvođačkim praksama u farmaceutskoj industriji?, *Ekonomski pregled*, Vol.66 No.3., < raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=212253>, [pristupljeno 01.02.2016.]

⁸⁰ Gavura, S., (2011), What does a new drug cost?, *Science Based Medicine*, 4, <raspoloživo na: <http://www.sciencebasedmedicine.org/what-does-a-new-drugcost/>>, [pristupljeno 15.06.2015.]

⁸¹ Barbić, T., (2015), Sektorske analize – Farmaceutska industrija, *Ekonomski institut Zagreb*, Broj 39, <raspoloživo na: <http://www.eizg.hr/hr-HR/Sektorske-analize-o-farmaceutskoj-industriji-1089.aspx>>, [pristupljeno 01.02.2016.]

u odnosu na prethodnu godinu. Gotovo 85 posto ulaganja u istraživanje i razvoj u 2012. ostvaruje se u farmaceutskim poduzećima Njemačke, Velike Britanije, Švicarske, Francuske, Belgije, Danske i Italije.

Tablica 6. Odabrani pokazatelji farmaceutske industrije u Europi

Pokazatelj	2000.	2010.	2013.	2014.
Proizvodnja (u mil.eura)	125.301	199.131	216.928	220.000
Izvoz (u mil. eura)	90.935	276.357	305.133	316.500
Uvoz (u mil. eura)	68.841	204.824	230.242	238.500
Vanjskotrgovinska bilanca (u mil eura)	22.094	71.533	74.891	78.000
Izdaci za R&D (u mil. eura)	17.849	27.920	30.442	30.500
Broj zaposlenih	534.882	670.088	706.811	707.000
Zaposleni u R&D	88.397	117.035	115.619	116.000

Izvor: EFPIA⁸²

Francuska ima najveći udio u segmentaciji tržišta EU i čini 16,8% ukupnog tržišta. Njemačka je druga po udjelu sa 16,2%, a prate je Italija sa 11,5% i Velika Britanija sa 11%. Od kompanija, vodeći igrači na europskom tržištu su Pfizer Inc sa 6,7% vrijednosti, GlaxoSmithKline Plc sa 3,3% i AstraZeneca sa 1,7%.

Farmaceutsko tržište Europske Unije karakterizira kompleksan kanal distribucije farmaceutskih proizvoda koji je uglavnom zajednički za sve zemlje članice. Postoje dvije vrste proizvođača na tržištu: kompanije originalnih (brend) lijekova i generičke kompanije.⁸³

⁸² EFPIA, (2015), The pharmaceutical industry in figures, European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations, Bruxelles, <raspoloživo na:<http://www.efpia.eu/uploads/Modules/Documents/the-pharmaceutical-industry-in-figures-2016.pdf>>, [pristupljeno 02.01.2016.]

⁸³ The World Pharmaceutical Markets Fact Book, (2011), Espicom Business Intelligence, str. 188

4.3. Hrvatska farmaceutska industrija

Farmaceutska industrija u Republici Hrvatskoj industrija je s dugogodišnjom tradicijom. Know-how i iskustvo radne snage obećavaju uspješan budući razvoj industrije i srodnih sektora. Također, farmaceutska industrija jedan je od sektora hrvatskog gospodarstva u kojem se intenzivno ulaže u istraživanje i razvoj.

Otkriće inovativnog antibiotika azitromicina,⁸⁴ svrstalo je Hrvatsku u jednu od deset zemalja u svijetu koja se može pohvaliti razvojem potpuno novog lijeka. Osim Plive, najvećeg proizvođača lijekova u regiji, u Republici Hrvatskoj uspješno posluju i tvrtke poput Belupa i Jadran galenskog laboratorija. Treba spomenuti još i novootvorenu tvornicu PharmaS, čija je djelatnost proizvodnja i promet generičkim lijekovima.⁸⁵

Proizvodnja farmaceutskih pripravaka u Hrvatskoj nastavlja trend snažnog rasta i ima značajan utjecaj na proizvodnju cijele industrije. Značajnije inozemne tvrtke koje posluju na području Republike Hrvatske u farmaceutskoj industriji su GlaxoSmithKline, Bayer, Hospira, Galapagos istraživački centar, Teva, ACG Lukaps, Farmal.⁸⁶

Hrvatska farmaceutska industrija i dalje je jedan od najsnažnijih sektora u Hrvatskoj, s najvišom stopom ulaganja u kapacitete i istraživanje i razvoj te izvoza.⁸⁷ Pliva, članica Teva grupe prošlu je godinu završila među prvih 10 kompanija po ostvarenom prihodu, i s tri

⁸⁴ Azitromicin (prema Enciklopedija.hr, Hrvatski Zavod Miroslav Krleža, [Internet], <raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=4933>, [pristupljeno 01.02.2016.] - je antibiotik proizveden u Plivi na Istraživačkom institutu. Azitromicin je aktivna supstancija lijeka poznatog na domaćem tržištu kao *Sumamed*, dok ga na osnovi ugovora o suradnji i licenciji američka tvrtka Pfizer prodaje kao *Zithromax*. Ima širok spektar antibakterijskog djelovanja i dugo vrijeme zadržavanja u organizmu.

⁸⁵ Hadelan, L., Zrakić, M., Matić, A., (2014), Višekriterijska ocjena najvećih tvrtki prehrambene industrije u Hrvatskoj, *Agroeconomia Croatica*, 4(1), 1-7., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/185428>>, [pristupljeno 23.07.2016.]

⁸⁶ Anonymus, (2013), Farmacija, Agencija za investicije i konkurentnost, <raspoloživo na: <http://www.aik-invest.hr/sektori/farmacija/>>, [pristupljeno 25.02.2016.]

⁸⁷ Kovač, N., (2013), Healthcare financing in Croatia, *Ekonomski Vjesnik/Econviews: Review of contemporary business, entrepreneurship and economic issues*, 26(2), 551-562., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/172162>>, [pristupljeno 22.07.2016.]

milijarde ostvarenog prihoda od prodaje u inozemstvu drugi je izvoznik u Hrvatskoj, odmah iza Ine.⁸⁸

Hrvatska farmaceutska industrija zapošljava gotovo 5000 ljudi, većinom visokoobrazovnih, a u lancu s dobavljačima broj zaposlenika penje se na 10.000. Godišnji bruto prihod sektora kreće se na razini oko 5,2 milijarde kuna, od čega gotovo 5,5 posto prihoda u ulažu u istraživanje i razvoj. Domaći proizvođači drže 23 posto vrijednosti tržišta receptnih lijekova, a tu najveće udjele imaju Pliva i Belupo. Inozemni proizvođači drže 65 posto, a među njima su vodeći Roche i MDS, dok regionalni proizvođači imaju preostalih 12 posto udjela.⁸⁹

⁸⁸ Ražem, D., (2015), Industrijsko-gospodarski pregled, *Kemija u industriji: Časopis kemičara i kemijskih inženjera Hrvatske*, Vol 64, No 9.-10, <raspoloživo na:<http://silverstripe.fkit.hr/kui/assets/Uploads/IGP-53-535.pdf>>, [pristupljeno 01.02.2016.]

⁸⁹ Crnjak, M., (2016), Pliva nadmoćno vlada biznisom velikih brojki. [Internet], <raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/pliva-nadmocno-vlada-biznisom-velikih-brojki-317171>>, [pristupljeno 01.09.2016.]

5. FINANCIJSKA ANALIZA PLIVE U SKLOPU FARMACEUTSKE GRUPACIJE TEVA

Financijska analiza farmaceutske kompanije Pliva d.d. obrađena je na razini farmaceutske grupacije Teva, čiji je Pliva sastavni dio.

S prihodom od oko četiri milijarde kuna, Pliva je najjača farmaceutska kompanija u zemlji, i jedna od vodećih u Jugoistočnoj Europi. Ove godine dovršen je najveći investicijski ciklus u povijesti kompanije u vrijednosti većoj od milijardu kuna u proizvodnju u Savskom Marofu i Zagrebu. U istraživanje i razvoj u posljednjih nekoliko godina uloženo je više od milijarde kuna, uz otvaranje više od 300 novih radnih mjesta. Izvozi se na više od 60 svjetskih tržišta, a lanjski izvoz iznosio je više od tri milijarde kuna, najviše u SAD i Rusiju.⁹⁰

Pliva razvija i proizvodi gotove oblike lijekova i aktivne farmaceutske supstancije, a poslovanje se odvija na proizvodnim lokacijama u Zagrebu i Savskom Marofu. Danas Pliva u Hrvatskoj ima približno 1700 zaposlenika, a velika pozornost usmjerena je na kontinuirano ulaganje u njihovo profesionalno usavršavanje. Pliva raspolaže najsuvremenijim razvojnim i proizvodnim kapacitetima te velikom broju tržišta diljem Europe i svijeta nudi širok portfelj kvalitetnih generičkih lijekova koji predstavljaju vrhunska terapijska rješenja. Plivin proizvodni portfelj uključuje suhe oralne i injektibilne oblike lijekova, kreme/masti, bezreceptne lijekove i aktivne farmaceutske supstancije. Lijekove koji se izdaju na recept kupuju veledrogerije i bolnice, dok se bezreceptni lijekovi nalaze u slobodnoj prodaji u ljekarnama.

Temeljni principi poslovanja su konkurentna proizvodnja i stalna briga o korisnicima te suradnja sa svim segmentima zdravstvenog sustava u Hrvatskoj i cijeloj regiji. Integracija s Tevom dodatno je ojačala Plivinu vodeću poziciju u Hrvatskoj i na ključnim međunarodnim tržištima.

Proizvodni asortiman podijeljen je u terapijske skupine, među kojima su najveće: lijekovi za liječenje bolesti srca i krvožilnog sustava, lijekovi za liječenje bolesti probavnog sustava,

⁹⁰ Crnjak, M., (2016), Pliva nadmoćno vlada biznisom velikih brojki. [Internet], <raspoloživo na: <http://www.poslovnih.hr/domace-kompanije/pliva-nadmocno-vlada-biznisom-velikih-brojki-317171>>, [pristupljeno 01.09.2016.]

antiinfektivni, onkološki lijekovi, lijekovi za bolesti mišićno-koštanog sustava, lijekovi koji se koriste kod neuroloških i psihijatrijskih oboljenja. Zahvaljujući snazi svog brenda u Hrvatskoj Pliva čvrsto drži leadersku poziciju, a Plivin brend je poznat i visoko cijenjen u cijeloj regiji. Snagu Plivinog brenda potvrđuje i priznanje Superbrands Croatia 2008. godine, koje se dodjeljuje samo vrhunskim hrvatskim tržišnim brendovima.

Osim što je među najvećim domaćim kompanijama, Pliva je i jedan od vodećih izvoznika: u 2009. godini na top-ljestvici najvećih izvoznika Pliva Hrvatska na trećem je mjestu s izvozom vrijednim 2 milijarde kuna. Najveća Plivina tržišta su Hrvatska, SAD i Rusija. Slijede Poljska, Ukrajina, Bosna i Hercegovina, Češka Republika, Velika Britanija, Kazahstan i Mađarska.

U Plivinom proizvodnom lancu sudjeluje više od 1000 dobavljača s prometom većim od milijardu kuna. Sa svojim širokim portfeljem lijekova Pliva je kvalitetan i pouzdan partner hrvatskom zdravstvenom sustavu i aktivan je član HUP Udruge proizvođača lijekova, HGK i drugih poslovnih zajednica.⁹¹

2008. godine dovršena je akvizicija kojom je dovršeno preuzimanje Barr Pharmaceuticals-a od strane izraelske farmaceutske kompanije Teva. Tim preuzimanjem PLIVA je završila u rukama navedene kompanije, koja je ujedno i vodeći proizvođač generičkih lijekova u svijetu.

Dakle, Teva Pharmaceutical Industries Ltd. je globalna farmaceutska kompanija specijalizirana za razvoj, proizvodnju i prodaju generičkih i inovativnih lijekova i aktivnih farmaceutskih supstancija. S više od 100 godina iskustva u području zaštite zdravlja, kompanija je prisutna na velikom broju međunarodnih tržišta na kojima posluje putem mreže svojih povezanih društava. Sjedište kompanije je u Izraelu, a kompanija više od 80 posto svojih prihoda od prodaje koji su u 2015. godini iznosili 19,7 mlrd. USD ostvaruje u

⁹¹ Pliva d.d., (2016), Podaci o kompaniji.[Internet], <raspoloživo na: <http://www.pliva.hr>>, [pristupljeno 01.09.2016.]

Sjevernoj Americi i Europi Teva ima više od 40.000 zaposlenika diljem svijeta te proizvodne lokacije u Izraelu, Sjevernoj Americi, Europi i Latinskoj Americi.⁹²

5.1. Horizontalna analiza financijskih izvješća Teva grupacije od 2010. do 2014. godine

U financijskoj analizi svrha je procijeniti trenutno stanje i perspektivu tvrtke. Zbog toga se događaji procjenjuju s aspekta njihovog mogućeg negativnog utjecaja na buduće stanje tvrtke.⁹³

Horizontalna analiza bilance Teva grupacije za razdoblje od 2010. do 2014. godine prikazana je u tablici 7.

Tablica 7. Horizontalna analiza bilance Teva grupacije (u mil. USD)

Pozicija	2010	INDEKS 10/11	2011	INDEKS 11/12	2012.	INDEKS 12/13	2013.	INDEKS 13/14	2014.
AKTIVA									
A) Potraživanja za upisani, a neplaćeni kapital									
B) Dugotrajna imovina	26110	73	35689	104	34254	101	33788	106	32024
Nematerijalna imovina	20983	73	28609	108	26601	104	25457	106	23920
Materijalna imovina	4357	73	5947	94	6315	95	6635	102	6535
Financijska imovina	670	67	1003	88	1138	72	1576	118	1339
Potraživanja	100	0	130	0	200	167	120	52	230
C) Kratkotrajna imovina	12042	83	14453	88	16355	119	13720	95	14396
Zalihe	3866	77	5012	91	5502	109	5053	116	4371
Potraživanja od kupaca	5476	88	6213	112	5572	104	5338	99	5408
Ostala potraživanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financijska imovina	1452	68	2132	89	2402	105	2291	96	2391
Novac na računu i	1248	114	1096	38	2879	277	1038	47	2226

⁹² Pliva d.d., (2016), Podaci o kompaniji.[Internet], <raspoloživo na: <http://www.pliva.hr>>, [pristupljeno 01.09.2016.]

⁹³ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M., (2015), Financijski menadžment, RriF-plus, Zagreb, str. 454.

blagajni									
D) Plaćeni troškovi budućeg razdoblja, nedospjela naplata prihoda	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Gubitak iznad visine kapitala	0	0	0	0	0				
UKUPNO AKTIVA	38152	76	50142	99	50609	107	47508	102	46420

PASIVA	2010	INDEKS 10/11	2011	INDEKS 11/12	2012.	INDEKS 12/13	2013.	INDEKS 13/14	2014.
A) Kapital i rezerve	22002	98	22343	98	22867	101	22636	97	23355
Upisani kapital	16460	74	22195	97	22768	101	22565	97	23313
Rezerve**	5542	3745	148	149	99	139	71	169	42
B) Manjinski interesi									
D) Dugoročne obveze	6456	46	14123	95	14854	115	12907	120	10776
E) Kratkoročne obveze	9694	71	13676	106	12888	108	11965	97	12289
Obveze prema dobavljačima	2467	69	3572	72	4934	100	4918	155	3171
Kratkoročne financijske obveze	2771	65	4280	142	3006	91	3317	188	1761
Ostale kratkoročne obveze	4456	77	5824	118	4948	133	3730	51	7357
F) Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UKUPNA PASIVA	38152	76	50142	99	50609	107	47508	102	46420

Izvor: Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Na temelju horizontalne analize bilance Teva grupacije u razdoblju od 2010.-2014. godine, može se zaključiti kako je vrijednost ukupne imovine (aktive) bila u porastu do 2012. godine, s obzirom da je indeks ukupne imovine s 2010. na 2011. godinu iznosio 76,00, a s 2011. na 2011. godinu 99,00. Nakon 2012. godine dolazi do pada vrijednosti ukupne aktivne grupacije te je vrijednost indeksa s 2012./2013. godinu iznosila 107,00, odnosno s 2013. na 2014. godinu 102,00.

U dugotrajnoj imovini jasno se očitava trend pada vrijednosti nematerijalne imovine, odnosno rasta ukupne vrijednosti financijske i materijalne imovine. Iznimka je pad vrijednosti materijalne imovine u 2014. godini. Navedena kretanja jasno ukazuju na strateško usmjerenje Teva grupacije. Naime, grupacija je u promatranom razdoblju bila usmjerena na kapitalizaciju

postojeće nematerijalne imovine (nastale na temelju istraživanja i razvoja), dok je orijentacija na daljnja ulaganja u istraživanje i razvoj s ciljem povećanja vrijednosti nematerijalne imovine (kao temeljnog čimbenika konkurentnosti u farmaceutskoj industriji) zanemarena. Navedeni financijski pokazatelji jasan su rezultat usmjerenja grupacije na proizvodnju generičkih,⁹⁴ a ne originalnih lijekova.⁹⁵

U pogledu trendova u kretanju kratkoročne imovine, rast se bilježi do 2012. godine, dok je 2013. i 2014. godine zabilježen pad ukupne vrijednosti kratkotrajne imovine. Sve komponente kratkotrajne imovine prate taj trend (zalihe, potraživanja od kupaca, financijska imovina te novac na računu i blagajni)⁹⁶ s tim da je stavka novac na računu i blagajni zabilježila drastičan pad 2012. godine, a taj podatak upućuje na probleme grupacije s likvidnošću.

Iako su fluktuacije u vrijednosti upisanog kapitala i rezervi relativno male, one također prate trend smanjenja ukupne aktive (a time i pasive) tijekom 2013. i 2014. godine. Između trenda u kretanju dugotrajne imovine i dugoročnih obveza postoji jasna korelacija. Najviša vrijednost dugotrajne imovine i dugoročnih obveza zabilježena je 2011. i 2012. godine uz blagi pad vrijednosti tijekom 2013. i 2014. godine. Pozitivna korelacija postoji i između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza prema zlatnom bankarskom pravilu.⁹⁷ Obveze prema dobavljačima i financijske obveze bilježile su postupan rast sve do 2013. godine, da bi 2014. godine, u strukturi kratkoročnih obveza značajno narastao udio ostalih kratkoročnih obveza.

Na grafikonu 2 rezimirano se prikazuju vrijednosna kretanja imovine (aktive) Teva grupacije u promatranom razdoblju.

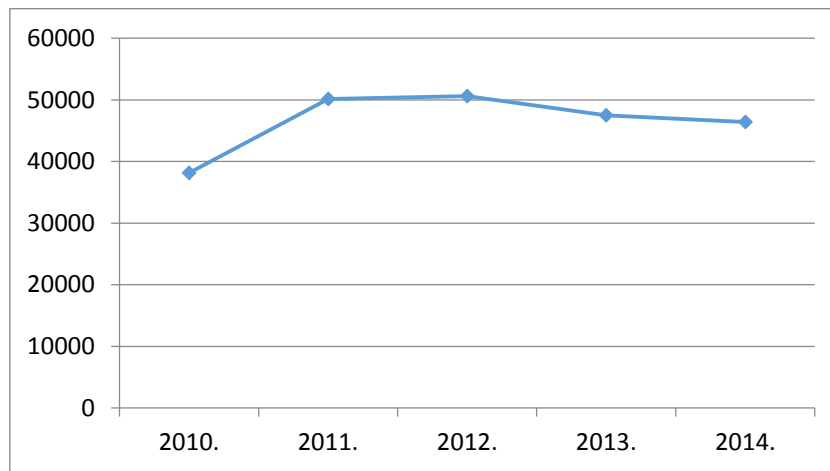
⁹⁴ Generički lijekovi (prema Enciklopedija.hr, Hrvatski Zavod Miroslav Krleža, [Internet] <raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=36490>>, [pristupljeno 21.06.2015.] - kopije su originalnoga patentiranog lijeka koje tek nakon isteka patenta mogu na tržište stavljati i drugi proizvođači.

⁹⁵ Orešković, S., (2002), Farmakoeconomika-koncepcije, metode i proturječnosti. *Medicus*, 1(1_Farmakologija), 27-36. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/31225>>, [pristupljeno 09.06.2015.]

⁹⁶ Pinches, G. E., Mingo, K. A., Caruthers, J. K., (1973), The stability of financial patterns in industrial organizations, *The Journal of Finance*, 28(2), 389-396., <raspoloživo na: <http://www.jstor.org/stable/2978312>>, [pristupljeno 21.06.2015.]

⁹⁷ Myers, S. C., (1989), Still searching for optimal capital structure, Are the distinctions between debt and equity disappearing, *Capital Structure*, 80-95. <raspoloživo na: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/.../33/conf33d.pdf>>, [pristupljeno 22.06.2015.]

Grafikon 2. Vrijednosna kretanja imovine Teva grupacije od 2010. do 2014. godine



Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na:
<http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Opći zaključak horizontalne analize bilance Teva grupacije od 2010. do 2014. godine je da grupacija bilježi pad vrijednosti imovine u 2013. i 2014. što upućuje na zaključak da se strategija eksploatacije⁹⁸ postojeće nematerijalne imovine i orijentacija na generičke farmaceutske proizvode isplati u kratkom roku, no ulaganja u vlastita istraživanja i razvoj ipak predstavljaju osnovicu dugoročne konkurentne prednosti.

⁹⁸ Gunther McGrath, R., Nerkar, A., (2004), Real options reasoning and a new look at the R&D investment strategies of pharmaceutical firms, *Strategic Management Journal*, 25(1), 1-21. <raspoloživo na:
http://www.researchgate.net/profile/Rita_Gunther_Mcgrath/publication/227635615_Real_options_reasoning_and_a_new_look_at_the_RD_investment_strategies_of_pharmaceutical_firms/links/00b49520b98a0f1a4c00000.pdf>, [pristupljeno 17.06.2015.]

5.2. Vertikalna analiza financijskih izvješća Teva grupacije od 2010. do 2014. godine

Vertikalna analiza financijskih izvješća Teva grupacije od 2010. do 2014. godine prikazana je u tablici 8.

Tablica 8. Vertikalna analiza financijskih izvješća Teva grupacije od 2010. do 2014. godine (u mil. USD)

Pozicija	2010	2010 (%)	2011	2011 (%)	2012	2012 (%)	2013	2013 (%)	2014
AKTIVA									
A) Potraživanja za upisani, a neplaćeni kapital									
B) Dugotrajna imovina	26.110	68	35.689	71	34.254	68	33.788	71	32.024
Nematerijalna imovina	20.983	55	28.609	57	26.601	53	25.457	54	23.920
Materijalna imovina	4.357	11	5.947	12	6.315	12	6.635	14	6.535
Financijska imovina	670	2	1.003	2	1.338	3	1.576	3	1.339
Potraživanja	100	0	130	0	0	0	120	0	230
C) Kratkotrajna imovina	12.042	32	14.453	29	16.355	32	13.720	29	14.396
Zalihe	3.866	10	5.012	10	5.502	11	5.053	11	4.371
Potraživanja od kupaca	5.476	14	6.213	12	5.572	11	5.338	11	5.408
Ostala potraživanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financijska imovina	1.452	4	2.132	4	2.402	5	2.291	5	2.391
Novac na računu i blagajni	1.248	3	1.096	2	2.879	6	1.038	2	2.226
D) Plaćeni troškovi budućeg razdoblja, nedospjela naplata prihoda	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Gubitak iznad visine kapitala		0		0	0	0		0	
UKUPNO AKTIVA	38.152	100	50.142	100	50.609	100	47.508	100	46.420
PASIVA									
A) Kapital i rezerve	22.002	58	22.343	45	22.867	45	22.636	48	23.355
Upisani kapital	16.460	43	22.195	44	22.768	45	22.565	47	23.313
Rezerve**	5.542	15	148	0	99	0	71	0	42
B) Manjinski interesi		0		0		0		0	
D) Dugoročne obveze	6.456	17	14.123	28	14.854	29	12.907	27	10.776
E) Kratkoročne obveze	9.694	25	13.676	27	12.888	25	11.965	25	12.289
Obveze prema	2.467	6	3.572	7	4.934	10	4.918	10	3.171

dobavljačima									
Kratkoročne financijske obveze	2.771	7	4.280	9	3.006	6	3.317	7	1.761
Ostale kratkoročne obveze	4.456	12	5.824	12	4.948	10	3.730	8	7.357
F) Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UKUPNA PASIVA	38.152	100	50.142	100	50.609	100	47.508	100	46.420

Izvor: Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Temeljni kriterij kojim se ocjenjuje optimalnost vertikalne strukture bilance je omjer vlastitih i tuđih izvora financiranja. Ovaj omjer je od osobitog značaja s obzirom da, u pravilu, na nepovoljan utjecaj visokog udjela eksternih izvora financiranja na poduzeće. Optimalno je financirati tekuće poslovanje vlastitim sredstvima, a razvoj (investicijske projekte) putem eksternih izvora financiranja.⁹⁹

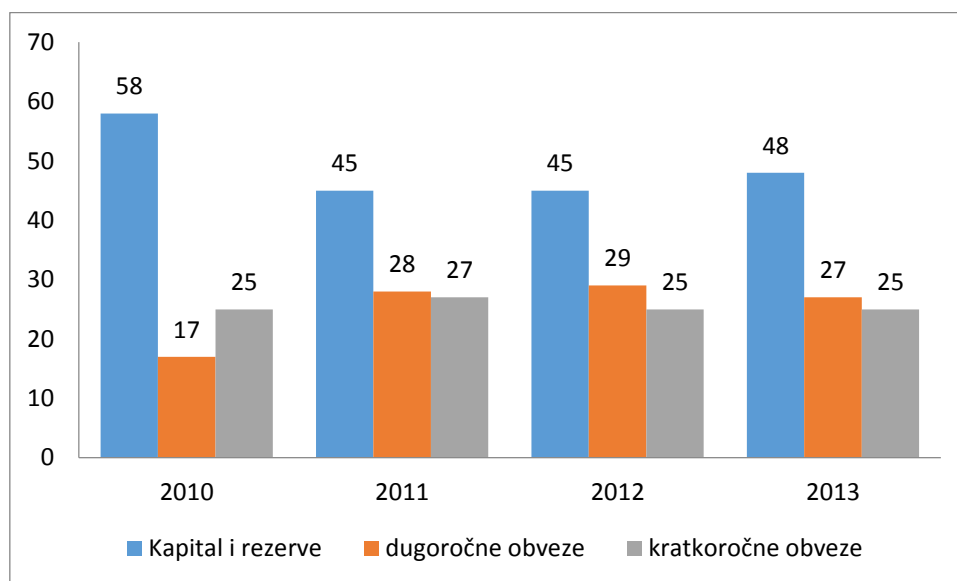
Optimalan omjer vlastitih i eksternih izvora financiranja iznosi 50%:50%.¹⁰⁰ Pokazatelji strukture pasive bilance stanja Teva grupacije u promatranom razdoblju ukazuju na neznatna odstupanja od optimalnog omjera financiranja. U 2010. godini, grupacija je imala pozitivna odstupanja u smislu većeg udjela vlastitog financiranja (58%), u odnosu na eksterno financiranje dugoročnim i kratkoročnim obvezama (42%). U narednim razdobljima, struktura pasive se mijenja te udio vlastitih izvora financiranja iznosi 45% sve do 2014. kada se omjer ponovno povećava u korist vlastitog financiranja na 48%.

Prikaz strukture pasive za promatrano razdoblje naveden je u grafikonu 3.

⁹⁹ Shourideh, A., Zetlin-Jones, A., (2012), External financing and the role of financial frictions over the business cycle: Measurement and theory, Available at SSRN 2062357, <raspoloživo na: <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2504&context=tepper>>, [pristupljeno 15.06.2015.]

¹⁰⁰ Cerović, L., Zaninović, V., Dukić, N., (2011), Utjecaj vlasničke i kapitalne strukture na kretanje agencijskih troškova: studija slučaja vlasnički nisko koncentriranih poduzeća Republike Hrvatske. *Ekonomika misao i praksa*, (2), 419-442, <raspoloživo na: <http://hrcaj.srce.hr/file/112279>>, [pristupljeno 22.06.2015.]

Grafikon 3. Struktura pasive Teva grupacije od 2010. do 2014. godine (u %)



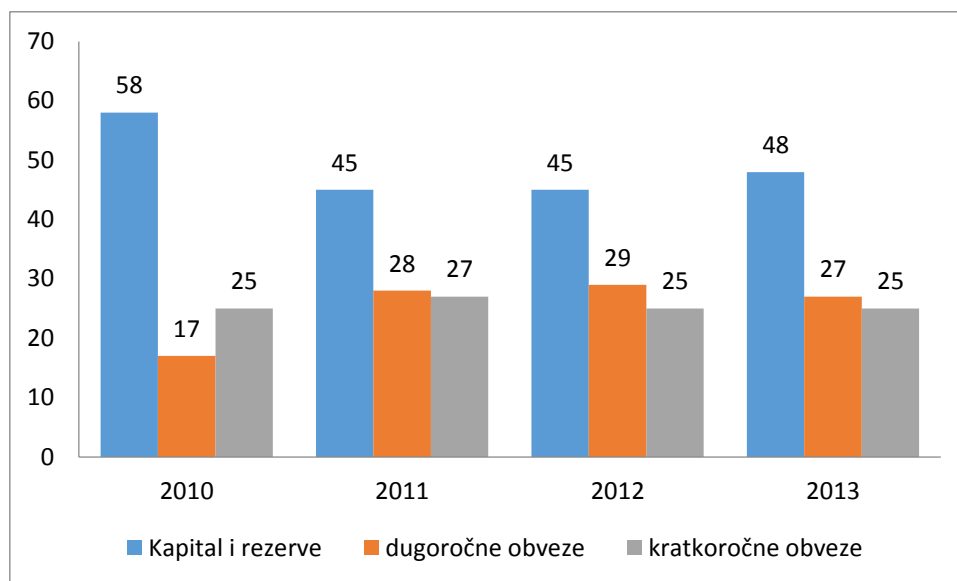
Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na:
<http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Grafikon br. 3 ukazuje na manja odstupanja od optimalnog omjera financiranja u promatranom razdoblju, te na činjenicu da je udio dugoročnih i kratkoročnih obveza približno jednak, u nešto viši udio dugoročnih obveza u financiranju u svim promatranim razdobljima, osim u 2010. godini.

Struktura aktive ukazuje na znatno viši udio dugotrajne imovine u ukupnoj imovini, a taj trend se s godinama povećavao da bi u 2014. godini, omjer dugotrajne i kratkotrajne imovine iznosio 71:29. Struktura kratkotrajne imovine upućuje na problem grupacije s likvidnošću s obzirom da novac u blagajni i na računu kao najlikvidniji oblik imovine u svim razdobljima ima najniži udio u strukturi kratkotrajne imovine (4-5%).

Prikaz strukture dugotrajne imovine za promatrano razdoblje naveden je u grafikonu 4.

Grafikon 4. Struktura dugotrajne imovine Teva grupacije od 2010. do 2014. godine (u %)



Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

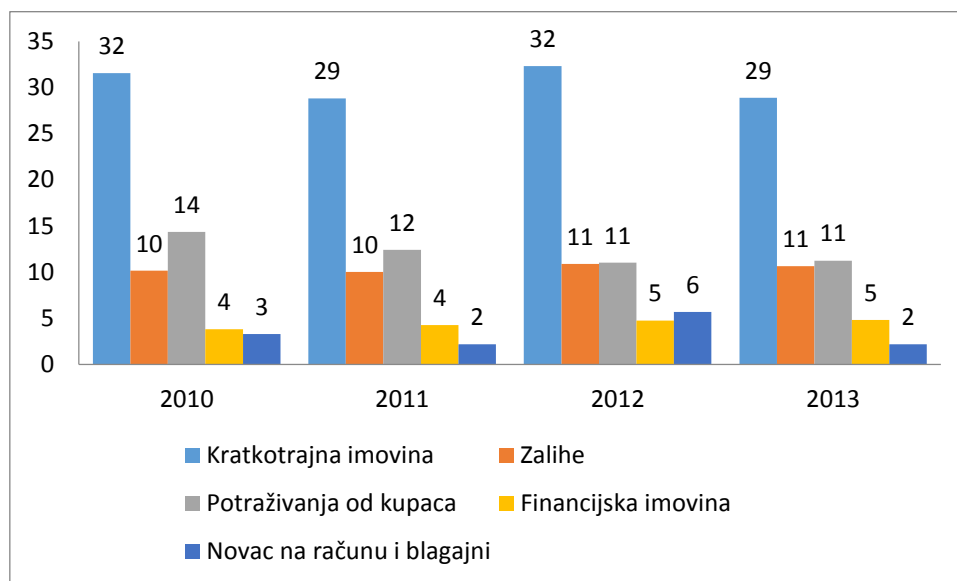
Vertikalnom analizom dugotrajne imovine potvrđuje se činjenica da je nematerijalna dugotrajna imovina (intelektualno vlasništvo) najznačajnija stavka u ukupnoj dugotrajnoj imovini farmaceutskih kompanija koje upravo na znanju te ulaganju u istraživanje i razvoj temelje svoju dugoročnu konkurentnost na globalnom tržištu.¹⁰¹ Stoga je potrebno upozoriti na opadanje vrijednosti nematerijalne imovine tijekom 2013. i 2014. Naime, vrijednost nematerijalne imovine je u navedenom razdoblju opala za prosječno 3,5%, a vrijednost financijske imovine narasla za prosječno 1% što se može objasniti zanemarivanjem važnosti kontinuiranog ulaganja u istraživanje i razvoj. U kompaniji je prepoznat ovaj negativan trend pa se iz Računa dobiti i gubitka (*eng. Income statement*) iščitava kako je kompanija u 2014. uložila 79.000.000,00 USD u istraživanje i razvoj dok u prethodnim promatranim razdobljima

¹⁰¹ Hess, A. M., & Rothaermel, F. T., (2011), When are assets complementary? Star scientists, strategic alliances, and innovation in the pharmaceutical industry, *Strategic Management Journal*, 32(8), 895-909., <raspoloživo na: http://dev.scheller.gatech.edu/directory/faculty/rothaermel/pubs/2011_SMJ.pdf>, [pristupljeno 17.06.2015.]

nije bila zastupljena ova vrsta investicije, dok su značajna sredstva ulagana u marketinške aktivnosti (promociju generičkih lijekova).¹⁰²

Prikaz strukture kratkotrajne imovine za promatrano razdoblje naveden je u grafikonu 5.

Grafikon 5. Struktura kratkotrajne imovine Teva grupacije od 2010. do 2014. godine (u %)



Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Struktura kratkotrajne imovine je krajnje nepovoljna s obzirom da zalihe i potraživanja od kupaca imaju kao nelikvidniji oblici kratkotrajne imovine imaju znatno veći udio od financijske imovine i novca na računu i blagajni kao likvidnijih oblika kratkotrajne imovine.

¹⁰² TEVA (2015), Financial statements, <raspoloživo na:

<http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

5.3. Analiza poslovanja Teva grupacije putem računa dobiti i gubitka

Analiza poslovanja Teva grupacije putem Računa dobiti i gubitka u razdoblju od 2010. do 2014. godine prikazana je u tablici 9.

Tablica 9. Račun dobiti i gubitka grupacije Teva od 2010. do 2014. godine

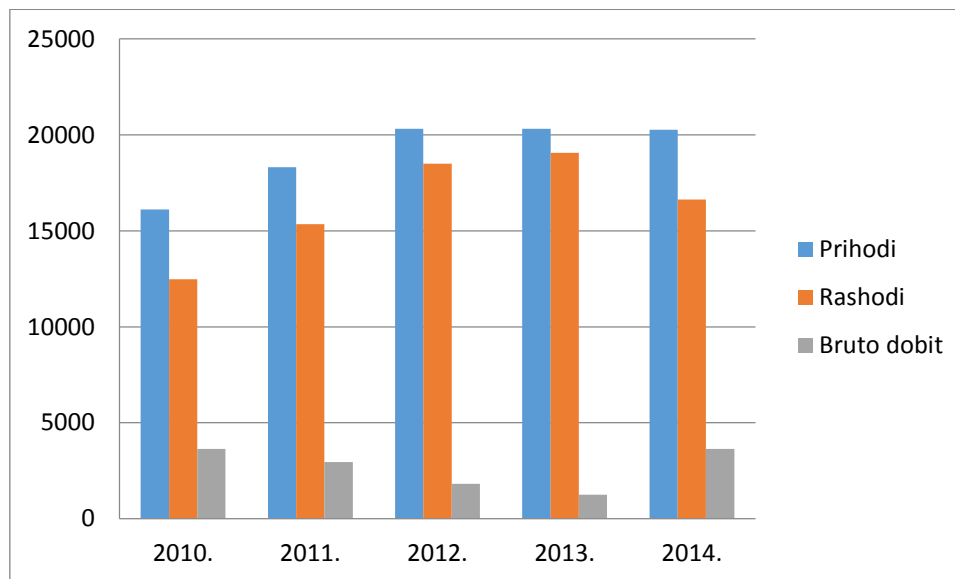
Pozicija	2010	INDEX 10/11	2011	INDEK		INDEK		INDEKS	
				S	11/12	S	12/13	2013	13/14
PRIHODI									
A) Prihodi	1612 1	88	1831 2	90	2031 7	100	2031 4	100	20272
Prihodi od prodaje	1612 1	88	1831 2	90	2031 7	100	2031 4	100	20272
Ostali prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B) Financijski prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozitivne tečajne razlike	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kamate i ostali financijski prihodi	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C) Izvanredni prihodi									
PRIHODI UKUPNO	1612 1	88	1831 2	90	2031 7	100	2031 4	100	20272
RASHODI									
D) Promjene u zalihama gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E) Rashodi	1240 4	81	1535 6	83	1846 6	97	1895 4	114	16627
Materijalni troškovi i troškovi prodane robe	6452	85	7607	92	8246	98	8419	104	8123
Troškovi osoblja	865	93	932	75	1238	100	1239	105	1177
Amortizacija	497	74	668	59	1136	100	1136	114	1000
Vrijednosno usklađenje i rezerviranja	30	79	38	86	44	100	44	122	36
Ostali troškovi iz osnovne djelatnosti	4560	75	6111	78	7802	96	8116	129	6291
F) Financijski rashodi	71	0	0	0	32	29	110	1571	7
Negativne tečajne razlike	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kamate i ostali financijski rashodi	71	0	0	0	32	29	110	1571	7
G) Izvanredni rashodi	0		0		0		0		0
UKUPNI RASHODI	1247 5	81	1535 6	83	1849 8	97	1906 4	115	16634
DOBITAK ILI GUBITAK									
Dobit ili gubitak prije oporezivanja*	3646	123	2956	163	1819	146	1250	34	3638
Porez na dobit	613	104	592	90	661	105	630	57	1099
Dobit ili gubitak nakon	3033	128	2364	204	1158	187	620	24	2539

oporezivanja									
Manjinski interesi									
Neto dobit ili gubitak skupine	3033	128	2364	204	1158	187	620	24	2539

Izvor: Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Prikaz ukupnih prihoda, rashoda i neto dobiti od 2010. do 2014. godine naveden je u grafikonu 6.

Grafikon 6. Prikaz prihoda, rashoda i bruto dobiti od 2010. do 2014. godine



Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Na temelju prikaza Računa dobiti i gubitka grupacije Teva za razdoblje od 2010. do 2014. godine, može se zaključiti kako se od 2010. do 2012. godine bilježi rast ukupnih prihoda dok su prihodi 2013. i 2014. godine bili na jednakoj razini kao 2012. godine. Poslovni prihodi čine ukupnu strukturu prihoda grupacije. Međutim, od 2010. do 2013. godine ujedno je zabilježen rast ukupnih rashoda, a osobito poslovnih rashoda. Rashodi su rasli progresivnije od rasta prihoda pa je sukladno tome ostvarena bruto dobit od 2010. do 2013. godine bilježila trend kontinuiranog pada. Konkretno:

- Prihodi su 2011. (u odnosu na prethodnu godinu) narasli za 12%, a rashodi za 19%,
- Prihodi su 2012. (u odnosu na prethodnu godinu) narasli za 10%, a rashodi za 17%,
- Prihodi su 2013. ostali na razini iz 2012. godine, a ukupni rashodi zabilježili su rast od 3%.

Međutim, 2014. godine je došlo do preokreta u smislu racionalizacije troškova uz održavanje prihoda na jednakoj razini kao 2012. i 2013. godine što je rezultiralo povećanjem bruto dobiti grupacije. Poslovni rashodi su racionalizirani za 14%.

Najniža bruto i neto dobit zabilježena je 2013. godine kada je bruto dobit iznosila cca. 6% udjela u ukupnim prihodima grupacije, a neto dobit 3% udjela u ukupnim prihodima.

5.4. Analiza poslovanja Teva grupacije putem financijskih pokazatelja

Analiza poslovanja Teva grupacije provodi se za razdoblje od 2010. do 2014. godine korištenjem pokazatelja:

- Likvidnosti
- Zaduzenosti
- Aktivnosti
- Ekonomičnosti i
- Investiranja.

5.4.1. Pokazatelji likvidnosti

Likvidnost Teva grupacije prikazuje se pomoću pokazatelja trenutne likvidnosti, tekuće likvidnosti, ubrzane likvidnosti te financijske stabilnosti.

Tablica 10. Pokazatelji likvidnosti Teva grupacije od 2010. do 2014. godine

POKAZATELJ TRENUTNE LIKVIDNOSTI (PTrL)				
GODINA	NOVAC	KRATKOROČNE OBVEZE	PTrL	POŽELJNA VELIČINA
2010	1.248,00	9.694,00	0,13	≥0,5
2011	1.096,00	13.676,00	0,09	≥0,5
2012	2.879,00	12.888,00	0,10	≥0,5
2013	1.038,00	11.965,00	0,10	≥0,5
2014	2.226,00	12.289,00	0,10	≥0,5

POKAZATELJ TEKUĆE LIKVIDNOSTI (PTL)				
GODINA	KRATKOTRAJNA IMOVINA	KRATKOROČNE OBVEZE	PTL	POŽELJNA VELIČINA
2010	12.042,00	9.694,00	1,24	2 ILI VIŠE
2011	14.453,00	13.676,00	1,06	2 ILI VIŠE

2012	16.355,00	12.888,00	1,27	2 ILI VIŠE
2013	13.720,00	11.965,00	1,15	2 ILI VIŠE
2014	14.396,00	12.289,00	1,17	2 ILI VIŠE

POKAZATELJ UBRZANE LIKVIDNOSTI (PUL)				
GODINA	KRATKOTRAJNA IMOVINA - ZALIHE	KRATKOROČNE OBVEZE	PUL	POŽELJNA VELIČINA
2010	8.176,00	9.694,00	0,84	≥1
2011	8.240,00	13.676,00	0,60	≥1
2012	10.853,00	12.888,00	0,84	≥1
2013	8.667,00	11.965,00	0,72	≥1
2014	10.025,00	12.289,00	0,82	≥1

POKAZATELJ UBRZANE LIKVIDNOSTI (PUL)				
GODINA	NOVAC I POTRAŽIVANJA	KRATKOROČNE OBVEZE	PUL	POŽELJNA VELIČINA
2010	6.824,00	9.694,00	0,70	≥1
2011	7.439,00	13.676,00	0,54	≥1
2012	8.651,00	13.676,00	0,63	≥1
2013	6.496,00	13.676,00	0,47	≥1
2014	7.864,00	13.676,00	0,58	≥1

POKAZATELJ FINANCIJSKE STABILNOSTI (KFS)				
GODINA	DUGOTRAJNA IMOVINA	GLAVNICA + DUGOROČNE OBVEZE	KFS	POŽELJNA VELIČINA
2010	26.110,00	28.458,00	0,92	<1
2011	35.689,00	36.019,00	0,99	<1
2012	34.254,00	35.755,00	0,96	<1
2013	33.788,00	34.601,00	0,98	<1
2014	32.024,00	35.644,00	0,90	<1

Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Analizom pokazatelja likvidnosti, moguće je zaključiti kako trenutna likvidnost poduzeća postupno pada u periodu od 2010. do 2011. godine, a nakon toga se zadržava na istoj razini (0,1) koja je znatno niža od referentne vrijednosti 0,5 ili više. Tekuća likvidnost zahtijeva da je kratkotrajna imovina dvostruko veća od kratkoročnih obveza,¹⁰³ no farmaceutska kompanija Teva ne udovoljava tom uvjetu. Naime, tekuća likvidnost iznosi od 1,06 do 1,27 što pokazuje kako je kratkotrajna imovina jednaka ili tek nešto viša od kratkoročnih obveza.

¹⁰³ Šarlija, N., Penavin, S., Harc, M., (2009), Predviđanje nelikvidnosti poduzeća u Hrvatskoj, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 7(2), 21-36., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/69014>>, [pristupljeno 23.06.2015.]

Pokazatelj ubrzane likvidnosti koji je znatno niži od referentne vrijednosti 1,¹⁰⁴ ukazuje na nepovoljnu strukturu kratkotrajne imovine, odnosno visok udio zaliha koje predstavljaju barijeru likvidnijem poslovanju grupacije. Sukladno negativnom trendu u pogledu likvidnosti, koeficijent financijske stabilnosti, približava se graničnoj vrijednosti 1,¹⁰⁵ jer se vrijednost kapitala i dugoročnih obveza ozbiljno približava vrijednosti dugotrajne imovine (prosječan KFS = 0,95).

5.4.2. Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelji zaduženosti koji će se prikazati na tablici 11. su koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja, koeficijent financiranja te stupanj pokriva I i II.

Tablica 11. Pokazatelji zaduženosti Teva grupacije od 2010. do 2014. godine

KOEFICIJENT ZADUŽENOSTI				
GODINA	UKUPNE OBVEZE	UKUPNA IMOVINA	KZ	POŽELJNA VELIČINA
2010	16.150,00	38.152,00	0,42	<0,5
2011	27.799,00	50.142,00	0,55	<0,5
2012	27.742,00	50.609,00	0,55	<0,5
2013	24.872,00	47.508,00	0,52	<0,5
2014	23.065,00	46.420,00	0,50	<0,5

KOEFICIJENT VLASTITOG FINANCIRANJA				
GODINA	GLAVNICA	UKUPNA IMOVINA	KVF	POŽELJNA VELIČINA
2010	22.002,00	38.152,00	0,58	>0,5
2011	22.343,00	50.142,00	0,45	>0,5
2012	22.867,00	50.609,00	0,45	>0,5
2013	22.636,00	47.508,00	0,48	>0,5
2014	23.355,00	46.420,00	0,50	>0,5

KOEFICIJENT FINANCIRANJA

¹⁰⁴ Sorić, I., (2002), Analiza povezanosti između poslovnog rezultata i likvidnosti, *Ekonomski pregled*, 53(9-10), 921-933., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/44549>>, [pristupljeno 24.06.2015.]

¹⁰⁵ Bendeković, J., Vuletić, D., (2011), Financijska analiza poslovanja hrvatske brodograđevne industrije, *Poslovna izvrsnost*, 5(1), 125-154, <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/112072>>, [pristupljeno 24.06.2015.]

GODINA	UKUPNE OBVEZE	GLAVNICA	KF	POŽELJNA VELIČINA
2010	16.150,00	22.002,00	0,73	Što manji
2011	27.799,00	22.343,00	1,24	Što manji
2012	27.742,00	22.867,00	1,21	Što manji
2013	24.872,00	22.636,00	1,10	Što manji
2014	23.065,00	23.355,00	0,99	Što manji

STUPANJ POKRIĆA I				
GODINA	DUGOTRAJNA IMOVINA	GLAVNICA + DUGOROČNA REZERVIRANJA + DUGOROČNE OBVEZE	SP I	POŽELJNA VELIČINA
2010	26.110,00	34.000,00	0,77	<1
2011	35.689,00	28.458,00	1,25	<1
2012	34.254,00	43.312,00	0,79	<1
2013	33.788,00	40.423,00	0,84	<1
2014	32.024,00	37.302,00	0,86	<1

STUPANJ POKRIĆA II				
GODINA	DUGOTRAJNA IMOVINA	GLAVNICA + DUGOROČNA REZERVIRANJA	SP II	POŽELJNA VELIČINA
2010	26.110,00	27.544,00	0,95	<1
2011	35.689,00	22.343,00	1,60	<1
2012	34.254,00	37.721,00	0,91	<1
2013	33.788,00	34.601,00	0,98	<1
2014	32.024,00	26.526,00	1,21	<1

Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Koeficijent zaduženosti i vlastitog financiranja u Teva grupaciji nalazio se unutar referentne vrijednosti 0,5 ili 50% 2010. i 2014. godine dok je u ostalim promatranim razdobljima, udio eksternog financiranja bio nešto viši od optimalnog, ali ne zabrinjavajuće s obzirom da se poduzeće ne smatra prezaduženim dok njegov koeficijent zaduženosti i vlastitog financiranja nemaju omjer 70%:30%. Ukoliko je koeficijent zaduženosti niži od 0,5 tada je koeficijent vlastitog financiranja veći od 0,5 jer ova pokazatelja zajedno daju vrijednost 1.¹⁰⁶ Koeficijent

¹⁰⁶ Jerončić, M., Aljinović, Z., (2011), Formiranje optimalnog portfelja pomoću Markowitzevog modela uz sektorsku podjelu kompanija, *Ekonomski pregled*, 62(9-10), 583-606., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/108472>>, [pristupljeno 20.05.2015.]

financiranja ukazuje na udio ukupnih obveza u kapitalu i poželjno je da je što manji.¹⁰⁷ Međutim, u Teva grupaciji obveze su 2013. godine prelazile ukupan iznos zadržane dobiti i amortizacije za 10%. Stupanj pokrića I je još uvijek unutar referentnih vrijednosti kroz promatrano razdoblje, no stupanj pokrića prelazi granicu referentne vrijednosti 1 u 2011. I 2014., što upućuje na zaključak da glavnica i dugoročna rezerviranja imaju manju vrijednost od vrijednosti dugotrajne imovine.

5.4.3. Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti prikazani su u tablici 12., a to su pokazatelj obrta potraživanja, broj dana vezivanja potraživanja, pokazatelj obrta zaliha, broj dana vezivanja zaliha, razdoblje konvertiranja obrtnih sredstava, pokazatelj obrtaja dugotrajne imovine, kratkotrajne i ukupne imovine zajedno sa brojem dana potrebnim da se obrne svaki od spomenutih oblika imovine.

Tablica 12. Pokazatelji aktivnosti Teva grupacije od 2010. do 2014. godine

POKAZATELJ OBRTA POTRAŽIVANJA				
GODINA	PRODAJA	POTRAŽIVANJA	KOP	KOP INDUSTRIJA
2010	16.121,00	5.476,00	2,94	3,6
2011	18.312,00	6.213,00	2,95	3,6
2012	20.317,00	5.572,00	3,65	3,6
2013	20.314,00	5.338,00	3,81	3,6
2014	20.272,00	5.408,00	3,75	3,6
BROJ DANA VEZIVANJA POTRAŽIVANJA				
GODINA	BROJ DANA U GODINI	KOEFICIJENT OBRTAJA POTRAŽIVANJA (KOP)	BROJ DANA VEZIVANJA POTRAŽIVANJA	
2010	360	2,94	122,29	
2011	360	2,95	122,14	
2012	360	3,65	98,73	
2013	360	3,81	94,60	
2014	360	3,75	96,04	
POKAZATELJ OBRTA ZALIHA				
GODINA	UKUPNI PRIHODI	ZALIHE	KOZ	POŽELJNA VELIČINA

¹⁰⁷ Vujević, K., Balen, M., (2006), Pokazatelji uspješnosti poslovanja poduzeća pomorskoga prometa, *Pomorstvo: Scientific Journal of Maritime Research*, 20(2), 33-45. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/10429>>, [pristupljeno 21.05.2015.]

2010	16.121,00	3.866,00	4,17	što veći
2011	18.312,00	5.012,00	3,65	što veći
2012	20.317,00	5.502,00	3,69	što veći
2013	20.314,00	5.053,00	4,02	što veći
2014	20.272,00	4.371,00	4,64	što veći
BROJ DANA VEZIVANJA ZALIHA				
GODINA	BROJ DANA U GODINI	KOEFICIJENT OBRTAJA ZALIHA (KOZ)	BROJ DANA VEZIVANJA ZALIHA	
2010	360	4,17	86,33	
2011	360	3,65	98,53	
2012	360	3,69	97,49	
2013	360	4,02	89,55	
2014	360	4,64	77,62	
RAZDOBLJE KONVERTIRANJA OBRJNIH SREDSTAVA				
GODINA	BROJ DANA VEZIVANJA ZALIHA	BROJ DANA VEZIVANJA POTRAŽIVANJA	RAZDOBLJE KOVERTIRANJA OBRJNIH SREDSTAVA (DANA)	
2010	86	122	209	
2011	99	122	221	
2012	97	99	196	
2013	90	95	184	
2014	78	96	174	
POKAZATELJ OBRTAJA DUGOTRAJNE IMOVINE				
GODINA	UKUPNI PRIHODI	PROSJEČNI NETO DUGOTRAJNA IMOVINA	Kodi	Kodi INDUSTRIJA
2010	16.121,00	26.110,00	0,62	1,1
2011	18.312,00	35.689,00	0,51	1,1
2012	20.317,00	34.254,00	0,59	1,1
2013	20.314,00	33.788,00	0,60	1,1
2014	20.272,00	32.024,00	0,63	1,1
BROJ DANA POTREBNIH DA SE DUGOTRAJNA IMOVINA OBRNE				
GODINA	BROJ DANA U GODINI	POKAZATELJ OBRTAJA DUGOTRAJNE IMOVINE Kodi	BROJ DANA	
2010	360	0,62	583	
2011	360	0,51	702	
2012	360	0,59	607	
2013	360	0,60	599	
2014	360	0,63	569	
POKAZATELJ OBRTAJA KRATKOTRAJNE IMOVINE				
GODINA	UKUPNI PRIHODI	PROSJEČNI NETO KRATKOTRAJNA IMOVINA	Koki	POŽELJNA VELIČINA
2010	16.121,00	12.042,00	1,34	što veći
2011	18.312,00	14.453,00	1,27	što veći
2012	20.317,00	16.355,00	1,24	što veći
2013	20.314,00	13.720,00	1,48	što veći

2014	20.272,00	14.396,00	1,41	što veći
BROJ DANA POTREBNIH DA SE KRATKOTRAJNA IMOVINA OBRNE				
GODINA	BROJ DANA U GODINI	POKAZATELJ OBRTAJA KRATKOTRAJNE IMOVINE Koi	BROJ DANA	
2010	360	1,34	269	
2011	360	1,27	284	
2012	360	1,24	290	
2013	360	1,48	243	
2014	360	1,41	256	
POKAZATELJ OBRTAJA UKUPNE IMOVINE				
GODINA	UKUPNI PRIHODI	UKUPNA IMOVINA	Koi	POŽELJNA VELIČINA
2010	16.121,00	38.152,00	0,42	što veći
2011	18.312,00	50.142,00	0,37	što veći
2012	20.317,00	50.609,00	0,40	što veći
2013	20.314,00	47.508,00	0,43	što veći
2014	20.272,00	46.420,00	0,44	što veći
BROJ DANA POTREBNIH DA SE UKUPNA IMOVINA OBRNE				
GODINA	BROJ DANA U GODINI	POKAZATELJ OBRTAJA UKUPNE IMOVINE Koi	BROJ DANA	
2010	360	0,42	852	
2011	360	0,37	986	
2012	360	0,40	897	
2013	360	0,43	842	
2014	360	0,44	824	

Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na:
<http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Pokazatelj obrta potraživanja pokazuje koliko novčanih jedinica prodaje se može ostvariti s jednom novčanom jedinicom uloženom u potraživanja. Poželjno je da je što veći.¹⁰⁸ U grupaciji Teva pokazatelj obrta potraživanja iskazuje kontinuirani uzlazni trend u promatranom razdoblju, no pokazatelj je i dalje niži od industrijskog prosjeka koji iznosi 3,6 u 2010. i 2011. godini. Iako grupacija ima dug broj dana vezivanja potraživanja, taj se broj

¹⁰⁸ Aljkanović, H., (2013), Anglosaksonska metodologija financijske analize, *Business Consultant/Poslovni Konsultant*, 5(25). 2-12., .<raspoloživo na:

<http://web.b.ebscohost.com/abstract?direct=true&profile=ehost&scope=site&authtype=crawler&jrnl=19865538&AN=89182754&h=Vez1V3%2bGdP7%2bnKmmJBaD3X%2b%2bjpJSsRZtZfaBnUaPXwFcu5DQyw6n9BmYickexxr55pLoACwdFxO28NRv2Bs11w%3d%3d&crl=c&resultNs=AdminWebAuth&resultLocal=ErrCrlNotAuth&crlhashurl=login.aspx%3fdirect%3dtrue%26profile%3dehost%26scope%3dsite%26authtype%3dcrawler%26jrnl%3d19865538%26AN%3d89182754>>, [pristupljeno 21.05.2015.]

skraćuje zahvaljujući rastu koeficijenta obrta potraživanja, sa 122 dana u 2010. na 96 dana u 2014.

Prosječna vrijednost koeficijenta obrta zaliha u promatranom razdoblju iznosila je 4,03, a prosječan broj dana vezivanja zaliha 89,91. U 2014. godini je došlo do značajnog poboljšanja u pogledu upravljanja zalihama što je od krucijalne važnosti za likvidnije poslovanje grupacije. Naime, koeficijent obrta zaliha povećan je na 4,64, a broj dana vezivanja zaliha je smanjen na 77,62.

Poželjno je da je razdoblje konvertiranja obrtnih sredstava što kraće.¹⁰⁹ U grupaciji Teva, razdoblje konvertiranja obrtnih sredstava je relativno dugo i iznosi prosječno 197 dana, a u 2014. godini je smanjeno na 174 dana. Koeficijent obrtaja dugotrajne imovine u grupaciji je značajno niži od industrijskog prosjeka i iznosi 0,59 u odnosu na prosječan koeficijent industrije koji iznosi 1,1. Sukladno tom koeficijentu, broj dana obrtaja dugotrajne imovine je 583 u 2010. godini, a raste na 702 dana u 2011. zbog smanjenja koeficijenta obrtaja (ovaj se koeficijent ne smanjuje uslijed pada prihoda, već uslijed povećanja vrijednosti dugotrajne imovine što je pozitivan podatak). U 2014. u odnosu na 2010. godinu dolazi do trenda povećanja kratkotrajne imovine i smanjenja broja dana obrta kratkotrajne imovine sa 269 na 256.

Koeficijent obrtaja ukupne imovine pokazuje odnos između ukupnih prihoda i ukupne imovine, odnosno koliko se puta u jednoj godini imovina pretvori u prihode. On pokazuje intenzitet uporabe ukupnog kapitala za financiranje imovine.¹¹⁰ Prosječan koeficijent obrtaja ukupne imovine u promatranom razdoblju iznosi 0,41, odnosno potrebno je 880 dana da se obrne ukupna imovina grupacije.

¹⁰⁹ Veselica, V., (2000), Razumijevanje poduzeća i njegovo financiranje, *Ekonomski pregled*, 51(3-4), 203-235, <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/98007>>, [pristupljeno 27.05.2015.]

¹¹⁰ Aralica, Z., (2005), Povezanost vrijednosti kapitala i odabranih pokazatelja u proizvodnim poduzećima, *Ekonomski pregled*, 56(12), 1190-1216., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/16011>>, [pristupljeno 21.05.2015.]

5.4.4. Pokazatelji ekonomičnosti i rentabilnosti (profitabilnosti)

U tablici 13. prikazuju se pokazatelji ekonomičnosti i profitabilnosti poslovanja grupacije Teva u razdoblju od 2010. do 2014. godine. To su ekonomičnost ukupnog poslovanja, ekonomičnost poslovanja prodaje te pokazatelji profitabilnosti: neto profitna marža, bruto profitna marža, neto i bruto rentabilnost (profitabilnost) imovine, rentabilnost (profitabilnost) vlastitog kapitala i temeljna snaga zarade.

Tablica 13. Pokazatelji ekonomičnosti i profitabilnosti Teva grupacije od 2010. do 2014. godine

EKONOMIČNOST UKUPNOG POSLOVANJA				
GODINA	UKUPNI PRIHODI	UKUPNI RASHODI	EU	POŽELJNA VELIČINA
2010	16.121,00	12.475,00	1,29	>1
2011	18.312,00	15.356,00	1,19	>1
2012	20.317,00	18.498,00	1,10	>1
2013	20.314,00	19.064,00	1,07	>1
2014	20.272,00	16.634,00	1,22	>1
EKONOMIČNOST POSLOVANJA PRODAJE				
GODINA	PRIHODI OD PRODAJE	RASHODI OD PRODAJE	EP	POŽELJNA VELIČINA
2010	16.121,00	12.404,00	1,30	>1
2011	18.312,00	15.356,00	1,19	>1
2012	20.317,00	18.466,00	1,10	>1
2013	20.314,00	18.954,00	1,07	>1
2014	20.272,00	16.627,00	1,22	>1
NETO PROFITNA MARŽA				
GODINA	NETO DOBIT + KAMATA	UKUPNI PRIHOD	Ppm (%)	
2010	3.104,00	16.121,00	19,25	
2011	2.364,00	18.312,00	12,91	
2012	1.190,00	20.317,00	5,86	
2013	730,00	20.314,00	3,59	
2014	2.546,00	20.272,00	12,56	
BRUTO PROFITNA MARŽA				
GODINA	DOBIT PRIJE POREZA + KAMATA	UKUPNI PRIHOD	Rn (%)	
2010	3.717,00	16.121,00	23,06	
2011	2.956,00	18.312,00	16,14	
2012	1.851,00	20.317,00	9,11	
2013	1.360,00	20.314,00	6,69	
2014	3.645,00	20.272,00	17,98	
NETO RENTABILNOST IMOVINE				
GODINA	NETO DOBIT + KAMATA	UKUPNA IMOVINA	Ppm (%)	

2010	3.104,00	38.152,00	8,14
2011	2.364,00	50.142,00	4,71
2012	1.190,00	50.609,00	2,35
2013	730,00	47.508,00	1,54
2014	2.546,00	46.420,00	5,48
BRUTO RENTABILNOST IMOVINE			
GODINA	DOBIT PRIJE POREZA + KAMATA	UKUPNA IMOVINA	Rb (%)
2010	3.717,00	38.152,00	9,74
2011	2.956,00	50.142,00	5,90
2012	1.851,00	50.609,00	3,66
2013	1.360,00	47.508,00	2,86
2014	3.645,00	46.420,00	7,85
RENTABILNOST VLASTITOG KAPITALA			
GODINA	NETO DOBIT	VLASTITI KAPITAL	Rg (%)
2010	3.033,00	22.002,00	13,79
2011	2.364,00	22.343,00	10,58
2012	1.158,00	22.867,00	5,06
2013	620,00	22.636,00	2,74
2014	2.539,00	23.355,00	10,87
TEMELJNA SNAGA ZARADE			
GODINA	EBIT	UKUPNA IMOVINA	Tzs (%)
2010	3.646,00	38.152,00	9,56
2011	2.956,00	50.142,00	5,90
2012	1.819,00	50.609,00	3,59
2013	1.250,00	47.508,00	2,63
2014	3.638,00	46.420,00	7,84

Izvor: obrada autora prema Financial statements. <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]

Grupacija Teva u razdoblju od 2010.- 2014. godine iskazuje ekonomično poslovanje s pozitivnim trendom. Ekonomičnost poslovanja prodaje također je zadovoljavajuća (iznad 1), a najniža vrijednost ukupne ekonomičnosti i ekonomičnosti prodaje je zabilježena 2013. Kada je iznosila 1,07. Neto profitna marža pokazuje koliki je neto profit ostvaren od ukupno realiziranog posla na tržištu, a kojim se može slobodno raspolagati. Taj dio prihoda koji poprima karakter dobiti poslije oporezivanja tvrtka može isplatiti vlasnicima ili pak može dio iznosa ostaviti u bilanci kao zadržani dobitak. Neto profitna marža u 2010. i 2014. godini viša je u odnosu na ostale promatrane godine. Isti trend pokazuje i bruto profitna marža (neto marža uvećana za porezno opterećenje). Neto i bruto rentabilnost imovine kao udjeli neto, odnosno bruto dobiti i kamata u ukupnoj imovini također iskazuju više vrijednosti od prosjeka u 2010. i 2014. godini. Prosječna bruto rentabilnost imovine iznosila je 6,00, a neto rentabilnost imovine 4,44. Rentabilnost vlastitog kapitala u 2010. i 2014. ukazuje na veći udio

neto dobiti u vlastitom kapitalu u odnosu na ostala promatrana razdoblja. Odnos dobiti prije oporezivanja (EBIT-a) i ukupne imovine naziva se temeljnom snagom zarade.¹¹¹ Prosječna temeljna snaga zarade iznosila je u promatranom razdoblju vrijednost 5,90, a u 2010. i 2014. vrijednosti su bile više od prosječnih.

5.4.5. Pokazatelji investiranja

U tablici 14. prikazuju se pokazatelji investiranja grupacije Teva u razdoblju od 2010. do 2014. godine. To su omjer tržišne cijene i zarade po dionici (P/E), omjer tržišne cijene dionice i prihoda od prodaje (*eng. price to sales ratio*), omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionice (*eng. price to book ratio*) te omjer tržišne cijene dionice i novčanog tijeka (*eng. price to cash flow ratio*). Iskazani su važeći podaci na dan 24.07. 2015. godine.

Tablica 14. Pokazatelji investiranja grupacije Teva na dan 24.07.2015.

Pokazatelj	Vrijednost
Omjer tržišne cijene dionice i zarade po dionici P/E	18,98
Omjer tržišne vrijednosti dionice i prihoda od prodaje (P/S)	2,63
Omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionice (P/B)	2,08
Omjer tržišne vrijednosti dionice i novčanog tijeka (P/CF)	10,39

Izvor: Marketwatch. <raspoloživo na: <http://www.marketwatch.com/investing/stock/teva/profile>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

P/E omjer je najvažnija mjera vrijednosti koju koriste investitori na tržištu vrijednosnica.¹¹² Ukoliko je P/E omjer visok, očekuje se povećanje buduće tržišne aktivnosti grupacije ili porast zarade po dionici. U praksi se kao referentna vrijednost uzima vrijednost 15. Ispod te

¹¹¹ Ivić, P., Grubišić, D., (2013), Interdependence of socially responsible behaviour and company performance, *Poslovna izvrsnost*, 7(2), 83-101., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/166399>>, [pristupljeno 26.06.2015.]

¹¹² Pavković, A., (2004), Instrumenti vrednovanja uspješnosti poslovnih banaka, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 2(1), 179-192, <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/41458>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

vrijednosti dionica se smatra podcijenjenom, dok se iznad vrijednosti 15 može govoriti o spremnosti investitora na plaćanje više cijene u očekivanju buduće zarade.

Omjer cijene i prodaje dionice (eng. Prices/Sales Ratio) koristi za procjenu vrijednosti poduzeća putem prihoda. Ovaj pokazatelj ukazuje na povrat koji se ostvaruje po jedinici uloženi novčanih sredstava. Pokazatelj ukazuje na to koliko je grupacija spremna ostvariti na kunu prihoda poduzeća, te je sa stajališta investitora poželjno da je ovaj pokazatelj ispod 1 jer to znači da su prihodi od prodaje viši od cijene dionice. No, prilikom analize P/S pokazatelja nužan je oprez jer i korporacije s negativnim poslovanjem imaju nizak P/S omjer.¹¹³ P/S pokazatelj grupacije Teva iskazuje vrijednost 2,63.

P/B pokazatelj je pokazatelj koji nam pokazuje koliko je puta tržišna vrijednost dionice veća od knjigovodstvene vrijednosti. Dok se tržišna vrijednost formira prema Zakonu ponude i potražnje na određenom tržištu kapitala, knjigovodstvena vrijednost dobije se kada se dionički kapital podijeli s brojem dionica na tržištu.¹¹⁴ Što je omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti veći, to je investitor spreman platiti veću premiju po dionici poduzeća. Vrijednost pokazatelja P/B 2,08 Teve grupacije ukazuje da su investitori spremni platiti 2,08 puta veću tržišnu cijenu dionice u odnosu na knjigovodstvenu vrijednost iste.

Sa stajališta investitora poželjno je da je odnos cijene dionice i novčanog toka što niži, odnosno da ima tendenciju kretanja prema nuli jer to označava da se na svaku uloženu novčanu jedinicu u dionicu ostvaruje viši iznos slobodnih novčanih sredstava.¹¹⁵ Navedeni omjer u farmaceutskoj grupaciji Teva iznosi 10,39 što ukazuje na negativna odstupanja u odnosu na referentne vrijednosti.

¹¹³ Fisher, F. M., (1987), On the misuse of the profits-sales ratio to infer monopoly power, *The Rand Journal of Economics*, 384-396., <raspoloživo na: http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/63951/onmisuseofprofit00fish.pdf?sequence=1&origin=publication_detail>, [pristupljeno 20.07.2015.]

¹¹⁴ Pae, J., Thornton, D. B., Welker, M., (2005), The link between earnings conservatism and the price to book ratio, *Contemporary Accounting Research*, 22(3)

¹¹⁵ Chong, A., (2007), Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America, *Stanford university press*, <raspoloživo na: <https://openknowledge.worldbank.com/bitstream/handle/10986/6769/405170Investor101OFFICIAL0USE00NLY1.txt?sequence=2>>, [pristupljeno 21.07.2015.]

5.5. Komparativna analiza financijskih pokazatelja Teva grupacije i konkurentskih kompanija Bayer i GlaxoSmithKline

Usporedba financijskih pokazatelja Teva grupacije s konkurentskim kompanijama Bayer i GlaxoSmithKline provodi se na osnovu pokazatelja dostupnih na online investicijskom portalu MarketWatch na dan 24.07. 2015. Usporedba se vrši za pokazatelje likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti i investiranja. Navedeni konkurenti odabrani su prema kriteriju prisutnosti na istim tržištima.

GlaxoSmithKline je globalna farmaceutska kompanija sa sjedištem u Londonu, za istraživanje biologije i zdravstvene usluge. Sa ciljem da poboljša kvalitetu ljudskog života, ova kompanija razvija inovativne lijekove i proizvode koji pomažu ljudima širom svijeta. Kao jedna od vodećih inovativnih farmaceutskih kompanija na tržištu, GSK ima predstavništva u preko 100 zemalja, sa glavnim istraživačkim centrima u Velikoj Britaniji, SAD, Belgiji i Kini. Jedna je od rijetkih kompanija koja provodi istraživanja i lijekova i cjepiva za tri bolesti koje je Svjetska zdravstvena organizacija proglasila prioritarnim: HIV, tuberkulozu i malariju.¹¹⁶

Bayer je svjetski priznata inovacijska tvrtka s tradicijom starom više od 150 godina te ključnim kompetencijama u područjima zdravlja i poljoprivrede. Bayerovi proizvodi i usluge namijenjeni su unaprjeđenju ljudske dobrobiti i kvalitete života. Pritom je jedan od glavnih ciljeva tvrtke stvoriti vrijednost putem inovacija, rasta i visoke dohodovnosti. Bayer je posvećen načelima održivog razvoja te društvenoj i etičkoj odgovornosti koju ima kao korporativni građanin. Tijekom fiskalne 2015. g. u Bayeru je bilo zaposleno otprilike 117.000 ljudi, a prihod od prodaje iznosio je 46,3 milijarde eura. Kapitalni izdaci iznosili su 2,6 milijarde eura, a troškovi istraživanja i razvoja 4,3 milijarde eura.¹¹⁷

¹¹⁶ GlaxoSmithKline Hrvatska, (2016), O nama. [Internet], <raspoloživo na: <http://www.glaxosmithkline.rs/onama-nasa-kompanija.html>, [pristupljeno 01.09.2016.]

¹¹⁷ Bayer Hrvatska, (2016), O Bayeru – Profil i organizacija. [Internet], <raspoloživo na: <https://www.bayer.hr/>>, [pristupljeno 01.09.2016.]

5.5.1. Usporedba pokazatelja likvidnosti

Usporedba pokazatelja likvidnosti kompanija Teva, Bayer i GlaxoSmithKline prikazana je u tablici 15.

Tablica 15. Usporedba pokazatelja likvidnosti farmaceutskih kompanija 2015.

Kompanija	Koeficijent tekuće likvidnosti	Koeficijent ubrzane likvidnosti	Koeficijent trenutne likvidnosti	Prosjek
Teva	1,17	0,82	0,19	0,73
Bayer	1,46	0,92	0,13	0,84
GlaxoSmithKline	1,1	0,79	0,34	0,74
Prosjek	1,24	0,84	0,22	

Izvor: obrada autora prema Marketwatch, <raspoloživo na:

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/teva/profile>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

Na temelju pokazatelja u tablici 15. zaključuje se kako je likvidnost na razini cijelog farmaceutskog sektora ispod referentnih vrijednosti, no u usporedbi s prosječnim vrijednostima, grupacija Teva pokazuje niže vrijednosti koeficijenta tekuće, ubrzane i trenutne likvidnosti. Razlozi niske likvidnosti proizlaze iz dugog razdoblja vezivanja kratkoročne imovine te je stoga u budućnosti potrebno iznaći „optimalnu razinu koordinacije između prodaje, proizvodnje i odluka financijskog odjela.“¹¹⁸

5.5.2. Usporedba pokazatelja zaduženosti

Usporedba pokazatelja zaduženosti kompanija Teva, Bayer i GlaxoSmithKline prikazana je u tablici 16.

¹¹⁸ Yadav, P., (2014), Liquidity Analysis of Selected Pharmaceutical Companies: A Comparative Study, *International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies*, Vol. 2., Issue 8, <raspoloživo na: <http://ijarcsms.com/docs/paper/volume2/issue8/V2I8-0080.pdf>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

Tablica 16. Usporedba pokazatelja zaduženosti farmaceutskih kompanija 2015.

Kompanija	Koeficijent zaduženosti	Koeficijent vlastitog financiranja	Koeficijent financiranja	Udio dugoročnih obveza u kapitalu	Prosje k
Teva	44,11	55,89	30,61	25,37	39,00
Bayer	28,34	71,66	51,34	43,89	48,81
GlaxoSmithKline	46,21	53,79	81,5	68,3	62,45
Prosjek	39,55	60,45	54,48	45,85	

Izvor: obrada autora prema Marketwatch, <raspoloživo na:

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/teva/profile>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

Iako je koeficijent zaduženosti i vlastitog financiranja kompanije Teva unutar referentnih vrijednosti, kompanija Bayer ima znatno bolji odnos zaduženosti od Teve, dok kompanija GlaxoSmith ima lošiji odnos zaduženosti i vlastitog financiranja, ali je taj odnos ipak unutar referentnih vrijednosti. Koeficijent financiranja ili odnos ukupnih obveza u ukupnom kapitalu najniži je u kompaniji Teva što je pozitivan pokazatelj u odnosu na konkurente. Sukladno tome Teva ima i znatno niži udio dugoročnih obveza u kapitalu u odnosu na prosječnu vrijednost. Opći zaključak je kako je poslovanje analiziranih kompanija sa stajališta zaduženosti stabilno.

5.5.3. Usporedba pokazatelja aktivnosti

Usporedba pokazatelja aktivnosti kompanija Teva, Bayer i GlaxoSmithKline prikazana je u tablici 17.

Tablica 17. Usporedba pokazatelja aktivnosti farmaceutskih kompanija 2015.

Kompanija	Pokazatelj obrta potraživanja	Broj dana vezivanja potraživanja	Pokazatelj obrta ukupne imovine	Broj dana potreban da se ukupna imovine obrne
Teva	3,67	98	0,42	857
Bayer	3,97	91	0,65	554
GlaxoSmithKline	4,73	76	0,56	643
Prosjek	4,12	88	0,54	685

Izvor: obrada autora prema Marketwatch, <raspoloživo na:

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/teva/profile>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

Pokazatelji aktivnosti grupacije Teva niži su od prosječnih vrijednosti. Navedeni pokazatelji objašnjavaju i nižu likvidnost grupacije u odnosu na konkurente. Tvrtka, dakle, mora povećati obrt svih stavki kratkotrajne imovine kako bi unaprijedila likvidnost, a osobito obrtaj zaliha i potraživanja. Broj dana potreban da se ukupna imovina obrne ne smije se tumačiti isključivo na temelju usporedbe s konkurentima. Naime, horizontalna analiza je pokazala kako se ukupna imovina grupacije značajno povećala 2011. godine te je veći broj dana potreban da se obrne ukupna imovina potrebno interpretirati u tom (pozitivnom) kontekstu.

5.5.4. Usporedba pokazatelja ekonomičnosti i profitabilnosti

Usporedba pokazatelja ekonomičnosti i profitabilnosti kompanija Teva, Bayer i GlaxoSmithKline prikazana je u tablici 18.

Tablica 18. Usporedba pokazatelja ekonomičnosti i profitabilnosti farmaceutskih kompanija 2015.

Kompanija	Ekonomičnost ukupnog poslovanja	Bruto profitna marža	Neto profitna marža	Povrat na imovinu (ROA)	Povrat na kapital (ROE)
Teva	1,22	54,55	15,07	6,33	8,69
Bayer	1,25	52,21	8,11	5,27	9,64
GlaxoSmithKline	1,24	68,68	11,98	6,66	11,41
Prosjek	1,24	58,48	11,72	6,09	9,91

Izvor: obrada autora prema Marketwatch, <raspoloživo na:

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/teva/profile>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

Pokazatelji ekonomičnosti ukazuju na činjenicu da su vrijednosti navedenih pokazatelja grupacije Teva niži u odnosu na konkurente. Međutim, Teva ima najvišu bruto i neto profitnu maržu što ukazuje na profitabilnije poslovanje u odnosu na konkurente. Međutim, pokazatelji povrata na imovinu i kapitala niži su u odnosu na konkurente usprkos visokoj bruto i neto profitnoj marži što upućuje na visoke troškove održavanja imovine. Pokazatelj povrata na kapital ukazuje da grupacija treba efikasnije generirati profit na osnovu kapitala koji su u nju

uložili dioničari, a predlaže se stjecanje dodane vrijednosti na temelju ulaganja u istraživanje i razvoj.

5.5.5. Usporedba pokazatelja investiranja

Usporedba pokazatelja investiranja kompanija Teva, Bayer i GlaxoSmithKline prikazana je u tablici 19

Tablica 19. Usporedba pokazatelja investiranja farmaceutskih kompanija 2015.

Kompanija	P/E	Omjer tržišne vrijednosti dionice i prihoda od prodaje	Omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionice	Omjer tržišne vrijednosti dionice i novčanog tijeka
Teva	18,98	2,63	2,08	10,39
Bayer	31,88	2,21	4,68	16,82
GlaxoSmithKline	23,98	2,91	15,7	14,75
Prosjek	24,95	2,58	7,49	13,99

Izvor: obrada autora prema Marketwatch, <raspoloživo na:

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/teva/profile>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

S obzirom da je vrijednost pokazatelja investiranja veći od 15, može se donijeti opći zaključak kako su sve tri dionice farmaceutskih kompanija precijenjene, a osobito dionica Bayera čiji P/E iznosi 31,88. Navedeni pokazatelji ukazuju na optimizam investitora u pogledu budućih zarada kompanija, međutim takav optimizam u ovom trenutku nije podržan ni prihodima od prodaje ni kretanjem slobodnog novčanog tijeka farmaceutskih kompanija.

6. RASPRAVA

U ovom dijelu diskutira se o rezultatima istraživanja, te se daju odgovori na istraživačka pitanja koja su postavljena u uvodnom dijelu.

Farmaceutska industrija jedna je od najvitalnijih privrednih grana na svjetskom tržištu, sa izvjesnom tendencijom daljeg rasta, čija se vrijednost procjenjuje na približno 900 milijardi američkih dolara, s prosječnom godišnjom stopom rasta na globalnom nivou od oko 6%. SAD se izdvaja kao lider sa 45% udjela na svjetskom tržištu, dok udio zemalja iz Europske Unije iznosi 29%. Predviđa se dalji rast farmaceutske industrije u smjeru okrupnjavanja farmaceutskih kuća, pojavu velikog broja generičkih kompanija, kao i razvoj malih kompanija čija je osnovna aktivnost istraživanje i razvoj novih farmaceutskih proizvoda. Međutim, javlja se izazov jer tržište karakterizira pad proizvoda na razvojnoj listi. Procjenjuje se da je danas za razvoj potpuno novog lijeka potrebno uložiti više od 1,2 milijarde dolara, u vremenskom periodu od 12 godina do gotovog, pravno registriranog i odobrenog proizvoda na tržištu. To je ujedno i vrlo složen, sveobuhvatan i iznimno rizičan posao bez konačnog jamstva da će novi proizvod uspjeti na tržištu osigurati dobit. Stoga, ogromna veličina poduzeća i složenost svih procesa i tehnologija predstavljaju velike izazove za organizaciju i menadžment. Razvoj i upravljanje distribucijskim lancem je veoma skupo, a uspješnost u upravljanju svih aspekata industrije je neophodan uvjet za opstanak globalnih farmaceutskih kompanija. Nadalje, farmaceutska industrija trenutno se nalazi usred velikih promjena. Naime, zahtijevaju se sve veće investicije, bolja integracija proizvoda, bolja kvaliteta i dizajn proizvodnje te veća suradnja industrije u ukupnom poretku. Zbog visokih troškova istraživanja i razvoja, dugih kliničkih procesa, isteka patenata, poteškoća u dobivanju odobrenja proizvoda od odgovarajućih regulatornih tijela, pojave generičkih lijekova, strože regulative i želje za zadržavanjem postojećih tržišnih pozicija, farmaceutske kompanije traže prostor na tržištu za svoje proizvode koji su ciljano namijenjene određenim korisnicima. Time se industrija udaljuje od svojih ciljeva od prije dvadesetak godina kada je bila manje usmjerena na svoje korisnike, a više se bavila istraživanjima razvijajući nove molekule.

S prihodom od oko četiri milijarde kuna, Pliva je zasigurno najuspješnija farmaceutska kompanija u zemlji, i jedna od vodećih u Jugoistočnoj Europi. Tvrtka izvozi se na više od 60 svjetskih tržišta, a lanjski izvoz iznosio je više od tri milijarde kuna, najviše u SAD i Rusiju. Na temelju horizontlane analize bilance Teva grupacije (čiji je Pliva sastavni dio) od 2010. do

2014. godine, uočava se da grupacija bilježi pad vrijednosti imovine u 2013. i 2014. što upućuje na zaključak da se strategija eksploatacije postojeće nematerijalne imovine i orijentacija na generičke farmaceutske proizvode isplati u kratkom roku, no ulaganja u vlastita istraživanja i razvoj ipak predstavljaju osnovicu dugoročne konkurentne prednosti. Vertikalnom analizom dugotrajne imovine potvrđuje se činjenica da je nematerijalna dugotrajna imovina (intelektualno vlasništvo) najznačajnija stavka u ukupnoj dugotrajnoj imovini farmaceutskih kompanija koje upravo na znanju te ulaganju u istraživanje i razvoj temelje svoju dugoročnu konkurentnost na globalnom tržištu. Stoga je potrebno upozoriti na opadanje vrijednosti nematerijalne imovine tijekom 2013. i 2014. Naime, vrijednost nematerijalne imovine je u navedenom razdoblju opala za prosječno 3,5%, a vrijednost financijske imovine narasla za prosječno 1% što se može objasniti zanemarivanjem važnosti kontinuiranog ulaganja u istraživanje i razvoj. U kompaniji je prepoznat ovaj negativan trend pa se iz Računa dobiti i gubitka isčitava kako je kompanija u 2014.g. uložila 79.000.000,00 USD u istraživanje i razvoj dok u prethodnim promatranim razdobljima nije bila zastupljena ova vrsta investicije, a značajna sredstva ulagana su u marketinške aktivnosti (promociju generičkih lijekova).

Glavni konkurenti poduzeća Pliva d.d. odnosno grupacije Teva, čiji je Pliva sastavni dio, su Glaxo Smith Kline i Bayer. Navedeni konkurenti odabrani su prema kriteriju prisutnosti na istim tržištima. GlaxoSmithKline je globalna farmaceutska kompanija sa sjedištem u Londonu, za istraživanje biologije i zdravstvene usluge. Kao jedna od vodećih inovativnih farmaceutskih kompanija na tržištu, GSK ima predstavništva u preko 100 zemalja, sa glavnim istraživačkim centrima u Velikoj Britaniji, SAD, Belgiji i Kini. Jedna je od rijetkih kompanija koja provodi istraživanja i lijekova i cjepiva za tri bolesti koje je Svjetska zdravstvena organizacija proglasila prioritarnim: HIV, tuberkulozu i malariju. Bayer je svjetski priznata inovacijska tvrtka s tradicijom starom više od 150 godina te ključnim kompetencijama u područjima zdravlja i poljoprivrede. Bayerovi proizvodi i usluge namijenjeni su unaprjeđenju ljudske dobrobiti i kvalitete života. Pritom je jedan od glavnih ciljeva Grupe stvoriti vrijednost putem inovacija, rasta i visoke dohodovnosti. Tijekom fiskalne 2015. g. u Bayeru je bilo zaposleno otprilike 117.000 ljudi, a prihod od prodaje iznosio je 46,3 milijarde eura.

Analiza financijskih pokazatelja grupacije Teva ukazuje na značajne probleme s likvidnošću poslovanja. Naime, nizak broj obrtaja zaliha i potraživanja znatno umanjuje tekuću, ubranu i trenutnu likvidnost grupacije u svim promatranim razdobljima. 2014. godine taj je problem značajno umanjen, odnosno došlo je do povećanja obrta zaliha i potraživanja. Komparativnom

analizom financijskih pokazatelja likvidnosti grupacije Teva i konkurenata Bayer i GlaxoSmithKline dolazi se do zaključka da je razina likvidnosti i u ostalim promatranim kompanijama niža od referentnih vrijednosti, što se može objasniti dugim rokovima plaćanja od strane veletrgovlja koje su vezane uz nelikvidan javni bolnički sustav (osobito u Republici Hrvatskoj). Nedostatna likvidnost u financijskoj teoriji neminovno utječe na povećanje zaduženosti poduzeća, no komparativnom analizom farmaceutskih tvrtki dolazi se do zaključka da u ovom primjeru (primjerima) to nije slučaj. Naprotiv, analiza je pokazala kako su sve tri kompanije imale povoljan omjer vlastitog i eksternog financiranja. Grupacija Teva je imala nešto nepovoljniji odnos vlastitog i eksternog financiranja u ranijim razdobljima, od 2011. do 2013. godine, no omjer nije bio toliko nepovoljan da se može govoriti o prezaduženosti. Pokazatelji likvidnosti i aktivnosti također su u uskoj korelaciji. Naime, obrtaj pojedinih kategorija kratkotrajne imovine ima iznimne učinke na likvidnost. Grupacija Teva ima niže pokazatelje aktivnosti u odnosu na konkurente Bayer i GlaxoSmithKline čime se može objasniti i niža prosječna likvidnost u odnosu na konkurente. Ekonomičnost i profitabilnost poslovanja Teve iskazuju više vrijednosti u 2010. i 2014. godini u odnosu na ostala promatrana razdoblja. Teva ima nižu ekonomičnost u odnosu na konkurente, no njezina profitabilnost mjerena pokazateljima bruto i neto profitne marže je viša u odnosu na ostale farmaceutske kompanije koje su predmet komparativne analize. Usporedbom pokazatelja povrata na imovinu i kapital, može se zaključiti kako Teva treba osmisliti načine za generiranje viših prihoda po jedinici uloženi sredstava. Pokazatelji investiranja ukazuju na precijenjenost svih promatranih dionica, a osobito dionice njemačke farmaceutske kuće Bayer. Dionica Teve ima najnižu precijenjenost, odnosno najrealniji odnos tržišne cijene dionice i ostalih pokazatelja: prihoda od prodaje, knjigovodstvene vrijednosti dionice i visine slobodnog novčanog tijeka. Upravo iz tog razloga bi dionica Teve bila najpovoljniji izbor za potencijalne investitore. Međutim, pokazatelji o precijenjenosti dionice ujedno su odraz stava investitora prema budućim profitima koje će farmaceutske korporacije potencijalno zaraditi. Ukoliko se stupanj precijenjenosti dionice interpretira kao stupanj optimizma investitora, tada se dobije sljedeća rang lista:

1. Bayer
2. GlaxoSmithKline
3. Teva.

Na temelju analize financijskih pokazatelja, može se zaključiti kako je financijska pozicija Plive kao sastavnog dijela Teva grupacije slabija u odnosu na glavne konkurentne u EU okruženju - Bayer i GlaxoSmithKline. Dobiveni zaključak je konzistentan sa zaključcima drugih empirijskih istraživanja koja kažu kako Teva ima slabiju financijsku poziciju u odnosu na glavne konkurente (Bayer i GlaxoSmithKline) mjereno kriterijima prodaje i ukupnog broja zaposlenika. Ni posljednje akvizicije nisu približile ovu korporaciju konkurentima prema kriterijima prodaje i broja zaposlenih.

Dugoročno jačanje konkurentske pozicije Plive i grupacije Teva na tržištu EU moguće je samo sustavnim ulaganjem u istraživanje i razvoj jer prodaja generičkih lijekova može donijeti samo kratkoročnu financijsku stabilnost u dinamičnim i hiperkonkurentnim tržišnim uvjetima.

7. ZAKLJUČAK

Cilj ovog istraživanja bio je prikazati i interpretirati pokazatelje likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti i investiranja poduzeća Pliva d.d. od 2009. do 2014.g., usporediti i interpretirati odabrane financijske pokazatelje u odnosu na iste pokazatelje glavnih konkurenata: GlaxoSmithKline i Bayer te utvrditi trenutni financijski položaj Plive u odnosu na odabrane konkurente. U tu svrhu analizirana je farmaceutska industrija, provedena je horizontalna i vertikalna analiza financijskih izvješća te su izračunati svi navedeni financijski pokazatelji, nakon čega je provedena analiza istih. Analizom se utvrđuje sadašnje stanje poduzeća, iznose se realni i objektivni podaci o likvidnosti poduzeća, financijskoj stabilnosti, zaduženosti, učinkovitosti poslovanja i rentabilnosti te se definiraju simptomi i uzroci financijskih problema u poduzeću. Cijela analiza poslovanja poduzeća Pliva d.d. provedena je na temelju podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka.

Globalizacija i liberalizacija tržišta uvjetovale su potrebu za okrupnjavanjem u brojnim gospodarskim sektorima pa tako i u farmaceutskoj industriji. Farmaceutska industrija jedna je od vodećih visokotehnoloških industrija u Europskoj uniji, čija se proizvodnja u 2014. procjenjuje na 220 milijardi eura. Farmaceutsko tržište Europske Unije karakterizira kompleksan kanal distribucije farmaceutskih proizvoda koji je uglavnom zajednički za sve zemlje članice. Hrvatska farmaceutska kompanija Pliva danas djeluje kao dio globalne farmaceutske grupacije Teva. Poslovanje ove grupacije utemeljeno je na prodaji generičkih lijekova, dok je ranija Plivina orijentacija bila usmjerena na istraživanje i razvoj.

Na temelju horizontlane analize bilance, u dugotrajnoj imovini jasno se očitava trend pada vrijednosti nematerijalne imovine, odnosno rasta ukupne vrijednosti financijske i materijalne imovine. Navedena kretanja jasno ukazuju na strateško usmjerenje Teva grupacije. Naime, grupacija je u promatranom razdoblju bila usmjerena na kapitalizaciju postojeće nematerijalne imovine (nastale na temelju istraživanja i razvoja), dok je orijentacija na daljnja ulaganja u istraživanje i razvoj s ciljem povećanja vrijednosti nematerijalne imovine (kao temeljnog čimbenika konkurentnosti u farmaceutskoj industriji) zanemarena. Navedeni financijski pokazatelji jasan su rezultat usmjerenja grupacije na proizvodnju generičkih, a ne originalnih lijekova. Vertikalnom analizom potvrđuje se činjenica da je nematerijalna dugotrajna imovina (intelektualno vlasništvo) najznačajnija stavka u ukupnoj dugotrajnoj imovini farmaceutske kompanije koje upravo na znanju te ulaganju u istraživanje i razvoj temelje svoju dugoročnu konkurentnost na globalnom tržištu. Analizom poslovanja Teva grupacije putem računa

dobiti i gubitka može se zaključiti kako se od 2010. do 2012. godine bilježi rast ukupnih prihoda dok su prihodi 2013. i 2014. godine bili na jednakoj razini kao 2012. godine. Poslovni prihodi čine ukupnu strukturu prihoda grupacije. Međutim, od 2010. do 2013. godine ujedno je zabilježen rast ukupnih rashoda, a osobito poslovnih rashoda. Rashodi su rasli progresivnije od rasta prihoda pa je sukladno tome ostvarena bruto dobit od 2010. do 2013. godine bilježila trend kontinuiranog pada.

Financijski pokazatelji grupacije ukazuju na stabilno i uspješno poslovanje, no postoje i problemi vezani uz strukturu kratkotrajne imovine te brzinu obrtaja stavki kratkotrajne imovine (aktivnost), a isti rezultiraju smanjenom likvidnošću u odnosu na referentne vrijednosti. Međutim, usporedba s konkurentima ukazuje na slične trendove vezane uz pokazatelje likvidnosti na razini sektora. Grupacija ima povoljan omjer vlastitog i tuđeg financiranja te posluje ekonomično i rentabilno, osobito u 2010. i 2014. godini. Pokazatelj investiranja ukazuju na precijenjenost dionice Teva grupacije, ali i na još izraženiju precijenjenost dionica konkurenata Bayer i GlaxoSmithKline. Precijenjenost dionice odraz je optimizma investitora u pogledu budućih profita kompanije pa je stoga u najpovoljnijoj poziciji kompanija Bayer, dok je financijska snaga Teva grupacije nešto slabija u odnosu na promatrane konkurente.

Činjenica da Pliva, odnosno grupacija Teva u cjelini blago zaostaje u odnosu na konkurente ne začuđuje kada se uzme u obzir da se radi o farmaceutskoj kompaniji (grupaciji) koja od 2010. do 2013. nije ulagala u istraživanje i razvoj, već je svoju strategiju utemeljila na proizvodnji i plasmanu generičkih lijekova. Na ovaj način se zapravo ne iskorištava puni potencijal Plive kao akvizicije čija najznačajnija vrijednost proizlazi iz stručnosti i znanja visokospecijaliziranih stručnjaka. Ulaganje u istraživanje i razvoj stoga je od ključnog značaja za Plivinu konkurentnost kao i za održivu konkurentsku prednost na razini grupacije kao cjeline.

8. LITERATURA

Znanstveni i stručni članci:

1. ALJKANOVIĆ, H., (2013), Anglosaksonska metodologija financijske analize, *Business Consultant/Poslovni Konsultant*, 5(25). 2-12., <raspoloživo na: <http://web.b.ebscohost.com/abstract?direct=true&profile=ehost&scope=site&authtype=crawler&jrnl=19865538&AN=89182754&h=Vez1V3%2bGdP7%2bnKmmJBaD3X%2b%2bjpJSsRZtZfaBnUaPXwFcu5DQyw6n9BmYickexr55pLoACwdFxO28NRv2Bsl1w%3d%3d&crl=c&resultNs=AdminWebAuth&resultLocal=ErrCrINotAuth&crlh=ashurl=login.aspx%3fdirect%3dtrue%26profile%3dehost%26scope%3dsite%26authtype%3dcrawler%26jrnl%3d19865538%26AN%3d89182754>>, [pristupljeno 21.05.2015.]
2. ARALICA, Z., (2005), Povezanost vrijednosti kapitala i odabranih pokazatelja u proizvodnim poduzećima, *Ekonomski pregled*, 56(12), 1190-1216. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/16011>>, [pristupljeno 21.05.2015.]
3. BARBIĆ, T., (2015.), Sektorske analize – Farmaceutska industrija, *Ekonomski institut Zagreb*, Broj 39, <raspoloživo na: <http://www.eizg.hr/hr-HR/Sektorske-analize-o-farmaceutskoj-industriji-1089.aspx> >[pristupljeno 01.02.2016.]
4. BEATTY, A., CHAMBERLAIN, S. L., & MAGLIOLO, J., (1995), Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital, and earnings. *Journal of Accounting Research*, 231-261.<raspoloživo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.36.4489&rep=rep1&type=pdf>>, [pristupljeno 17.09.2015.]
5. BENDEKOVIĆ, J., VULETIĆ, D., (2011), Financijska analiza poslovanja hrvatske brodograđevne industrije, *Poslovna izvrsnost*, 5(1), 125-154, <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/112072>>, [pristupljeno 24.06.2015.]

6. BERGER, A. N., UDELL, G. F., (1998), The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673. o 14.02.2016.]<raspoloživo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/downloaddoi=10.1.1.464.3334&rep=rep1&type=pdf>>, [pristupljeno 14.02.2016.]
7. BILAS V., BAČI V., (2010), Utjecaj akvizicijskog iskustva na uspješnost međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji 2003. - 2009., *Ekonomska misao i praksa*, No.2., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/62312>>, [pristupljeno 22.06.2015.]
8. BOLFEK, B., STANIĆ, M., KNEŽEVIĆ, S., (2012), Vertikalna i horizontalna financijska analiza poslovanja tvrtke. *Ekonomski Vjesnik*, 25(1), 146-167., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/126288>>, [pristupljeno 10.04.2015.]
9. CEROVIĆ, L., ZANINOVOC, V., DUKIĆ, N., (2011), Utjecaj vlasničke i kapitalne strukture na kretanje agencijskih troškova: studija slučaja vlasnički nisko koncentriranih poduzeća Republike Hrvatske, *Ekonomska misao i praksa*, (2), 419-442.<raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/112279>>, [pristupljeno 22.06.2015.]
10. CHONG, A. ,(2007), Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America, *Stanford university press*, <raspoloživo na: <https://openknowledge.worldbank.com/bitstream/handle/10986/6769/405170Investor101OFFICIAL0USE0ONLY1.txt?sequence=2>>, [pristupljeno 21.07.2015.]
11. CORNELL, B., SAPIRO, A. C., (1987), Corporate stakeholders and corporate finance, *Financial management*, 5-14.<raspoloživo na: <http://people.hss.caltech.edu/~bcornell/PUBLICATIONS/1987%20Financial%20Management%20Corporate%20Stakeholders%20and%20corporate%20finance%20Shapiro%20Cornell.pdf>>, [pristupljeno 15.02.2016.]
12. COSTELLO, A. M., (2011), The impact of financial reporting quality on debt

contracting: Evidence from internal control weakness reports, *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136., raspoloživo na: <http://faculty.chicagobooth.edu/Regina.Wittenberg%20moerman/research/pdf/ImpactFinancialReportingQualityDebtContracting.pdf>>, [pristupljeno 11.06.2015.]

13. 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), 446-467.<raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/128746>>, [pristupljeno 18.03.2015.]
14. DEKOVIĆ, Ž., (2014), Analiza financijske ravnoteže hotelijerskih poduzeća na temelju bilančnih podataka, *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, (3-4/2014), 85-96., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/194101>>, [pristupljeno 08.05.2015.]
15. DELEN, D., KUZEY, C., & UYAR, A., (2013), Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach, *Expert Systems with Applications*, 40(10), 3970-3983., <raspoloživo na: https://www.researchgate.net/profile/Rong_Tsu_Wang/publication/223922262_Performance_evaluation_for_airlines_including_the_consideration_of_financial_ratios._J_Air_Transp_Manag_6133-142/links/53ec1d670cf202d087d00dc5.pdf>, [pristupljeno 20.06.2015.]
16. DONELSON, D. C., JENNINGS, R., & McINNIS, J., (2011), Changes over time in the revenue-expense relation: Accounting or economics?, *The Accounting Review*, 86(3), 945-974.
17. FISHER, F. M., (1987), On the misuse of the profits-sales ratio to infer monopoly power, *The Rand Journal of Economics*, 384-396. <raspoloživo na: http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/63951/onmisuseofprofit00fish.pdf?sequence=1&origin=publication_detail>, [pristupljeno 20.07.2015.]
18. GAVURA, S., (2011), What does a new drug cost?, *Science Based Medicine*,

4, <raspoloživo na <https://www.sciencebasedmedicine.org/what-does-a-new-drugcost/>>, [pristupljeno 15.06.2015.]

19. GRAMLICH, J. D., McANALLY, M. L., THOMAS, J., (2001), Balance Sheet Management: The Case of Short- Term Obligations Reclassified as Long Term Debt, *Journal of Accounting Research*, 39(2), 283-295. <raspoloživo na: <http://faculty.som.yale.edu/jakethomas/papers/cpaper.pdf>>, [pristupljeno 07.02.2016.]
20. GUNTHER McGRATH, R., NERKAR, A., (2004), Real options reasoning and a new look at the R&D investment strategies of pharmaceutical firms, *Strategic Management Journal*, 25(1), 1-21. <raspoloživo na: http://www.researchgate.net/profile/Rita_Gunther_Mcgrath/publication/227635615_Real_options_reasoning_and_a_new_look_at_the_RD_investment_strategies_of_pharmaceutical_firms/links/00b49520b98a0f1a4c000000.pdf>, [pristupljeno 17.06.2015.]
21. HUANG, S. M., TSAI, C. F., YEN, D. C., CHENG, Y. L., (2008), A hybrid financial analysis model for business failure prediction, *Expert Systems with Applications*, 35(3), 1034-1040., <raspoloživo na: http://mail.imb.usu.ru/docs/Bank%20English_Transleted%20Articles/English/Crisis%20Management/A%20Hybrid%20Financial%20Analysis%20Model%20for%20Business.pdf>, [pristupljeno 12.06.2015.]
22. IVIĆ, P., GRUBIŠIĆ, D., (2013), Interdependence of socially responsible behaviour and company performance, *Poslovna izvrsnost*, 7(2), 83-101. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/166399>>, [pristupljeno 26.06.2015.]
23. JERONČIĆ, M., ALJINOVIĆ, Z., (2011), Formiranje optimalnog portfelja pomoću Markowitzevog modela uz sektorsku podjelu kompanija, *Ekonomski pregled*, 62(9-10), 583-606., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/108472> >, [pristupljeno 20.05.2015.]

24. HADELAN, L., ZRAKIĆ, M., MATIĆ, A., (2014), Višekriterijska ocjena najvećih tvrtki prehrambene industrije u Hrvatskoj, *Agroeconomia Croatica*, 4(1), 1-7. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/185428>>, [pristupljeno 23.07.2015.]
25. HESS, A. M., & ROTHARMEL, F. T., (2011), When are assets complementary? Star scientists, strategic alliances, and innovation in the pharmaceutical industry, *Strategic Management Journal*, 32(8), 895-909. <raspoloživo na: http://dev.scheller.gatech.edu/directory/faculty/rothaermel/pubs/2011_SMJ.pdf>, [pristupljeno 17.06.2015.]
26. KAUFMANN, R., GADMER, A., KLETT, R., (2001), Introduction to dynamic financial analysis, *Astin Bulletin*, 31(01), 213-249., <raspoloživo na: <http://faculty.som.yale.edu/shyamsunder/Research/Accounting%20and%20Control/Published%20Articles/18.Methodological%20Issues/18.Methodological.IssuesJAE1979.pdf>>, [pristupljeno 10.06.2015.]
27. KESIĆ D., (2009), Strategic analysis of the world pharmaceutical industry, *Management: Journal of contemporary management issues*, Vol. 14, No.1, <raspoloživo na http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=61154>,[pristupljeno 12.06.2015.]
28. KIYOTAKI, N., MOORE, J., (2002), Balance-sheet contagion. *The American Economic Review*, 92(2), 46-50. <raspoloživo na: <http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic1002789.files/Week%2012%20-%20November%2015%20and%2017/Kiyotaki-Balance-sheet%20contagion.pdf> >, [pristupljeno 14.02.2016.]
29. KLOPTCHENKO, A., EKLUND, T., KARLSSON, J., BACK, B., VANHARANTA, H., VISA, A., (2004), Combining data and text mining techniques for analysing financial reports, *Intelligent systems in accounting, finance and management*, 12(1), 29-41., <raspoloživo na: <http://www.cse.ust.hk/~leichen/courses/comp630p/collection/reference-5-19.pdf>>,

[pristupljeno 15.06.2015.]

30. KOVAČ, N., (2013), Healthcare financing in Croatia, *Ekonomski Vjesnik/Econviews: Review of contemporary business, entrepreneurship and economic issues*, 26(2), 551-562. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/172162>>, [pristupljeno 22.07.2015.]
31. LANCASTER, C., STEVENS, J. L., (2011), Corporate liquidity and the significance of earnings versus cash flow: an examination of industry effects. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 15(3), 37-46. <raspoloživo na: <http://cluteinstitute.com/ojs/index.php/JABR/article/download/5669/5746>>, [pristupljeno 12.02.2016.]
32. LEV, B., SUNDER, S., (1979), Methodological issues in the use of financial ratios, *Journal of Accounting and Economics*, 1(3), 187-210., <raspoloživo na: <http://faculty.som.yale.edu/shyamsunder/Research/Accounting%20and%20Control/Published%20Articles/18.Methodological%20Issues/18.Methodological.IssuesJAE1979.pdf>>, [pristupljeno 10.06.2015.]
33. MYERS, S. C., (1989), Still searching for optimal capital structure, Are the distinctions between debt and equity disappearing, *Capital Structure*, 80-95. <raspoloživo na: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/.../33/conf33d.pdf>>, [pristupljeno 22.06.2015.]
34. OREŠKOVIĆ, S., (2002), Farmakoekonomika-koncepcije, metode i proturječnosti, *Medicus*, 1(1_Farmakologija), 27-36. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/31225>>, [pristupljeno 09.06.2015.]
35. ORSAG, S., (1993), Poglavlje *Financijska analiza* u zborniku radova *Primjena međunarodnih računovodstvenih standarda u poduzeću*, Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str.341.

36. PAE, J., THORNTON, D. B., WELKER, M. (2005), The link between earnings conservatism and the price to book ratio, *Contemporary Accounting Research*, 22(3)
37. PAVKOVIĆ, A., (2004), Instrumenti vrednovanja uspješnosti poslovnih banaka, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 2(1), 179-192. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/41458>>, [pristupljeno 24.07.2015.]
38. PEJIĆ BACH, M., POSEDEL, P., STOJANOVIĆ, A., (2009), Determinante profitabilnosti banaka u Hrvatskoj. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 7(1), 81-92., <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/63586>>, [pristupljeno 25.06.2015.]
39. PERVAN, I., (2006), Dobrovoljno financijsko izvješćivanje na Internetu: analiza prakse hrvatskih i slovenskih dioničkih društava koja kotiraju na burzama. *Financijska teorija i praksa*, 30(1), 1-27. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/8354>>, [pristupljeno 12.02.2016.]
40. PINCHES, G. E., MINGO, K. A., CARUTHERS, J. K., (1973), The stability of financial patterns in industrial organizations, *The Journal of Finance*, 28(2), 389-396. <raspoloživo na: <http://www.jstor.org/stable/2978312>>, [pristupljeno 21.06.2015.]
41. PRESTER, J., KOLAROVIĆ, I., (2015), Jesu li načela vitke proizvodnje u skladnosti s dobrim proizvođačkim praksama u farmaceutskoj industriji?, *Ekonomski pregled*, Vol.66, No.3, <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=212253>, [pristupljeno 01.02.2016.]
42. RAŽEM, D., (2015), Industrijsko-gospodarski pregled, *Kemija u industriji: Časopis kemičara i kemijskih inženjera Hrvatske*, Vol 64, No 9.-10, <raspoloživo na: <http://silverstripe.fkit.hr/kui/assets/Uploads/IGP-53-535.pdf>>, [pristupljeno 01.02.2016.]

43. ROBERTS, H. V., (1959), Stock- Market "Patterns" And Financial Analysis: Methodological Suggestions, *The Journal of Finance*, 14(1), 1-10., <raspoloživo na: <http://m.e-m-h.org/Robe59.pdf>>, [pristupljeno 07.06.2015.]
44. SAČER, I.M., SEVER, I., (2010), Utjecaj nacionalnih računovodstvenih regulativa na financijsko izvještavanje, *Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol.8, No.2, <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=105350>[pristupljeno 24.07.2015.]
45. SALEEM, Q., REHMAN, R. U., (2011), Impact of Liquidity Ratios on Profitability, *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1(7), 95-98., <raspoloživo na: <http://idjrb.com/articlepdf/idjrb7n9.pdf>>, [pristupljeno 18.06.2015.]
46. SCHNEIDER, M., TORNELL, A., (2004), Balance sheet effects, bailout guarantees and financial crises, *The Review of Economic Studies*, 71(3), 883-913. <raspoloživo na: <https://www.cesifo-group.de/link/vsi01-tornell.pdf>>, [pristupljeno 16.02.2016.]
47. SHOURIDEH, A., ZETLIN-JONES, A., (2012), External financing and the role of financial frictions over the business cycle: Measurement and theory, Available at SSRN 2062357, <raspoloživo na: <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2504&context=tepper>>, [pristupljeno 15.06.2015.]
48. SORIĆ, I., (2002), Analiza povezanosti između poslovnog rezultata i likvidnosti, *Ekonomski pregled*, 53(9-10), 921-933. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/44549>>, [pristupljeno 24.06.2015.]
49. SORIĆ, I., (2004), Likvidnost gospodarstva Splitsko-dalmatinske županije, *Ekonomski pregled*, 55(7-8), 557-579., <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak_download&id_clanak_jezik=24724>,

[pristupljeno 23.06.2015.]

50. STREITENBERGER, M., MILOŠ SPRČIĆ, D., (2011), Prediktivna sposobnost financijskih pokazatelja u predviđanju kašnjenja u otplati kredita, *Ekonomski pregled*, 62 (7-8) 383-403, <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=108792>, [pristupljeno 18.06.2015.]
51. ŠARLIJA, N., PENAVIN, S., HARC, M., (2009), Predviđanje nelikvidnosti poduzeća u Hrvatskoj, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 7(2), 21-36. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/69014>>, [pristupljeno 23.06.2015.]
52. ŠILBAR, D., (2010), Instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja, *Računovodstvo i porezi u praksi*, <raspoloživo na: <http://omega-software.hr> >, [pristupljeno 12.05.2015.]
53. ŠIŠARA, J., SLADOLJEV, J., (2008), Razlozi korištenja i mogući okviri financijske analize, *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, 2(1-2), 137-145. <raspoloživo na: http://www.vus.hr/uploads/file/Zbornik2/sisara_sladovljev_clanak.pdf>, [pristupljeno 15.05.2015.]
54. TAYLOR, J. B., (2009), The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong, (No. w14631), *National Bureau of Economic Research*, <raspoloživo na: <http://www.nvieg.net/teaching/taylor1.pdf>>, [pristupljeno 17.02.2016.]
55. UČKAR, D., URTI, J., (2015), Utjecaj financijske strukture na profitabilnost hrvatskih poduzeća, *Oeconomica Jadertina*, Vol 5., No. 2, <raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=225882>, [pristupljeno 02.01.2016.]
56. VAN DER WIJST, N., THURIK, R., (1993), Determinants of small firm debt ratios:

An analysis of retail panel data, *Small Business Economics*, 5(1), 55-65. <raspoloživo na: [http://repub.eur.nl/pub/9665/20070131050\(93\).pdf](http://repub.eur.nl/pub/9665/20070131050(93).pdf)>, [pristupljeno 18.06.2015.]

57. VARGA, M., (2010.), Modeliranje poslovnih potprocesa i analiza podataka u računovodstvu, *Tehnički glasnik*, Vol.4, No.1-2, <raspoloživo na:http://hrcak.srce.hr/index.phpshow=clanak&id_clanak_jezik=127897>,[pristupljen o 20.05.2015.]

58. VESELICA, V., (2000), Razumijevanje poduzeća i njegovo financiranje, *Ekonomski pregled*, 51(3-4), 203-235.<raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/98007>>,[pristupljeno 27.05.2015.]

59. VIDUČIĆ, L., (2001), Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, *Ekonomski pregled*, 52(7-8), 784-800. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/45118>>,[pristupljeno 12.03.2015.]

60. VUJEVIĆ, K., BALEN, M., (2006), Pokazatelji uspješnosti poslovanja poduzeća pomorskog prometa, *Pomorstvo*, 20(2), 33-45. <raspoloživo na: <http://hrcak.srce.hr/file/10429>>,[pristupljeno 23.06.2015.]

61. WATTS, R. L., ZIMMERMAN, J. L., (1978), Towards a positive theory of the determination of accounting standards, *Accounting review*, 112-134. <raspoloživo na:[://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140515041338_6%20Watts,%20R.%20L.,%20http0Zimmerman,%20J.%20L.%EF%BC%881978%EF%BC%89Towards%20a%20Positive%20accounting%20theory%20for%20the%20determination%20of%20accounting.pdf](http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140515041338_6%20Watts,%20R.%20L.,%20http0Zimmerman,%20J.%20L.%EF%BC%881978%EF%BC%89Towards%20a%20Positive%20accounting%20theory%20for%20the%20determination%20of%20accounting.pdf)>,[pristupljeno 12.02.2016.]

62. YADAV, P., (2014), Liquidity Analysis of Selected Pharmaceutical Companies: A Comparative Study, *International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies*, Vol. 2., Issue 8, <raspoloživo na:

<http://ijarcsms.com/docs/paper/volume2/issue8/V2I8-0080.pdf>>, [pristupljeno 24.07.2015.]

63. ZIDER, B., (1998), How venture capital works, *Harvard business review*,76(6), 131-139.

Knjige:

1. BELAK, V., (2006), *Menadžersko računovodstvo*, Split: Sveučilište u Splitu, {57,64,68}
2. BEŠVIR, B., (2008), *Kako čitati i analizirati financijske izvještaje*, Zagreb: RRIF, {9,10}
3. DRUCKER, P. (2005.), *Najvažnije o menadžmentu – Izbor iz radova o menadžmentu Petera F. Druckera*, M.E.P. Consult, Zagreb, {6}
4. ENGLER, C., (1987./1988.), *Managerial Accounting*, Homewood, Illinois, Richard Darwin, Inc.,{860}
5. GROPELLI, A., EHSAN, N., (2000), *Finance*, 4th ed. London: Barron's Educational Series, {43}
6. HASHAI, N., (2011),), *The Future of Foreign Direct Investment and the Multinational Enterprise (Vol. 15)*. Emerald Group Publishing, str. 59, <raspoloživo na: <http://www.emeraldinsight.com/doi/book/10.1108/S1064-4857%282011%2915>>, [pristupljeno 23.07.2016.]
7. JURKOVIĆ, P., (1994.), *Financijski management u praksi*, Masmedia, Zagreb, {22}
8. SAUNDERS, A., CORNETT, M. M., (2006), *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb: Masmedia, {43}
9. TRACY, J.A. (1996). *Kako čitati i razumjeti financijski izvještaj*, Zagreb:Jakubin i sin, {35}

10. VIDUČIĆ, L., (2002), *Financijski menadžment*. RRiF-plus, Zagreb, {72,93}
11. VIDUČIĆ, LJ., PEPUR, S., ŠIMIĆ ŠARIĆ, M., (2015), *Financijski menadžment*, RriF-plus, Zagreb, {424,454}
12. ŽAGER, K., SMREKAR, N., OLUJIĆ, A., (2009), *Računovodstvo malih i srednjih poduzeća*, Zagreb:Mikrorad, {38,41,44}
13. ŽAGER, K., ŽAGER, L., (1999.), *Analiza financijskih izvještaja*, Masmedia, Zagreb,{26,157,158,172}
14. ŽAGER, L., (1992), *Pokazatelji financijske analize poslovanja poduzeća*. Zagreb: Računovodstvo i financije, br. 2/92., {69}
15. ŽAGER L., (1999), *Analiza financijskih izvještaja*, Andratom, Zagreb, {26}

Internet:

1. Anonymus, (2013), Farmacija, Agencija za investicije i konkurentnost, <raspoloživo na: <http://www.aik-invest.hr/sektori/farmacija/>>, [pristupljeno 25.02.2016.]
2. Anonymus, (2016), Vodeće svjetske farmaceutske kompanije, <raspoloživo na: <http://poslovnisvijet.ba/vodece-svjetske-farmaceutske-kompanije/>>, [pristupljeno 12.06.2016.]
3. Bayer Hrvatska, (2016), O Bayeru – Profil i organizacija. [Internet], <raspoloživo na: <https://www.bayer.hr/>>, [pristupljeno 01.09.2016.]
4. Crnjak, M., (2016), Pliva nadmoćno vlada biznisom velikih brojki. [Internet], <raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/pliva-nadmocno-vlada-biznisom-velikih-brojki-317171>>, [pristupljeno 01.09.2016.]
5. GlaxoSmithKline Hrvatska, (2016), O nama. [Internet], <raspoloživo na: <http://www.glaxosmithkline.rs/onama-nasa-kompanija.html>, [pristupljeno 01.09.2016.]

6. Pliva d.d., (2016), Podaci o kompaniji.[Internet], <raspoloživo na: <http://www.pliva.hr>>, [pristupljeno 01.09.2016.]

Ostali izvori:

1. EFPIA, (2015), The pharmaceutical industry in figures, *European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations*, Bruxelles, <raspoloživo na:<http://www.efpia.eu/uploads/Modules/Documents/the-pharmaceutical-industry-in-figures-2016.pdf>>, [pristupljeno 02.01.2016.]
2. Hrvatska enciklopedija, <raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=36490>>, [pristupljeno 21.06.2015.]
3. Hrvatski standardi financijskog izvještavanja, (2008), Zgombić i partneri, Zagreb, {34,38}
4. Narodne novine (2009) Međunarodni računovodstveni standardi, Zagreb: Narodne novine, br. 136, {9}
5. Narodne novine (2015) Odbor za standarde financijskog izvještavanja: Odluka o objavljivanju hrvatskih standarda financijskog izvještavanja. Zagreb: Narodne novine, broj 78/2015, <raspoloživo na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_08_86_1709.html>, [pristupljeno 12.02.2016.]
6. TEVA (2015), Financial statements, <raspoloživo na: <http://ir.tevapharm.com/phoenix.zhtml?c=73925&p=irol-financials>>, [pristupljeno 20.06.2015.]
7. The World Pharmaceutical Markets Fact Book (2011), Espicom Business Intelligence, {188}