

# STRUKTURA KAPITALA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA

---

**Bošnjak, Marija**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:832090>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-11-23**



*Repository / Repozitorij:*

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni diplomski studij Financijski menadžment

Marija Bošnjak

# **STRUKTURA KAPITALA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA**

Diplomski rad

Osijek, 2023.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni diplomski studij Financijski menadžment

Marija Bošnjak

## **STRUKTURA KAPITALA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA**

Diplomski rad

**Kolegij: Korporativne financije**

JMBAG: 1311028855

e-mail: [marijab1201@gmail.com](mailto:marijab1201@gmail.com)

Mentor: izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

Komentor: dr. sc. Dražen Novaković

Osijek, 2023.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics and Business in Osijek  
University Graduate Study Financial management


Marija Bošnjak

# **THE CAPITAL STRUCTURE OF TRADING COMPANIES**

Graduate paper

Osijek, 2023

**IZJAVA**  
**O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA**  
**INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U**  
**INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI**  
**DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA**

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. Izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Marija Bošnjak

**JMBAG:** 1311028855

**OIB:** 91499737182

**e-mail za kontakt:** marijab1201@gmail.com

**Naziv studija:** Sveučilišni diplomski studij Financijski menadžment

**Naslov rada:** Struktura kapitala trgovačkih društava

**Mentor/mentorica rada:** izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

**Komentor/komentorica rada:** dr. sc. Dražen Novaković

U Osijeku, 21. rujna 2023. godine

Potpis Marija Bošnjak

# Struktura kapitala trgovačkih društava

## SAŽETAK

Struktura kapitala prikazuje na koje načine se određeni poslovni subjekt financira. Ovim radom istražuje se optimalna kombinacija vlasničkih i dužničkih izvora financiranja, odnosno istražuje se koje poduzeće od pet odabranih se podjednako financira vlastitim sredstvima i dugom. Ovo istraživačko pitanje se istražuje iz razloga što je važan omjer vlasničkih i dužničkih izvora u ukupnoj pasivi poduzeća. Problem koji se javlja u slučaju nedostatnih vlasničkih izvora sredstava je povećan rizik nelikvidnosti poslovnog subjekta, odnosno poduzeće nije u stanju na vrijeme podmiriti svoje obveze prema drugim subjektima. Poduzeća za koja je provedena analiza strukture kapitala nalaze se u Osječko-baranjskoj županiji i svrstavaju se u kategorije srednjih i velikih poduzeća. Razdoblje za koje je provedeno istraživanje je od 2017. do 2021. godine. Za potrebe provedbe istraživanja provedena je analiza financijskih izvještaja (bilance i računa dobiti i gubitka) putem financijskih pokazatelja, te horizontalne i vertikalne analize za svako poduzeće posebno. Cilj rada je utvrditi koji je najbolji odnos kapitala i obveza u ukupnoj pasivi analiziranih poduzeća. Kako bi se pronašao odgovor na postavljena istraživačka pitanja, pojam strukture kapitala prvo je obrađen sa teorijskog, a zatim i s empirijskog aspekta. Pritom su u radu obrađene najpoznatije teorije strukture kapitala: Modigliani – Millerova teorija, tradicionalna teorija, agencijska teorija, te modeli zasnovani na asimetričnim informacijama. Na temelju provedenog istraživanja, može se zaključiti kako postoje razlike u strukturi kapitala promatranih društava. Neka od promatranih poduzeća više se financiraju iz vlastitih, a manje iz posuđenih izvora, dok je kod drugih poduzeća obrnuta situacija. Svako poduzeće bi trebalo pronaći optimalnu kombinaciju izvora financiranja koja neće utjecati na likvidnost i profitabilnost poduzeća.

**Ključne riječi:** optimalna struktura kapitala, Modigliani – Millerova teorija, zarađeni kapital, bankarski kredit, leasing

# The Capital Structure of Trading Companies

## ABSTRACT

The capital structure shows the way in which a particular company is financed. This paper examines the optimal combination of equity and debt sources, i.e. which of the five selected companies is financed equally by equity and debt. This research question is examined because the ratio of equity and debt sources to the total liabilities of the company is important. The problem that arises when there are not enough sources of equity is the increased risk that the company will become insolvent, i.e. that the company will not be able to meet its obligations to other entities in a timely manner. The companies for which the analysis of the capital structure was carried out are located in Osijek-Baranja County and fall into the category of medium and large companies. The period for which the research was conducted is from 2017 to 2021. In order to conduct the research, an analysis of the financial statements (balance sheet and income statement) was conducted using financial indicators, as well as a horizontal and vertical analysis for each company separately. The objective of the paper is to determine the best ratio of capital and liabilities to total liabilities of the company. In order to find an answer to the research questions, the concept of capital structure was considered first from a theoretical and then from an empirical point of view. The most popular theories of capital structure are discussed in the paper: Modigliani-Miller theory, traditional theory, agency theory and models based on asymmetric information. Based on the research conducted, it can be concluded that there are differences in the capital structure of the observed companies. Some of the observed companies finance themselves more from their own sources and less from external sources, while the situation is reversed for other companies. Each company should find an optimal combination of financing sources that does not affect the liquidity and profitability of the company.

**Keywords:** optimal capital structure, Modigliani - Miller's theory, earned capital, bank credit, leasing

# SADRŽAJ

1. Uvod .....	1
2. Pojam i osnovne karakteristike strukture kapitala .....	3
3. Teorije strukture kapitala .....	7
3.1. Modigliani – Millerova teorija strukture kapitala.....	7
3.2. Tradicionalna teorija strukture kapitala .....	9
3.3. Agencijska teorija strukture kapitala .....	9
3.4. Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama.....	10
4. Čimbenici kapitalne strukture .....	11
4.1. Kapitalna struktura malih i srednjih poduzeća .....	12
4.2. Kapitalna struktura velikih poduzeća .....	14
5. Metodologija rada.....	16
6. Analiza strukture kapitala trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj od 2017. do 2021. godine .....	17
6.1. Opis uzorka.....	17
6.2. Financijski pokazatelji .....	18
6.3. Horizontalna analiza pasive .....	27
6.4. Vertikalna analiza pasive .....	31
7. Rasprava .....	38
8. Zaključak .....	41
Literatura .....	43
Popis tablica .....	46
Prilozi .....	48



## 1. Uvod

„Gospodarski subjekti u privatnom vlasništvu se u pravilu osnivaju i egzistiraju s primarnim ciljem ostvarenja ekonomskih koristi i povećanja bogatstva svojih vlasnika“ (Karić i dr., 2013:175), no njihovo poslovanje utječe i na njihove ostale financijere, vjerovnike čija sredstva, uz sredstva vlasnika, čine kapital koji društvo koristi u svom poslovanju. Pritom, struktura kapitala prikazuje na koje načine se određeni poslovni subjekt financira. Određivanje optimalne strukture kapitala često zna biti izazovno iz razloga što podrazumijeva donošenje odluke o kombinaciji vlastitih i posuđenih sredstava kojim određeno poduzeće financira svoje poslovanje. Prema Penavinu i suradnicima (2010), istraživanja raznih autora ističu kako se mogu primijetiti značajne razlike u strukturi kapitala poslovnih subjekta u odnosu na djelatnost i regiju u kojoj poslovni subjekti djeluju. Isti autori navode kako je krajem devedesetih godina strukturu kapitala hrvatskih poduzeća uglavnom činio dug, odnosno poduzeća su imala visok stupanj zaduženosti te nisu bila u stanju podmirivati svoje tekuće obveze prema drugim subjektima (Penavin i dr., 2010:320,325).

Predmet istraživanja ovog diplomskog rada je struktura kapitala za pet odabranih poduzeća iz Osječko-baranjske županije. Svrha rada je proučiti kapitalnu strukturu odabranih poduzeća, te izvesti zaključak koje poduzeće ima podjednak omjer vlastitih i tuđih izvora financiranja u ukupnoj pasivi poduzeća. Cilj rada je proučiti prethodna istraživanja na temu strukture kapitala, te provesti empirijsko istraživanje kako bi se došlo do zaključaka o optimalnoj strukturi kapitala. U ovome radu postoje dva istraživačka pitanja na koja se traži odgovor provođenjem analiza, a ona glase:

1. Postoje li značajne razlike u upravljanju kapitalom između javnih i privatnih društava, te između djelatnosti odabranih poduzeća?
2. Koje poduzeće je u 2021. godini u odnosu na prethodne godine imalo podjednak omjer vlastitih i posuđenih izvora sredstava?

Prethodno navedena istraživačka pitanja služe kako bi se ispitala važnost omjera vlasničkih i dužničkih izvora sredstava u ukupnoj pasivi poduzeća. Problem koji se javlja u slučaju nedostatnih vlastitih izvora sredstva i prekomjernog duga je nelikvidnost poslovnog subjekta. Nelikvidnost, nadalje, utječe na ukupno poslovanje poduzeća, odnosno poduzeće tada nije u mogućnosti podmiriti svoje tekuće obveze po dospijeću. Budući da određivanje optimalne

strukture kapitala predstavlja izazovan posao za financijskog menadžera i često je predmet rasprava, ova tema se činila zanimljivom za istražiti na primjeru odabranih poduzeća.

Poduzeća na kojima će se u nastavku rada provesti istraživanje su Gradski prijevoz putnika (GPP d.o.o.), HEP-PLIN d.o.o., Kandid d.o.o., Panturist d.d. i Unikom d.o.o. Istraživanje će se provesti za razdoblje od 2017. do 2021. godine uz pomoć analize financijskih pokazatelja, te horizontalne i vertikalne analize.

Što se tiče strukture rada, u uvodu su navedeni cilj i svrha rada, te istraživačka pitanja. U drugom poglavlju su navedena prethodna promišljanja o strukturi kapitala. U sljedećem poglavlju objašnjene su četiri najpoznatije teorije o strukturi kapitala. Četvrto poglavlje bavi se čimbenicima kapitalne strukture kod malih, srednjih i velikih poduzeća. Zatim su navedene i opisane metode koje su korištene u radu. U šestom poglavlju provedena je analiza financijskih pokazatelja, te horizontalna i vertikalna analiza. U poglavlju rasprave argumentiran je izbor poduzeća koje je imalo podjednak omjer vlastitih i tuđih izvora financiranja u ukupnoj pasivi poduzeća. U posljednjem poglavlju navode se zaključna razmišljanja o temi strukture kapitala.

## 2. Pojam i osnovne karakteristike strukture kapitala

U okviru ovog poglavlja bit će prikazana prethodna promišljanja različitih autora o strukturi kapitala, a zatim će se obraditi pojmovi uplaćenog i zarađenog kapitala, te izvještaj o promjenama kapitala.

Leksikografski zavod Miroslav Krleža (n.d.a: n.p.) navodi kako je kapital najmobilniji čimbenik proizvodnje iz razloga što se vrlo lako može prenositi između različitih grana, djelatnosti, regija i zemalja. Stoga je tržište kapitala ujedno i najhomogenije tržište, jako dobro umreženo na nacionalnoj i međunarodnoj osnovi. Mobilnost kapitala i rasprostranjenost tržišta kapitala bitan su faktor učinkovitosti njegove upotrebe te značajnog doprinosa gospodarskom rastu neke zemlje.

Osnovna definicija kapitala je da on predstavlja vlastiti izvor financiranja imovine, a skupa s dugoročnim i kratkoročnim obvezama čini pasivu bilance poslovnog subjekta. Kapital se izračunava tako da se od cjelokupne imovine poduzeća oduzmu sva njegova dugovanja prema drugim subjektima poslovanja. Promjene kapitala, odnosno na koji način se kapital mijenja kroz tekuće obračunsko razdoblje, prikazuju se u izvještaju o promjenama kapitala. Izvještaj o promjenama kapitala daje uvid u sve stavke kapitala koje se odražavaju na zaključno stanje kapitala uključivši pri tome obične dionice, neto dobit, uplaćeni kapital i dividende, a pripada skupini temeljnih financijskih izvještaja koja poduzeća sastavljaju radi javne objave podataka na završetku svakog obračunskog razdoblja, najčešće pri kraju tekuće godine (Alphacapitalis, n.d.: n.p.).

Vidučić (2001:784) smatra strukturu kapitala kombinacijom više različitih vrsta vrijednosnih papira koje određeni subjekt upotrebljava za prikupljanje kapitala kojima nadalje financira svoje poslovne odluke, odnosno aktivnosti. Strukturu kapitala, dakle, čini vlastiti kapital, te udio posuđenog kapitala, odnosno udjel obveza dugoročnog i kratkoročnog karaktera prema određenim subjektima. Može se reći kako su odluke o strukturi kapitala blisko vezane uz poslovnu koncepciju poduzeća, odnosno povezane su s odlukama o ulaganju i strategiji isplate dividendi. Prilikom donošenja odluke o uspostavi strukture kapitala, financijskom menadžeru bi temeljni cilj trebao biti maksimiziranje vrijednosti poslovnog subjekta.

U pravilu, postoje dva tipa financijskih sredstava za financiranje koje ima dugoročni karakter, a to su vlastita i tuđa, odnosno posuđena sredstva, koja se pribavljaju na financijskom tržištu.

Kao što je već gore rečeno, cilj financijskom menadžeru određenog poduzeća bi trebao biti maksimizacija vrijednosti poduzeća pri čemu treba voditi računa o omjeru vlastitih i tuđih sredstava, odnosno trebao bi postići optimalnu strukturu kapitala poduzeća (Penavin i dr., 2010:319).

Leko (1998), kako je navedeno u radu Harc i dr. (2019:21), ističe da struktura kapitala predstavlja strukturu dugoročnih izvora financiranja poslovnog subjekta, odnosno predstavlja strukturu dugoročnih zaduženja i vlastitog kapitala poduzeća. Zbog toga se struktura kapitala naziva još i strukturom dugoročne pasive poduzeća.

Prema Kotuš i dr. (2019:656) struktura kapitala je predstavljena kombinacijom upisanog kapitala, zadržane dobiti i dugoročnog duga. Iste autorice nadalje navode kako financiranje dugoročnim zaduživanjem, odnosno eksterno financiranje posuđenim sredstvima, uključuje financiranje emisijom obveznica i financiranje putem dugoročnih kredita. Interno financiranje obuhvaća, pak, financiranje zadržanom dobiti i rezervama.

Kapital se može promatrati s financijskog ili s fizičkog aspekta. S financijskog aspekta kapital se promatra kao uloženi novac, te je zbog toga kapital sinonim za neto imovinu ili kapital poduzetnika. S fizičkog aspekta kapital se može promatrati kao poslovna sposobnost, te se iz tog razloga kapital smatra sposobnošću poslovnog subjekta za proizvodnju temeljenu, primjerice, na broju jedinica proizvoda na dan (Odbor za standarde financijskog izvještavanja, 2015).

Kapital poslovnog subjekta se sastoji od sljedećih elemenata (Minimax, 2021:n.p.), a koji su u nastavku poglavlja detaljnije pojašnjeni:

- temeljnog (upisanog) kapitala,
- kapitalnih rezervi,
- rezervi iz dobiti,
- revalorizacijskih pričuva,
- pričuva fer vrijednosti,
- zadržane dobiti ili prenesenog gubitka, te
- dobiti ili gubitka poslovnog razdoblja.

„Upisani ili temeljni kapital je novčano izražena vrijednost onoga što ulagatelj unosi u trgovačko društvo, a registrirano je na sudu“ (Odbor za standarde financijskog izvještavanja, 2015).

Prema Brkaniću (2019:41), kapitalne rezerve predstavljaju vlastiti izvor financiranja poslovnog subjekta koji nastaje kada članovi nekog društva dodatno uplate novčana sredstva iz razloga kako bi omogućili solventnost subjekta, odnosno osigurali realizaciju planiranih razvojnih aktivnosti.

Rezerve iz dobiti odnose se na onaj dio kapitala koji se stvara iz dobiti poduzeća, a sastoje se od „zakonskih rezervi, statutarnih rezervi, rezervi za otkup vlastitih dionica (udjela) i ostalih rezervi“ (Odbor za standarde financijskog izvještavanja, 2015).

Nahod (n.d.:n.p.) navodi kako su revalorizacijske pričuve dio kapitala koje se javljaju kao posljedica ponovne procjene imovine primjenom modela revalorizacije. Isti autor definira rezerve fer vrijednosti kao pričuve koje se posljedično javljaju zbog promjene fer vrijednosti financijske imovine raspoložive za prodaju. Odnosno, takve rezerve predstavljaju djelotvoran segment zaštite novčanog toka i zaštitu s osnove investiranja u inozemno poslovanje. Leksikografski zavod Miroslav Krleža (n.d.b: n.p.) ističe kako se revalorizacijske rezerve pojavljuju u situacijama inflacije, te predstavljaju pričuvu za održavanje kapitala na razinama s početka razdoblja.

„Zadržana dobit ili preneseni gubitak je dio dobiti prethodnih razdoblja koja ostaje poduzetniku nakon raspoređivanja u rezerve, isplate dividende ili udjela u dobiti umanjena za gubitke prethodnih razdoblja. Dobit ili gubitak tekućeg obračunskog razdoblja je dio kapitala kao rezultat viška prihoda nad rashodima, odnosno viška rashoda nad приходima ostvarenih u tekućem obračunskom razdoblju nakon obračuna poreza na dobit“ (Odbor za standarde financijskog izvještavanja, 2015).

Temeljni kapital poslovnog subjekta može se podijeliti na:

- uplaćeni kapital, i
- zarađeni kapital.

Uplaćeni kapital poslovnog subjekta nastaje na način kada vlasnik, odnosno vlasnici određenog poduzeća unose, odnosno uplaćuju novac u poduzeće na početku njegova poslovanja.

Volarević i dr. (2013:44) ističu kako se novac uložen u poslovni subjekt ne može povući odnosno vratiti natrag vlasnicima osim u slučaju prestanka poslovanja poduzeća ili u slučaju promjene vlasnika. Uplaćeni kapital kod dioničkih društava predstavlja produkt ukupnog broja emitiranih dionica i njihove nominalne vrijednosti. No, u slučaju prodaje dionica po većoj vrijednosti od nominalne, vlasnik emitiranih dionica ostvaruje premiju na te iste dionice. Stoga uplaćeni kapital kod dioničkog društva se zasniva na dionicama koje su prodane po nominalnoj vrijednosti i na premiji na dionice koje su emitirane ukoliko su prodane po cijeni većoj od nominalne vrijednosti.

Isti autori navode kako je zarađeni kapital poslovnog subjekta ona vrsta kapitala koja nastaje u situaciji uspješnog poslovanja poduzeća koje, nadalje, rezultira ostvarenom dobiti. Ostvarena dobit poduzeća u računovodstvu se bilježi kao bruto dobit koja se mora umanjiti za porez na dobit, pa se iz tog razloga ostvarena dobit naziva i neto dobit tekućeg razdoblja.

Prema Leksikografskom zavodu Miroslav Krleža (n.d.b: n.p.) zarađeni kapital se ostvaruje iz poslovanja, izdvajanjem dijela dobiti za pričuve, neto dobiti tekućeg razdoblja i neraspoređene dobiti iz prethodnih godina. Promjena strukture kapitala određenog poslovnog subjekta ovisi o povećanju, odnosno smanjenju uplaćenog i zarađenog kapitala, te također ovisi i o promjeni vlasničkog udjela ili o udjelu posuđenih novčanih sredstava.

### 3. Teorije strukture kapitala

Pod pojmom strukture kapitala podrazumijeva se kombinacija vlasničkog i dužničkog kapitala. Zadatak financijskog menadžmenta je postići optimalnu strukturu kapitala određenog poslovnog subjekta, što ponekad za menadžera može predstavljati pravi izazov. Svako poduzeće bi trebalo pronaći optimalnu strukturu kapitala za sebe, što nadalje podrazumijeva određivanje udjela vlasničkog kapitala i duga u ukupnom kapitalu. Kao što je već rečeno, vlasnički kapital predstavlja novčana sredstva koja su vlasnici unijeli u poduzeće prilikom njegovog osnivanja ili ga je poduzeće steklo poslovanjem, dok se dužnički kapital odnosi na posuđena sredstva na financijskom tržištu, najčešće u obliku kredita. Budući da je donošenje odluka o strukturi kapitala najkompleksnije područje financija, već relativno dugo mnogi autori proučavaju upravo tu temu. Iz toga razloga postoje i različite teorije i mišljenja o postizanju optimalne strukture kapitala.

Pintarić (2020:8) ističe kako bez obzira na brojnost teorija koje se bave proučavanjem strukture kapitala određenog poslovnog subjekta, postoje određeni faktori koji utječu na istu, a mogu se podijeliti u tri kategorije. Prva kategorija odnosi se na opće faktore koji se odnose na državu i samo okruženje u kojem se poslovni subjekt nalazi. Toj kategoriji pripadaju razvijenost gospodarskog sustava određene države, pravni i porezni sustav, razvijenost financijskog sektora te djelatnost poslovanja. U drugu kategoriju pripadaju značajke menadžera, kao što su stupanj obrazovanja, radno iskustvo te sklonost riziku, dok trećoj kategoriji pripadaju određeni pokazatelji i karakteristike poslovanja koje se računaju na temelju financijskih izvješća.

U nastavku rada bit će obrađene neke od najpoznatijih teorija o strukturi kapitala, a to su:

- Modigliani – Millerova teorija,
- tradicionalna teorija,
- agencijska teorija,
- modeli zasnovani na asimetričnim informacijama.

#### 3.1. Modigliani – Millerova teorija strukture kapitala

Šestanović i dr. (2018:60) ističu kako je glavna prijelomna točka u znanstvenom istraživanju komponenti strukture kapitala Modigliani – Millerov model, poznatiji kao MM model, iz kojeg su se kasnije razvijali ostali modeli koji nastoje pojasniti formiranje strukture kapitala, odnosno izvora financiranja. Prema Harc i dr. (2019:43-44) Modigliani – Millerov model o strukturi

kapitala iz 1958. godine poznat je još i pod nazivom prva prijeporezna teorija. Autori ove teorije su smatrali da su odluke o strukturi kapitala irelevantne, odnosno beznačajne. Modigliani i Miller su tvrdili kako je tržišna vrijednost duga i kapitala jednaka ukupnoj vrijednosti poslovnog subjekta, dok je vrijednost poslovnog subjekta nepromijenjena bez obzira na omjer duga i kapitala. Također, u sklopu ove teorije autori tvrde kako se vrijednost poslovnog subjekta ne može povećati zaduživanjem u situacijama savršenih tržišta. Savršeno tržište za njih je značilo sljedeće: informacije su neograničeno dostupne, porezno opterećenje ne postoji kao ni transakcijski troškovi. Također, bitno je naglasiti kako u uvjetima savršenog tržišta optimalna struktura kapitala ne postoji. Nakon što su istražili koristi od poreza kod određivanja optimalne strukture kapitala, Modigliani i Miller su 1963. godine uveli porez u svoju novu teoriju i nazvali ju poslijeporeznom teorijom.

Autorica Vidučić (2001:785) također je istraživala MM teoriju i ona navodi kako je vrijednost zaduženog poduzeća jednaka vrijednosti poduzeća koje nije zaduženo, a to je oblikovano MM prijeporeznom postavkom I. „MM prijeporezna postavka I. glasi:

$$V_z = V_n$$

gdje je:

$V_z$  = vrijednost tvrtke koja se zadužuje (koristi se polugom)

$V_n$  = vrijednost tvrtke koja se ne zadužuje“ (Vidučić, 2001:785).

Ista autorica (Vidučić, 2001:786) navodi kako bogatstvo dioničara ovisi o vrijednosti poslovnog subjekta, dok odluke o strukturi kapitala nemaju utjecaja na njihovo bogatstvo. To, nadalje, znači kako zaduživanje, odnosno poluga, nema učinka na prosječni ponderirani trošak kapitala zbog toga što je jeftinije financiranje dugom kompenzirano porastom zahtijevane stope povrata na vlastiti kapital zbog većeg rizika. Prethodno rečeno, uobličeno je u MM prijeporeznoj postavci II. „MM prijeporezna postavka II. glasi:

$$r_e = r_o + \frac{D}{E} (r_o - r_d)$$

gdje je:

$r_e$  = tražena stopa povrata na vlastiti kapital, trošak vlastitog kapitala

$r_o$  = trošak kapitala tvrtke koja se ne koristi financijskom polugom

$\frac{D}{E}$  = omjer duga i vlastitog kapitala, financijska poluga E

$r_d$  = kamatna stopa, trošak duga“ (Vidučić, 2001:786).



### **3.2. Tradicionalna teorija strukture kapitala**

Nastavno na Modigliani – Millerov model razvija se tradicionalna teorija strukture kapitala. Vidučić (2001:788-789) ističe kako tradicionalna teorija zastupa stajalište prema kojem je optimalna struktura kapitala ona kod koje je minimalni trošak financiranja poduzeća zapravo ponderirani prosječni trošak kapitala. U situacijama kada se poduzeće zadužuje, u manjim iznosima duga, raste rizik dioničara bez utjecaja na rizik osobe koja posjeduje obveznicu. Zbog toga vjerovnici ulažu u instrumente zaduživanja poduzeća uz stopu povrata bez rizika. S obzirom da je zaduživanje jeftiniji izvor financiranja, ukupan trošak kapitala poduzeća će biti niži, te zbog primijenjene niže diskontne stope bit će veća vrijednost samog poduzeća. Dakle, zadatak financijskog menadžera je uporaba one razine duga koja će osigurati minimalni trošak kapitala tvrtke i samim time maksimizirati vrijednost poduzeća. U situacijama kada dug raste na visoku razinu, raste i rizik vjerovnika pa zbog toga zahtijevaju veće stope povrata na posuđena sredstva, što nadalje rezultira rastom troška kapitala. U odnosu na MM model, zastupnici tradicionalne teorije strukture kapitala tvrde kako postoji zaduživanje na optimalnoj razini, a samim time i optimalna struktura kapitala.

### **3.3. Agencijska teorija strukture kapitala**

Nakon razvoja Modigliani – Millerove teorije, brojni financijski stručnjaci počeli su se zanimati za izučavanje strukture kapitala. Osim tradicionalne teorije, i agencijski modeli su se razvili iz MM modela. Kod agencijskih modela u središtu pozornosti je glavna implikacija Modigliani – Millerove teorije, a to je irelevantnost strukture kapitala.

Harc i dr. (2019:55-56) navode kako se agencijski odnos može smatrati ugovorom u kojem principal prebacuje svoje aktivnosti i ovlasti na agenta s ciljem izvršavanja određenog posla. Principala se može opisati kao vlasnika određenoga poduzeća, dok je agent zapravo menadžer u određenoj firmi. Vlasnik i menadžer određenog poslovnog subjekta žele maksimizirati vlastitu korist i ostvariti svoje ciljeve, no u toj situaciji često dolazi do oportunog ponašanja agenta, odnosno menadžera. Agent će u takvoj situaciji najčešće pokušati ostvariti svoje ciljeve i raditi sve u svoju korist pa makar i na štetu principala. Primjerice, menadžer može neracionalno koristiti principalova sredstva i obavljati dodijeljene mu aktivnosti i obveze uz onu razinu napora koja će maksimizirati njegovu korist. Kako bi vlasnik spriječio ili barem umanjio neetično ponašanje menadžera treba uvesti mehanizme nadzora, te nagrađivanje ili sankcioniranje određenog ponašanja. U stvarnosti ovakvi postupci su rijetki iz razloga što se

tada javljaju visoki informacijski troškovi nadgledanja i praćenja agenta, što je u usporedbi s koristima od takvih aktivnosti često neisplativo za principala. Prema ovoj teoriji, cilj principala je stvoriti strukturu kapitala koja će umanjiti oportuno ponašanje agenta, a time i umanjiti agencijski trošak, te ujedno i maksimizirati vrijednost samog poslovnog subjekta.

### **3.4. Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama**

Harris i dr. (1991:306) navode kako teorije zasnovane na asimetričnim informacijama polaze od toga da između menadžera, drugih zaposlenika u poduzeću i vanjskih ulagača postoji razmjena asimetričnih informacija. Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama dijele se na teoriju signalizacije i na teoriju postupka slaganja. Isti autori (Harris i dr., 1991:306) navode kako teorija signalizacije polazi od pretpostavke da menadžeri i ostali zaposlenici imaju privatne informacije o perspektivi tvrtke, odnosno o krivulji povrata ili o investicijskim prilikama. U slučaju kada menadžeri iščekuju dobar učinak investicija koje su planirali, tada se radije odlučuju za financiranje emisijom dužničkih instrumenata nego za emisiju dionica kako uvećanu zaradu ne bi morali podijeliti i s novim dioničarima. Upravo to povećanje poluge, odnosno zaduživanja, investitori smatraju signalom dobrog poslovanja. Pretpostavka na kojoj se temelji teorija signalizacije glasi da je financijska poluga, odnosno zaduženost poduzeća, pozitivno korelirana s profitabilnošću poduzeća. Vidučić (2001:793) navodi kako su začetnici teorije postupka slaganja Myers i Mayluf. Prilikom kreiranja ove teorije osnovna pretpostavka su im bile asimetrične informacije, pri čemu su definirali slijed financiranja koji favoriziraju menadžeri. Menadžeri slijede postupak financiranja ovim redoslijedom: prvo interno generirana gotovina, potom niskorizični dužnički instrumenti (obveznice, pa hibridne vrijednosnice) i na kraju obične dionice.

„Asimetričnost informacija povećava trošak financiranja jer potencijalni vjerovnici ili budući dioničari nemaju potpune informacije o poslovanju poduzeća. Zbog toga se prvo odabiru sredstva s minimalnom razinom asimetričnosti informacija, dakle postojeći interni izvori financiranja ili oni generirani poslovanjem. Ako interna sredstva nisu dovoljna, prelazi se na eksterno dužničko financiranje u obliku bankovnog kredita ili izdavanja obveznice, što podrazumijeva ograničeno dijeljenje informacija“ (Pintarić, 2020:7). S obzirom da su nesavršenost tržišta i asimetrija informacija izraženiji u tranzicijskim zemljama, modeli zasnovani na asimetričnim informacijama, odnosno teorija postupka slaganja od velike je koristi prilikom određivanja strukture kapitala u ovim gospodarstvima pa tako i u Republici Hrvatskoj (Vidučić, 2001:793).

## 4. Čimbenici kapitalne strukture

Svaki poslovni subjekt se može financirati iz dva osnovna izvora, a to su vlasnički i dužnički kapital. Brojni autori se bave tematikom optimalne strukture kapitala, odnosno pokušavaju utvrditi optimalan omjer između vlastitog kapitala i duga, te istražuju utjecaj te dvije komponente na povećanje vrijednosti poduzeća.

Učkar i dr. (2015:14-15) navode kako se omjer vlastitog kapitala i duga stručno naziva financijska struktura, pri čemu se pod pojmom vlastiti kapital podrazumijeva dionički kapital, pričuve i zadržana dobit. Kapitalna struktura pak njima predstavlja termin užeg obuhvata, odnosno taj termin se odnosi na kombinaciju vlastitog kapitala i zaduživanja koje poslovni subjekt koristi za financiranje svojih dugoročnih operacija. To nadalje znači kako se kapitalna struktura odnosi na omjer stalnih i dugoročnih financijskih angažmana poslovnog subjekta.

Alpha Capitalis tim (2019:n.p.) navodi osam ključnih čimbenika koji utječu na kapitalnu strukturu, a to su:

1. kreditni rejting i bonitet – dobar kreditni rejting omogućuje poduzećima bolje uvjete i lakše zaduživanje,
2. industrijski standardi – unutar iste djelatnosti, uspoređuju se strukture kapitala između društava,
3. profitabilnost – poduzeća koja imaju visok stupanj profitabilnosti nemaju preveliku potrebu za zaduživanjem,
4. averzija prema riziku – kako bi poduzeća u što većoj mjeri izbjegla rizik, trebaju se što više financirati vlastitim kapitalom,
5. kontrola poslovanja – kako bi poduzeća imala što veću kontrolu nad svojim poslovanjem ne bi se trebala pretjerano zaduživati,
6. troškovi izazvani financijskim neprilikama – da bi poduzeća imala što niže troškove financijskih neprilika, potrebno je smanjiti udio duga u odnosu na vlastiti kapital,
7. agencijski troškovi – odnose se na troškove izazvane konfliktnim situacijama između različitih interesnih skupina, i
8. asimetrija informacija – javlja se u slučaju kada menadžeri imaju bolje i točnije informacije o potencijalnim rizicima, stanju poduzeća i slično u odnosu na vanjske investitore.

U nastavku rada slijedi pojašnjenje razlike kapitalne strukture malih i srednjih poduzeća, u odnosu na velika poduzeća.

#### **4.1. Kapitalna struktura malih i srednjih poduzeća**

Mala i srednja poduzeća (MSP) zbog svojih specifičnosti predstavljaju aktualnu temu među brojim autorima (Vidučić i dr., 2015; Cvijanović i dr., 2008; Harc i dr., 2019). Bitno je znati razlike između mikro, malih, srednjih i velikih poduzeća, a upravo Zakon o računovodstvu donosi klasifikaciju poduzeća.

Poduzetnici se razvrstavaju na: „mikro, male, srednje i velike ovisno o pokazateljima utvrđenim na zadnji dan poslovne godine koja prethodi poslovnoj godini za koju se sastavljaju financijski izvještaji. Pokazatelji na temelju kojih se razvrstavaju poduzetnici su:

- iznos ukupne aktive
- iznos prihoda
- prosječan broj radnika tijekom poslovne godine.

Mikro poduzetnici su oni koji ne prelaze granične pokazatelje u dva od sljedeća tri uvjeta:

- ukupna aktiva 350.000 eura (2.637.075 kuna)
- prihod 700.000 eura (5.274.150 kuna)
- prosječan broj radnika tijekom poslovne godine – deset radnika.

Mali poduzetnici su oni koji nisu mikro poduzetnici i ne prelaze granične pokazatelje u dva od sljedeća tri uvjeta:

- ukupna aktiva 4.000.000 eura (30.138.000 kuna)
- prihod 8.000.000 eura (60.276.000 kuna)
- prosječan broj radnika tijekom poslovne godine - 50 radnika.

Srednji poduzetnici su oni koji nisu ni mikro ni mali poduzetnici i ne prelaze granične pokazatelje u dva od sljedeća tri uvjeta:

- ukupna aktiva 20.000.000 eura (150.690.000 kuna)
- prihod 40.000.000 eura (301.380.000 kuna)
- prosječan broj radnika tijekom poslovne godine – 250 radnika.

Veliki poduzetnici su poduzetnici koji prelaze granične pokazatelje u najmanje dva od tri uvjeta“ (Zakon o računovodstvu, NN 78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/20, 47/20, 114/22).

Mala i srednja poduzeća najčešće se financiraju putem (Harc i dr., 2019:140-142):

- vlastitih sredstava,
- bankarskih kredita,
- trgovačkih kredita,
- leasinga,
- faktoringa.

Može se reći kako je financiranje vlastitim sredstvima jedan od najjeftinijih načina financiranja, no zbog manjka sredstava na početku poslovanja, mali i srednji poduzetnici najčešće posežu za vanjskih izvorima financiranja.

Bankarski krediti su zapravo teže dostupni mladim poduzećima u razvoju, iz razloga što postoji rizik nepodmirivanja obveza. Banke najčešće izbjegavaju financirati mala i srednja poduzeća iz razloga što takva poduzeća nisu stigla postići dobar kreditni rejting, odnosno ostaviti dojam kvalitetnih dužnika koji na vrijeme podmiruju svoje obveze (Cvijanović, 2008:80). Vidučić i dr. (2015:490) ističu kako su glavni razlozi odbijanja MSP-a za kreditiranjem nedostatak dovoljnog kolaterala, nezadovoljstvo poslovnim rezultatom od strane banke, te nedovoljno dostavljenih informacija banci od strane poduzeća.

S druge strane, Harc i dr. (2019:173) navode kako trgovački krediti omogućuju odgodu plaćanja bez zaračunatih kamata te je iz tog razloga trgovački kredit jako povoljan način financiranja za MSP. „Trgovački kredit je jedan od glavnih izvora financiranja SME, napose mikro i malih tvrtki. SME koriste trgovački kredit zbog: nemogućnosti dobivanja bankarskih kredita, te troškova i kompleksnosti bankarskih kredita“ (Vidučić i dr., 2015:491).

Brojni su autori, kao što su Vidučić, Cvijanović i drugi, istraživali leasing kao alternativu bankarskom kreditu. Vidučić (2015:491) navodi kako je leasing bolja opcija financiranja za poduzeća s minornim prihodom, ali velikim gospodarskim značajem. Iako je kod leasinga veća naknada nego kod kredita, leasing nudi niz prednosti, a neke od njih su (Vidučić i dr., 2015:491; Cvijanović i dr., 2008:84): leasing najčešće ne traži određeni kolateral, financira cjelokupno ulaganje, povezan je rok trajanja dobra i rok leasinga, niski početni troškovi te mjesečna plaćanja, moguće je ugovaranje zamjene „staro za novo“ i slične pogodnosti. No, bitno je naglasiti kako leasing kuće ipak traže određeno vlastito učešće u investiciji. „Učešće se plaća kod financijskog leasinga i predstavlja novčani iznos koji primatelj leasinga uplaćuje na početku ugovora i on umanjuje iznos financiranja“ (Otplensing, n.d.). Isto tako, važno je spomenuti kako leasing kuće mogu zahtijevati određeni iznos jamčevine, predujam ili pravo na

neku drugu imovinu kao kolateral koji se vraća primatelju leasinga nakon isteka ugovora ako je sve prošlo u redu (Aestus, n.d.:n.p.).

Factoring se javlja kao jedan od suvremenih načina financiranja bez dodatnog zaduženja poslovanja, te osigurava otkup kratkoročnih potraživanja kojim mala i srednja poduzeća mogu ubrzati novčani tok (Erstebank, n.d.:n.p.).

#### **4.2. Kapitalna struktura velikih poduzeća**

Za razliku od malih i srednjih poduzeća, veliki poduzetnici se više zadužuju jer imaju bolje uvjete kreditiranja od malih i srednjih poduzeća, no uz zaduživanje koriste se i vlastitim izvorima financiranja. Od vanjskih izvora, najčešće se koriste bankarskim kreditima i leasingom (Cvijanović i dr., 2008:80). Velikim poduzećima puno je lakše dobiti kredit, nego što je to slučaj kod MSP-a, iz razloga što su oni već ostvarili dobar kreditni rejting i bonitet. Kreditori im odobravaju kredite po puno nižim kamatnim stopama nego novim i mladim poduzećima.

Velika poduzeća često se, uz prethodno navedene načine financiranja koje koriste mala i srednja poduzeća, financiraju i obveznicama ili dionicama. Prema Orsagu (2011:523;533;572-573) obveznice se smatraju dužničkim vrijednosnim papirom, kojima se dionička društva koriste u svrhu stvaranja dugova dugoročnog karaktera. Dospijee obveznice je dulje nego kod investicijskih zajmova, odnosno duže od jedne godine i nema strogo utvrđenu namjenu za koju se koristi. Obveznica funkcionira na sličnom principu kao i bankarski kredit. Izdavatelj obveznice se ugovorno obvezuje imatelju obveznice u određenom vremenskom roku (dužem od jedne godine) vratiti posuđeni iznos uvećan za kamate. Postoji više klasifikacija prema kojima se obveznice razvrstavaju, a obveznice prema emitentu se mogu podijeliti na: državne obveznice, municipalne obveznice i korporacijske obveznice. Od nabrojanih obveznica, državne obveznice su najmanje rizične za ulaganje, a njih izdaje vlada, odnosno ministarstvo financija. Municipalne obveznice rizičnije su od državnih i njih izdaje lokalna uprava i samouprava. Ulaganje u korporacijske obveznice je najrizičnije jer njih izdaju dionička društva, a emitiraju se za formiranje stabilnih i nenamjenskih dugoročnih dugova.

Za razliku od obveznica, dionice se smatraju vlasničkim vrijednosnim papirom s kojim korporacije sakupljaju novčana sredstva potrebna za financiranje poslovanja ili ekspanzije. Dionice su dugoročni financijski instrument s kojim korporacije stvaraju vlasnički kapital i koje služe za financiranje osnovnih i obrtnih sredstava društva.

U slučaju dioničkih društava, Vidučić (2011:255) ističe kako osim odluke o kapitalnoj strukturi, ova društva trebaju donijeti odluku i o politici isplate dividendi. Kod financijskih odluka vezanih uz dividende, poduzeće treba odlučiti hoće li reinvestirati dobit ili će isplatiti dividende i po kojoj stopi. Dividende se odnose na raspodjelu imovine poduzeća u iznosu koji odgovara udjelu u vlasništvu pojedinog dioničara. Slovinac (2021:n.p.) navodi kako isplata dividendi, odnosno udjela u dobiti, utječe na strukturu kapitala na način da se poslovnom subjektu smanjuju obveze za dividende, dok se obveze za porez na dohodak od kapitala povećavaju. „Isplata dividendi vlasnicima ima za posljedicu smanjenje zarađenog dijela kapitala“ (Žager i dr., 2020:132).

## 5. Metodologija rada

Kao što je prethodno spomenuto u uvodu, predmet istraživanja ovog rada je analiza strukture kapitala u razdoblju od 2017. do 2021. godine za pet odabranih poduzeća (GPP d.o.o., HEP-PLIN d.o.o., Kandid d.o.o., Panturist d.d. i Unikom d.o.o.) koja su registrirana na području Osječko-baranjske županije. Financijski podaci preuzeti su s FINA-ine javne objave godišnjih financijskih izvješća.

Kako bi se odgovorilo na dva istraživačka pitanja navedena u uvodu:

1. Postoje li značajne razlike u upravljanju kapitalom između javnih i privatnih društava, te između djelatnosti odabranih poduzeća?
2. Koje poduzeće je u 2021. godini u odnosu na prethodne godine imalo podjednak omjer vlastitih i posuđenih izvora sredstava?

provedena je analiza financijskih pokazatelja, te horizontalna i vertikalna analiza. Bitno je napomenuti kako su iznosi u tablicama iskazani u kunama jer je u promatranom razdoblju (od 2017. do 2021. godine) kuna bila službena valuta u Hrvatskoj te su podaci u financijskim izvješćima bili iskazani u toj novčanoj jedinici.

Prilikom pisanja i istraživanja, u radu je primijenjeno nekoliko znanstvenih metoda. Metoda analize korištena je kako bi se složeniji postupci i zaključci raščlanili na jednostavnije, radi lakšeg razumijevanja terminologije. Primjerice, kako bi se razumio pojam kapitala, objašnjeni su pojmovi uplaćenog i zarađenog kapitala. Metoda generalizacije koristila se kako bi se od vlastitih zapažanja izveli zaključci, odnosno koristila se prilikom iznošenja zaključka o tome koje je poduzeće najbolje upravljalo strukturom kapitala. Metoda klasifikacije koristila se, na primjer, prilikom raščlanjivanja financijskih pokazatelja na pokazatelje likvidnosti, zaduženosti i profitabilnosti. Metodom deskripcije opisani su općeniti pojmovi, kao što su kapital, revalorizacijske rezerve, zadržana dobit i slično. Metoda kompilacije korištena je u teorijskom dijelu rada vezanom uz strukturu kapitala, gdje su se citirala ili parafrazirala razmišljanja brojnih autora. Metodom arhivskog istraživanja prikupljeni su podaci potrebni za provedbu istraživanja u radu (u prilogu rada dostupne su tablice sa svim korištenim podacima, točnije prikazane su bilanca, račun dobiti i gubitka, te horizontalna analiza). Deskriptivna statistika se koristila, primjerice, prilikom iskazivanja pojedinog udjela stavke u ukupnoj pasivi poduzeća. U radu su korištene i financijske metode, odnosno provedena je analiza financijskih pokazatelja, horizontalna i vertikalna analiza.



## **6. Analiza strukture kapitala trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj od 2017. do 2021. godine**

Unutar ovog poglavlja opisat će se uzorak istraživanja, odnosno navest će se poduzeća kod kojih će se analizirati struktura kapitala. Na početku će se ukratko nešto reći o svakom poduzeću, zatim će se prikazati financijski pokazatelji, a potom će se provesti horizontalna i vertikalna analiza pasive svakog pojedinog poslovnog subjekta.

### **6.1. Opis uzorka**

Za potrebe ovog rada analizirat će se pet poduzeća koja posluju na području Osječko-baranjske županije. Bitno je naglasiti kako se odabrana poduzeća razlikuju po djelatnosti (usluge/trgovačka djelatnost/proizvodnja), veličini (srednje/veliko poduzeće) i po vlasništvu (javno/privatno poduzeće). Kako bi se odgovorilo na istraživačka pitanja provest će se analiza uz pomoć financijskih pokazatelja te horizontalne i vertikalne analize. Odabrana poduzeća su:

- Gradski prijevoz putnika (GPP) d.o.o.,
- HEP-PLIN d.o.o.,
- Kandit d.o.o.,
- Panturist d.d.,
- Unikom d.o.o.

Kao što je već rečeno, navedena poduzeća, osim što se razlikuju po veličini i djelatnosti, razlikuju se i po vlasništvu. Od promatranih pet poduzeća, tri poduzeća se nalaze u javnom vlasništvu, dok se preostala dva nalaze u privatnom vlasništvu. GPP d.o.o. i Unikom d.o.o. su javna poduzeća koja se nalaze u vlasništvu jedinica lokalne samouprave, a HEP-PLIN d.o.o. je javno poduzeće koje se nalazi u državnom vlasništvu. Panturist d.d. i Kandit d.o.o. su poduzeća u privatnom vlasništvu.

Gradski prijevoz putnika je trgovačko društvo koje broji 328 zaposlenika i po klasifikaciji pripada u velika poduzeća. Osnovna djelatnost ovog poduzeća je prijevoz putnika u javnom prometu. Temeljni kapital društva iznosi 42.128.500,00 kn (5.591.413 eura). Prijevoz putnika u sklopu ovog poduzeća odvija se od davne 1884. godine (Pajnić, n.d.:n.p.). Djelatnost ovog poduzeća je gradski i prigradski kopneni prijevoz putnika.

„HEP d.d. je vladajuće društvo HEP grupe u isključivom državnom vlasništvu te je osnivač i jedini stopostotni vlasnik osnovanih društava. Hrvatska elektroprivreda organizirana je u obliku

koncerna kao grupacija povezanih društava (tvrtke kćeri)“ (HEP, n.d.:n.p.). Poduzeće HEP-PLIN d.o.o. jedno je od povezanih društava grupacije HEP d.d. čija je djelatnost distribucija plinovitih goriva distribucijskom mrežom. HEP-PLIN d.o.o. prema klasifikaciji pripada skupini velikih poduzeća.

„Povijest Kandita počinje 20-tih godina 20. stoljeća kada je osnovana "Prva osječka tvornica kandita Kaiser i Stark", za proizvodnju bombona, vafla i slatkiša. Kandit d.o.o. predstavlja modernu prehrambenu proizvođačku tvrtku s velikim utjecajem na kreiranje potrošačkih navika. Značajka poslovanja Kandita su i neprekidna ulaganja u razvoj, čime se omogućuje povećavanje produktivnosti i konkurentnosti te inovacije na svim ostalim područjima“ (Kandit, n.d.:n.p.). Djelatnost Kandita je proizvodnja kakao, čokoladnih i bombonskih proizvoda, a prema klasifikaciji pripada u skupinu velikih poduzeća. Vlasnik poduzeća je Saponia - kemijska, prehrambena i farmaceutska industrija d.d. iz Osijeka.

Panturist d.d. je prijevozna firma koja svojim klijentima nudi putovanja unutar Hrvatske, odnosno Panturist d.d. spaja istočnu Hrvatsku s ostalim dijelovima zemlje, kao što su Zagreb, Dalmacija, Istra i Kvarner. Osim toga Panturist d.d. nudi i usluge prijevoza van zemlje, i to najčešće svojim klijentima, do inozemnih destinacija (Njemačke, Francuske, Srbije, Slovenije). Također, bitno je spomenuti kako ova prijevozna firma raspolaže sa šest autobusnih stanica, odnosno prodajnih mjesta u Slavoniji i Baranji (Arriva, n.d.:n.p.). Panturist d.d. je član Arriva grupe i vodeće je prijevozno poduzeće u istočnoj Hrvatskoj, a po klasifikaciji pripada u skupinu srednjih poduzeća. Djelatnost Panturista d.d. je ostali kopneni prijevoz putnika.

Unikom d.o.o. je poduzeće za komunalno gospodarstvo u pretežitom vlasništvu Grada Osijeka, te ima osnovnu zadaću brinuti se o čistoći grada. Djelatnost ovog poduzeća je sakupljanje neopasnog otpada, te po klasifikaciji pripada u skupinu srednjih poduzeća (Unikom, n.d.:n.p.).

## **6.2. Financijski pokazatelji**

Financijski pokazatelji su indikatori koji se dobivaju tako da se u međuosobnoj stavi podaci iz jednog ili više financijskih izvješća, ili nastaju kombiniranjem podataka dostupnih na tržištu te podataka iz financijskih izvješća. Ovi pokazatelji se odnose na prvi korak financijske analize, ali stvarnu vrijednost dobivaju kada se upotrebljavaju zajedno s horizontalnom i vertikalnom analizom pri čemu daju potpuniju sliku o stanju nekog poduzeća (Vidučić i dr., 2015:435). U nastavku rada prikazat će se rezultati provedene analize financijskih pokazatelja. Indikatori

koji doprinose zaključivanju o uspješnosti upravljanja kapitalom i koji se primjenjuju u istraživanju su sljedeći (Žager i dr., 2020:55; Delić, n.d.:n.p.):

1. pokazatelji likvidnosti,
  - neto radni kapital (obrti kapital),
  - koeficijent financijske stabilnosti,
2. pokazatelji zaduženosti,
  - koeficijent vlastitog financiranja,
  - koeficijent financiranja,
  - stupanj pokrića I,
  - stupanj pokrića II,
3. pokazatelji profitabilnosti,
  - rentabilnost vlastitog kapitala.

Pokazatelji likvidnosti su financijski pokazatelji kojima je cilj izmjeriti je li određeni poslovni subjekt u mogućnosti podmiriti svoje kratkoročne obveze po dospijeću. Pokazatelji zaduženosti nastoje izmjeriti u kojem se postotku određeni poslovni subjekt financira iz posuđenih izvora sredstava. Cilj pokazatelja profitabilnosti je izmjeriti koliki je povrat na uloženi kapital (Žager i dr., 2020:44). Neto radni kapital naziva se još i radni ili obrtni kapital. Taj pokazatelj predstavlja je li poduzeće u određenom trenutku likvidno, odnosno je li određeni poslovni subjekt sposoban pokriti svoje kratkoročne obveze kratkotrajnom imovinom. Iz tog razloga, preporučljivo je da ovaj indikator bude pozitivan broj, što nadalje, znači da je poslovni subjekt likvidan, odnosno da ima dovoljno sredstava za podmirivanje vlastitih kratkoročnih obveza po dospijeću.

Koeficijent financijske stabilnosti, u pravilu iznosi manje od 1, i ukazuje na to koliko se dugoročnih izvora financiranja upotrebljava za financiranje dugotrajne imovine. Ako je vrijednost pokazatelja veća od 1, to nadalje znači da se dugotrajna imovina financira iz kratkoročnih izvora, točnije tada se javlja deficit radnog kapitala (Žager i dr. 2020:48). Koeficijent vlastitog financiranja je pokazatelj koji ukazuje na to koliko se imovine financira iz vlastitog kapitala, a njegova vrijednost bi trebala biti veća od 50 %. Koeficijent financiranja je pokazatelj čiji odnos ukupnog duga i glavnice ne bi trebao iznositi više od 1, pri čemu je gornja granica omjera duga i glavnice 2:1 s udjelom dugoročnog duga u ukupnom dugu ne većim od jedne trećine. U slučaju da je ovaj pokazatelj previsok to, nadalje, upućuje na mogućnost pojave poteškoća prilikom podmirivanja duga i plaćanja kamata (Šarlija, 2008:109).

Žager i dr. (2020:50) navode kako se kod stupnja pokrića I analizira pokrivanje dugotrajne imovine vlastitim kapitalom, dok se kod stupnja pokrića II analizira pokrivanje dugotrajne imovine dugoročnim izvorima. Kod stupnja pokrića II bitno je naglasiti kako je referentna vrijednost za taj pokazatelj veća od 1 jer jedan segment dugoročnih izvora, zbog održavanja likvidnosti poduzeća, treba biti upotrijebljen za financiranje kratkotrajne imovine.

Rentabilnost vlastitog kapitala je indikator odnosa poslovnog rezultata poduzeća i uloženog kapitala. U pravilu bi ovaj pokazatelj trebao biti pozitivan i što veći broj jer to tada predstavlja visoku profitabilnost poslovnog subjekta. U sljedećoj tablici (Tablica 1.) prikazane su formule po kojima su izračunati gore navedeni pokazatelji.

Tablica 1. Formule za izračun odabranih financijskih pokazatelja

<b>POKAZATELJ FINANCIRANJA</b>	<b>FORMULA</b>
Neto poslovni kapital	kratkotrajna imovina – kratkoročne obveze
Koeficijent financijske stabilnosti	dugotrajna imovina / (kapital + dugoročne obveze)
Koeficijent vlastitog financiranja	glavnica / ukupna imovina
Koeficijent financiranja	ukupne obveze / glavnica
Stupanj pokrića I	glavnica / dugotrajna imovina
Stupanj pokrića II	(glavnica + dugoročne obveze) / dugotrajna imovina
Rentabilnost vlastitog kapitala	neto dobit / glavnica

Izvor: izrada autorice na temelju Žager i dr. (2020)

U narednim tablicama bit će prikazani rezultati izračuna financijskih pokazatelja za odabrane poslovne subjekte u petogodišnjem razdoblju.

Tablica 2. Financijski pokazatelji za GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

<b>FINANCIJSKI POKAZATELJI</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Neto radni kapital (u kn)	-55.507.443	-53.700.093	-55.827.070	-49.427.863	-41.854.461
Koeficijent financijske stabilnosti	2,1639	2,4734	3,1309	3,8735	4,5231
Koeficijent vlastitog financiranja	0,1037	0,0978	0,0864	0,0819	0,0759
Koeficijent financiranja	5,7619	5,5853	5,4701	4,9575	4,7376
Stupanj pokrića I	0,1058	0,0996	0,0881	0,0844	0,0810
Stupanj pokrića II	0,4621	0,4043	0,3194	0,2582	0,2211
Rentabilnost vlastitog kapitala	-0,1223	-0,0969	-0,0764	0,0909	-0,0117

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Iz priložene Tablice 2. je vidljivo kako je neto radni kapital u svim promatranim godinama negativan. Razlog tome je mala kratkotrajna imovina u odnosu na kratkoročne obveze. Budući da je djelatnost GPP d.o.o. usluga, njima nije potrebna velika kratkotrajna imovina, odnosno GPP-u d.o.o. nisu potrebne velike zalihe kao što je to slučaj kod poduzeća s proizvodnom djelatnosti. Također, GPP d.o.o. nema niti visoka stanja potraživanja budući da svoja potraživanja u prosjeku naplaćuje u roku 30 dana. Međutim, potrebna su velika ulaganja u dugotrajnu imovinu. Dakle, negativan radni kapital je posljedica neadekvatnog financiranja dugotrajne imovine.

Nastavno na prethodni pokazatelj, koeficijent financijske stabilnosti također pokazuje kako je poduzeće u deficitu s radnim kapitalom, odnosno dugotrajna imovina se financira iz kratkoročnih izvora. Koeficijent vlastitog financiranja u pravilu bi trebao biti veći od 0,5 odnosno veći od 50 %. Iz priložene Tablice 2. se može uočiti kako je kroz petogodišnje razdoblje jako malo imovine financirano vlastitim sredstvima, a više je financirano putem kredita i leasinga.

Koeficijent financiranja za promatrano poduzeće u svim promatranim godinama je iznad 1, što znači da bi poslovni subjekt mogao imati problema pri podmirivanju svojih obveza i plaćanju kamata. Stupanj pokrića I i II bi trebali iznositi oko 1 i više, što samo znači da poduzeće ne održava svoju solventnost. Ni pokazatelj rentabilnosti kapitala ne ide u prilog analiziranom poduzeću, iz razloga što bi ovaj pokazatelj trebao biti pozitivan i što veći broj.

Kako bi se izračunala stopa troška financijskog duga potrebni su sljedeći podaci: rashodi s osnova kamata, te prosječno stanje financijskog duga. Za izračun prosječnog stanja financijskog duga tijekom jedne godine potrebni su podaci stanja financijskog duga na dan 31.12. prethodne godine i stanja financijskog duga na dan 31.12. tekuće godine. Stanje financijskog duga odnosi se na ukupne obveze poduzeća prema financijskim institucijama.

Budući da kod nekih poduzeća nije u bilješkama jasno naznačen trošak evidentiranih kamata s osnove financijskog duga, za procjenu godišnje stope troška financijskog duga korišten je podatak o financijskim rashodima. Stanje financijskog duga GPP-a d.o.o. u 2016. godini iznosilo je 150.396.443 kuna.

Tablica 3. Trošak duga za GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

OPIS	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Rashodi s osnova kamata	2.609.388	2.293.737	1.951.930	1.120.020	922.379
Stanje financijskog duga	133.648.937	117.160.318	104.751.144	85.110.440	77.268.348
Prosječno stanje financijskog duga u tekućoj godini	142.022.690	125.404.628	110.955.731	94.930.792	81.189.394
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	1,84	1,83	1,76	1,18	1,14

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e  
(razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Iz priložene Tablice 3. vidljivo je kako se kroz godine smanjuju rashodi s osnova kamata s obzirom na smanjenje stanja financijskog duga uslijed redovite otplate, a smanjuje se i prosječni trošak financijskog duga iskazan u postotku koji se kontinuirano smanjuje uslijed smanjenja kamata na tržištu kapitala.

Tablica 4. Financijski pokazatelji za HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

FINANCIJSKI POKAZATELJI	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Neto radni kapital (u kn)	-3.369.779	-10.820.394	-22.306.941	-30.491.000	-59.891.398
Koeficijent financijske stabilnosti	1,4802	1,5103	1,5272	1,0859	1,5390
Koeficijent vlastitog financiranja	0,0075	0,0007	0,0072	0,0512	0,0099
Koeficijent financiranja	104,3682	1123,2526	113,4185	18,5122	87,4884
Stupanj pokrića I	0,0113	0,0011	0,0105	0,0743	0,0158
Stupanj pokrića II	0,6756	0,6621	0,6548	0,9209	0,6498
Rentabilnost vlastitog kapitala	1,0638	0,9294	0,9933	1,0851	0,9092

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e  
(razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

HEP-PLIN d.o.o. također ima deficit radnog kapitala u svim promatranim godinama, a to je vidljivo iz negativnog trenda neto obrtnog kapitala, te iz koeficijenta financijske stabilnosti. Deficit radnog kapitala javlja se zbog visokih kratkoročnih obveza koji su u 2021. godini porasli za 50 % u odnosu na prethodnu godinu. Navedena sredstva su u najvećoj mjeri uložena u dugoročnu materijalnu imovinu, pri čemu je navedeno razlog dodatno povećanog negativnog obrtnog kapitala. Prethodni zaključak potkrepljuju i rezultati koeficijenta financijske stabilnosti koji upućuje na neadekvatno financiranje dugotrajne imovine iz kratkoročnih izvora. Također,

HEP-PLIN d.o.o. svoja potraživanja naplaćuje u razdoblju do 108 dana, što je također razlog povećane potrebe za kratkoročnim financiranjem. Također, iz ostalih rezultata promatranih pokazatelja može se zaključiti kako se poduzeće više financira zaduživanjem nego vlastitim sredstvima što bi u budućem razdoblju svakako trebalo promijeniti. Tome u prilog idu i rezultati koeficijenta financiranja koji bi se, u pravilu, trebao kretati oko 1, dok iznosi u Tablici 4. pokazuju kako je promatrano poduzeće jako zaduženo i moglo bi imati poteškoća s podmirivanjem svojih obveza. Koeficijent vlastitog financiranja bi trebao iznositi više od 0,5, no iz priložene Tablice 4. vidljivo je kako se poduzeće u manjoj mjeri financiralo vlastitim sredstvima, a više dugom.

Budući da HEP-PLIN d.o.o. nema obveze prema financijskim institucijama, pa samim time nema ni rashode s osnova kamata za kredite, prilikom izračuna troška duga uzet će se u obzir sljedeće stavke: obveze prema poduzetnicima unutar grupe, obveze za zajmove, depozite i slično, te rashodi s osnova kamata i slični rashodi s poduzetnicima unutar grupe koji mogu biti troškovi internog financiranja unutar grupe. Stanje financijskog duga HEP-PLINA d.o.o. u 2016. godini iznosilo je 259.611.631 kuna.

Tablica 5. Trošak duga za HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

<b>OPIS</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Rashodi s osnova kamata	642.266	504.093	1.034.952	1.918.383	4.162.040
Stanje financijskog duga	282.816.178	304.096.646	311.022.203	413.113.821	541.076.180
Prosječno stanje financijskog duga u tekućoj godini	271.213.904	293.456.412	307.559.424	362.068.012	477.095.000
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	0,24	0,17	0,34	0,53	0,87

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Iz priložene Tablice 5. vidljivo je kako su se rashodi s osnova kamata u 2018. godini smanjili u odnosu na prethodnu godinu, no od 2019. godine pa nadalje su kontinuirano rasli. Isto tako, bitno je zamijetiti kako prosječno stanje duga raste kroz godine zbog povećanja obveza prema poduzetnicima unutar grupe. U 2020. i 2021. godini javljaju se i obveze za zajmove i depozite stoga je prosječno stanje financijskog duga znatnije poraslo u odnosu na razdoblje od 2017. do 2019. godine kada stavka obveze za zajmove i depozite nije postojala. Procjena prosječnog

troška financijskog duga u % u 2018. godini se nešto malo smanjuje u odnosu na prethodnu godinu, dok od 2019. do 2021. godine trošak zaduživanja HEP-PLINA d.o.o. raste.

Tablica 6. Financijski pokazatelji za Kandid d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

<b>FINANCIJSKI POKAZATELJI</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Neto radni kapital (u kn)	20.415.000	24.952.000	11.258.000	33.021.000	44.764.000
Koeficijent financijske stabilnosti	0,9056	0,8798	0,9382	0,8213	0,7491
Koeficijent vlastitog financiranja	0,2762	0,3122	0,3480	0,3946	0,4575
Koeficijent financiranja	2,6207	2,2032	1,8734	1,5302	1,1815
Stupanj pokrića I	0,4594	0,5442	0,5922	0,7114	0,8620
Stupanj pokrića II	1,1042	1,1366	1,0659	1,2176	1,3349
Rentabilnost vlastitog kapitala	0,0234	0,0237	0,0172	0,0852	0,0653

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Promatrajući svih pet godina, svi promatrani pokazatelji upućuju na stabilnost poslovanja poduzeća Kandid d.o.o. Neto radni kapital je pozitivan u svim promatranim godinama što upućuje na likvidnost poduzeća. Pozitivan neto radni kapital je posljedica velikih zaliha koje proizvodna djelatnost mora imati u svojoj bilanci kako bi održavala svoju proizvodnju bez prekida. Pokazatelji zaduženosti upućuju na povećano korištenje sredstava eksternih izvora i to u iznosima od 50 do 70 % ukupnog financiranja, te postojanje mogućnosti pojave problema prilikom podmirivanja obveza i plaćanja kamata. Tablica 7. prikazuje elemente za procjenu prosječnog troška financijskog duga u % u razdoblju od 2017. do 2021. godine. Stanje financijskog duga Kandida d.o.o. u 2016. godini iznosilo je 167.106.000 kuna.

Tablica 7. Trošak duga za Kandid d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

<b>OPIS</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Rashodi s osnova kamata	5.957.000	5.666.000	4.376.000	3.310.000	2.629.000
Stanje financijskog duga	184.083.000	158.319.000	127.772.000	117.961.000	96.773.000
Prosječno stanje financijskog duga u tekućoj godini	175.594.500	171.201.000	143.045.500	122.866.500	107.367.000
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	3,39	3,31	3,06	2,69	2,45

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)



Iz priložene Tablice 7. vidljivo je kako se kroz godine smanjuju rashodi s osnova kamata i stanje financijskog duga, ali i procijenjeni prosječni trošak financijskog duga. Isto tako, bitno je spomenuti kako je iznos rashoda s osnova kamata i stanje financijskog duga najveće u 2017. godini u odnosu na ostale promatrane godine dok se u ostalim godinama smanjuje. Razlog tomu su investicije u proizvodnu opremu s ciljem povećanja efikasnosti proizvodnih procesa u 2017. godini, te razvoja novih proizvoda.

Tablica 8. Financijski pokazatelji za Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

<b>FINANCIJSKI POKAZATELJI</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Neto radni kapital (u kn)	-84.397.517	-50.008.784	-60.200.088	-61.966.483	-68.294.347
Koeficijent financijske stabilnosti	11,5573	2,0869	2,5213	3,3998	4,4136
Koeficijent vlastitog financiranja	-0,0960	0,1903	0,1672	0,1161	0,1085
Koeficijent financiranja	-11,3368	4,2354	4,9986	7,6380	8,2476
Stupanj pokrića I	-0,1250	0,2504	0,2231	0,1645	0,1537
Stupanj pokrića II	0,0865	0,4792	0,3966	0,2941	0,2266
Rentabilnost vlastitog kapitala	1,0315	-0,1839	-0,2465	-0,6486	-0,1636

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Neto radni kapital upućuju na visoke kratkoročne obveze koje poduzeće ima za zajmove, za predujmove, prema dobavljačima, prema zaposlenicima, te za poreze i doprinose. Poduzeće u svim promatranim godinama bilježi negativan trend neto radnog kapitala. Kako se promatrano poduzeće bavi djelatnosti usluga, razumno je kako neće imati velike iznose zaliha pa, samim time, u slučaju adekvatne politike naplate, niti veliku kratkotrajnu imovinu. Koeficijent financijske stabilnosti ukazuje na deficit radnog kapitala jer je dugotrajna imovina neadekvatno financirana iz kratkoročnih izvora iz razloga niske kapitaliziranosti poduzeća i dominantnog financiranja iz sredstava kratkoročnih izvora. S tim u vezi i rezultati analiziranih financijskih pokazatelja za poduzeće Panturist d.d. ukazuju na dosta visoko korištenje vanjskih izvora financiranja. Poduzeće bi u narednom periodu trebalo poraditi na smanjenju zaduživanja, jer koeficijent financiranja upućuje na to kako je postojala mogućnost pojave poteškoća prilikom podmirivanja obveza i plaćanja kamata u promatranom periodu.

Stanje financijskog duga u 2016. godini iznosilo je 76.352.681 kuna. Budući da Panturist d.d. nema obveze prema financijskim institucijama, pa samim time nema ni rashode s osnova kamata za kredite, prilikom izračuna troška duga uzet će se u obzir sljedeće stavke: obveze

prema poduzetnicima unutar grupe, obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe, te rashodi s osnova kamata i slični rashodi s poduzetnicima unutar grupe.

Tablica 9. Trošak duga za Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

OPIS	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Rashodi s osnova kamata	1.655.677	1.712.078	1.619.767	1.698.618	1.495.232
Stanje financijskog duga	113.579.278	89.465.609	97.702.159	102.303.639	104.134.882
Prosječno stanje financijskog duga u tekućoj godini	94.965.980	101.522.444	93.583.884	100.002.899	103.219.260
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	1,74	1,69	1,73	1,70	1,45

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Iz priložene Tablice 9. vidljivo je kako rashodi s osnova kamata kroz promatrano vrijeme osciliraju, te time oscilira i trošak duga. Razlog oscilacijama je u tome što su se u jednoj godini obveze prema poduzetnicima unutar grupe povećale, a već su se u sljedećoj godini smanjile.

Tablica 10. prikazuje financijske pokazatelje tvrtke Unikom d.o.o. u promatranom razdoblju.

Tablica 10. Financijski pokazatelji za Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

FINANCIJSKI POKAZATELJI	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Neto radni kapital (u kn)	-2.965.021	-4.473.152	-5.083.434	-5.786.168	-8.343.159
Koeficijent financijske stabilnosti	1,1203	1,1378	1,1612	1,2146	1,2535
Koeficijent vlastitog financiranja	0,6383	0,5885	0,5654	0,5673	0,5414
Koeficijent financiranja	0,4940	0,6314	0,6803	0,6266	0,7045
Stupanj pokrića I	0,8093	0,7666	0,7317	0,7036	0,6571
Stupanj pokrića II	0,8926	0,8789	0,8612	0,8233	0,7978
Rentabilnost vlastitog kapitala	0,0116	0,0044	0,0108	0,0060	0,0029

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Poduzeće Unikom d.o.o. također u promatranom razdoblju ima negativnu vrijednost neto radnog kapitala. Kod promatranog poduzeća postoje zalihe koje se u promatranom razdoblju kreću oko 2 milijuna kuna, te potraživanja koja se kreću od 11 do 17 milijuna kuna. Budući da je djelatnost promatranog poduzeća uslužna, podrazumijeva se da ima niže zalihe nego poduzeća koja se bave proizvodnom djelatnosti, stoga ovaj pokazatelj ne znači nužno da

poduzeće ima problema s likvidnosti te je zbog toga potrebno napraviti detaljniju analizu. Kratkoročne obveze kod poduzeća Unikom d.o.o. su visoke zbog obveza prema bankama, obveza za predujmove, obveza prema dobavljačima, obveza prema zaposlenicima te zbog obveza za poreze. Koeficijent financijske stabilnosti upućuje na deficit radnog kapitala zbog neadekvatnog financiranja dugotrajne imovine iz kratkoročnih izvora. Što se tiče pokazatelja zaduženosti svi promatrani se kreću oko referentnih vrijednosti, što znači da poduzeće ima dobar raspored financiranja i od unutarnjih i od vanjskih izvora. Koeficijent vlastitog financiranja, u pravilu, treba biti veći od 0,5, te je iz priložene Tablice 10. vidljivo kako se promatrano poduzeće podjednako financira vlastitim i posuđenim sredstvima.

Bitno je napomenuti kako je stanje financijskog duga u 2016. godini iznosilo 12.201.063 kuna, a taj podatak je potreban prilikom izračuna prosječnog stanja financijskog duga u 2017. godini.

Tablica 11. Trošak duga za Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine

(iznosi prikazani u kn)

OPIS	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Rashodi s osnova kamata	508.434	482.369	504.027	461.442	458.450
Stanje financijskog duga	14.890.554	16.505.812	19.652.666	20.013.613	24.525.436
Prosječno stanje financijskog duga u tekućoj godini	13.545.809	15.698.183	18.079.239	19.833.140	22.269.525
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	3,75	3,07	2,79	2,33	2,06

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Iz Tablice 11. je vidljivo kako rashodi s osnova kamata padaju u 2018. godini u odnosu na prethodnu godinu, dok u 2019. godini ponovno rastu zbog većih obveza prema financijskim institucijama. Od 2019. godine rashodi za kamate opet padaju, što rezultira i smanjivanjem troška duga kroz promatrano vrijeme.

### 6.3. Horizontalna analiza pasive

U sklopu ovog potpoglavlja prikazat će se rezultati horizontalne analize pasive promatranih poslovnih subjekata u razdoblju od 2017. do 2021. godine. Unutar ove analize promatrat će se izvori financiranja poduzeća, odnosno promatrat će se vlastiti, ali i tuđi izvori financiranja. Horizontalnom analizom prikazuju se promjene pojedine stavke u promatranoj godini s obzirom na baznu godinu, te se bilježi porast, odnosno smanjenje stavke.

Tablica 12. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća GPP d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.

<b>PASIVA</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2020. (u kn)</b>	<b>2021./2020. (u %)</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2017. (u kn)</b>	<b>2021./2017. (u %)</b>
Kapital i rezerve	-225.658	-1,16 %	-5.949.728	-23,62 %
Rezerviranja	149.957	6,67 %	2.397.357	-
Dugoročne obveze	-6.780.393	-16,93 %	-51.621.256	-60,81 %
Kratkoročne obveze	1.431.129	2,53 %	-2.368.434	-3,93 %
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	21.448.028	17,85 %	68.497.619	93,71 %
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>16.023.063</b>	<b>6,72 %</b>	<b>10.955.558</b>	<b>4,50 %</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Kod promatranog poduzeća dugoročne obveze u promatranom razdoblju najvećim dijelom čine obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama, dok kratkoročne obveze najvećim dijelom, također čine obveze prema bankama, te obveze prema dobavljačima i zaposlenicima. Iz priložene Tablice 12., može se zamijetiti kako su se kapital i dugoročne obveze u 2021. godini u odnosu na 2020. godinu smanjili, dok su se kratkoročne obveze povećale. Ono što je bitno primijetiti kako su se dugoročne obveze u 2021. godini u odnosu na 2017. godinu drastično smanjile i to za oko 60 %. Razlog visokim dugoročnim obvezama u 2017. godini su ulaganja u građevinske objekte, postrojenja, opremu, alate, pogonski inventar i transportna sredstva zbog čega se poduzeće moralo zadužiti. U prilogu rada može se vidjeti horizontalna analiza provedena za 2018./2017., 2019./2018. i za 2020./2019. godinu.

Tablica 13. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.

<b>PASIVA</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2020. (u kn)</b>	<b>2021./2020. (u %)</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2017. (u kn)</b>	<b>2021./2017. (u %)</b>
Kapital i rezerve	-22.166.439	-77,33 %	3.646.319	127,89 %
Rezerviranja	9.091.924	-	3.301.608	57,02 %
Dugoročne obveze	-66.150.628	-20,26 %	92.805.594	55,40 %
Kratkoročne obveze	103.977.839	50,93 %	178.076.632	136,93 %
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	74.853.322	-	2.099.025	2,89 %
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>99.606.018</b>	<b>17,81 %</b>	<b>279.929.178</b>	<b>73,86 %</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Kod promatranog poduzeća strukturu dugoročnih obveza u promatranom razdoblju najvećim dijelom čine obveze prema HEP-u d.d. za zakup dugotrajne imovine, te obveze prema HEP-u d.d. po dugoročnim kreditima. Kratkoročne obveze najvećim dijelom čine obveze prema poduzetnicima unutar grupe, obveze prema dobavljačima i zaposlenicima, te obveze za poreze i doprinose. Ono što je bitno zamijetiti iz gore prikazane Tablice 13. je sljedeće: kapital se u 2021. u odnosu na 2020. godinu dosta smanjio, dok se u odnosu na 2017. godinu drastično povećao. Dugoročne obveze su se u 2021. godini u odnosu na 2020. godinu nešto malo smanjile, no u odnosu na 2017. godinu su porasle za oko 55 %. Kratkoročne obveze drastično su se povećale u 2021. godini u odnosu na 2017. godinu. Razlog povećanja kapitala u 2021. u odnosu na 2017. godinu je zbog porasta zadržane dobiti i rezervi fer vrijednosti, a kratkoročne obveze su se povećale zbog povećanja obveza prema dobavljačima, obveza prema poduzetnicima unutar grupe, te zbog obveza za zajmove i depozite. U prilogu rada može se vidjeti horizontalna analiza provedena za razdoblja 2018./2017., 2019./2018. i 2020./2019.

Tablica 14. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Kandit d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.

<b>PASIVA</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2020. (u kn)</b>	<b>2021./2020. (u %)</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2017. (u kn)</b>	<b>2021./2017. (u %)</b>
Kapital i rezerve	7.435.000	6,98 %	23.927.000	26,59 %
Rezerviranja	50.000	11,11 %	500.000	-
Dugoročne obveze	-13.275.000	-17,52 %	-63.831.000	-50,53 %
Kratkoročne obveze	-15.070.000	-17,29 %	-37.407.000	-34,16 %
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	0	-	0	-
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>-20.860.000</b>	<b>-7,73 %</b>	<b>-76.811.000</b>	<b>-23,57 %</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Za poduzeće Kandit d.o.o., već kod analize pokazatelja financiranja, bilo je vidljivo kako je likvidno i uspješno vodi poslovanje. Tome u prilog ide i prikaz horizontalne analize gdje je vidljivo povećanje kapitala, a smanjenje obveza u 2021. godini u odnosu na 2020., te 2017. godinu. Strukturu dugoročnih obveza čine obveze za dugoročne kredite, dok strukturu kratkoročnih obveza čine obveze za kratkoročne kredite te obveze prema dobavljačima. Budući da su se i dugoročne i kratkoročne obveze u promatranom periodu smanjile to, nadalje, znači kako se poduzeće kroz godine sve manje i manje zaduživalo, a više se financiralo vlastitim sredstvima. U prilogu rada može se vidjeti horizontalna analiza provedena za razdoblja 2018./2017., 2019./2018. i za 2020./2019.

Tablica 15. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Panturist d.d. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.

<b>PASIVA</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2020. (u kn)</b>	<b>2021./2020. (u %)</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2017. (u kn)</b>	<b>2021./2017. (u %)</b>
Kapital i rezerve	-870.555	-6,06 %	25.179.160	215,57 %
Rezerviranja	-368.047	-53,89 %	-225.402	-41,71 %
Dugoročne obveze	-4.919.103	-43,46 %	-13.361.823	-67,61 %
Kratkoročne obveze	6.498.775	6,60 %	-7.719.278	-6,85 %
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	254.046	115,67 %	-346.033	-42,21 %
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>595.116</b>	<b>0,48 %</b>	<b>3.526.624</b>	<b>2,89 %</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Kao što se može vidjeti u Tablici 15., strukturu dugoročnih obveza poduzeća Panturist d.d. najvećim dijelom čine obveze za zajmove i depozite, te odgođena porezna obveza, dok strukturu kratkoročnih obveza čine obveze za zajmove i depozite, obveze prema dobavljačima, te obveze prema zaposlenicima. Kod promatranog poduzeća Panturist d.d. kapital se u 2021. godini u odnosu na 2020. godinu smanjio, dok se u odnosu na 2017. godinu značajno povećao. Razlog povećanju je povećanje stavke temeljnog kapitala, revalorizacijskih rezervi, te smanjenja iznosa gubitka u 2021. godini u odnosu na 2017. godinu. Dugoročne obveze su se u 2021. godini u odnosu na bazne godine smanjile što povoljno djeluje na poslovanje poduzeća. Konkretno, smanjile su se stavke obveze za zajmove i depozite, te odgođena porezna obveza. Kratkoročne obveze su se povećale u odnosu na 2020. godinu. Povećale su se zbog porasta obveza za zajmove i depozite, obveza prema dobavljačima te zbog obveza prema zaposlenicima. U prilogu rada može se vidjeti horizontalna analiza provedena za razdoblja 2018./2017., 2019./2018. i za 2020./2019.

Struktura dugoročnih obveza poduzeća Unikom d.o.o. sastavljena je najvećim dijelom od obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama, dok strukturu kratkoročnih obveza čine sljedeće stavke: obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama, obveze prema dobavljačima, obveze prema zaposlenicima i obveze za poreze i doprinose. Kao što je vidljivo iz Tablice 16., kapital poduzeća Unikom d.o.o. je u usporedbi s baznim godinama rastao, što je svakako pozitivno za poduzeće. Dugoročne i kratkoročne obveze su rasle, pri čemu je bitno primijetiti kako su dugoročne obveze drastično porasle u 2021. u odnosu na 2017. godinu. Razlog porasta dugoročnih obveza je rast obveza prema bankama i financijskim institucijama.

Tablica 16. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Unikom d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.

<b>PASIVA</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2020. (u kn)</b>	<b>2021./2020. (u %)</b>	<b>Apsolutni iznos 2021./2017. (u kn)</b>	<b>2021./2017. (u %)</b>
Kapital i rezerve	146.533	0,29 %	1.209.385	2,45 %
Rezerviranja	-186.194	-100,00 %	0	-
Dugoročne obveze	2.250.116	26,24 %	5.742.573	113,02 %
Kratkoročne obveze	1.781.126	7,74 %	5.494.722	28,48 %
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	-315.593	-4,11 %	3.401.876	86,05 %
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>3.675.988</b>	<b>4,09 %</b>	<b>15.848.556</b>	<b>20,41 %</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Unikom d.o.o. je u 2021. u odnosu na 2017. godinu povećao svoje dugoročne obveze jer je investirao u postrojenja i opremu, alat, pogonski inventar i transportnu imovinu, te građevinske objekte. U prilogu rada može se vidjeti horizontalna analiza provedena za razdoblja 2018./2017., 2019./2018. i 2020./2019.

#### **6.4. Vertikalna analiza pasive**

U nastavku rada slijedi tablični prikaz vertikalne analize pasive pet odabranih poslovnih subjekata u razdoblju od 2017. do 2021. godine. Vertikalnom analizom prezentiraju se udjeli pojedine stavke u ukupnom iznosu pasive.

Iz priložene Tablice 17., kod poduzeća GPP d.o.o., bitno je uočiti kako je u svim promatranim godinama, udio kapitala u ukupnom iznosu pasive gotovo beznačajan nasuprot velikim postocima dugoročnih i kratkoročnih obveza. Ono što je bitno primijetiti jest kako su se kroz godine udjeli stavke kapital i rezerve, te dugoročnih i kratkoročnih obveza smanjivali kroz vrijeme. Stavka odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja čini dosta veliki udio (od 30 do 55 %) u ukupnom iznosu pasive. GPP d.o.o. je u promatranom razdoblju imao dosta ulaganja u *software*, računala i računalnu opremu, pogonski i poslovni inventar te transportna sredstva. Iz tog razloga je promatrano poduzeće imalo odgođeno plaćanje troškova i prihoda budućega razdoblja jer u tekućem razdoblju nisu podmirili troškove nastale prema drugim subjektima.

Tablica 17. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2017.</b>	<b>% 2018.</b>	<b>% 2019.</b>	<b>% 2020.</b>	<b>% 2021.</b>
Kapital i rezerve	10,35	9,76	8,62	8,17	7,56
Rezerviranja	0,00	0,00	0,00	0,94	0,94
Dugoročne obveze	34,87	29,86	22,62	16,80	13,08
Kratkoročne obveze	24,75	24,67	24,52	23,69	22,76
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	30,03	35,71	44,25	50,40	55,66
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Kao što je navedeno u Tablici 3. i Tablici 18., trošak duga kreće se od 1,14 % do 1,84 % kroz promatrano vremensko razdoblje. Bitno je naglasiti kako je GPP d.o.o. u promatranom razdoblju smanjivao svoje obveze prema financijskim institucijama što je rezultiralo smanjenjem financijskih rashoda. Isto tako, važno je spomenuti kako u razdoblju od 2017. do 2021. godine poduzeće ima prenesenih gubitaka, koji itekako negativno utječe na kapitalnu strukturu promatranog poduzeća. GPP d.o.o. je u razdoblju od 2017. do 2019. godine ostvarilo gubitak koji se kretao u rasponu od 1.630.000 do 3.081.000 kuna, u 2020. godini je ostvarilo dobit u iznosu od 1.770.000 kuna, a u 2021. godini je ponovno ostvarilo gubitak od 225.600 kuna. Budući da je poduzeće ostvarilo gubitke u promatranom razdoblju postoji mogućnost da se jave problemi s podmirivanjem dospjelih obveza prema drugim subjektima. Žager i dr. (2020:53) navode kako neto marža profita prikazuje koliko posto ostvarenih prihoda pripada vlasnicima poslovnog subjekta, a može se izračunati prema sljedećoj formuli:

$$\text{neto marža profita} = (\text{neto dobit} / \text{poslovni prihodi}) * 100.$$

Tablica 18. Usporedba troška duga i neto marže profita za GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

<b>OPIS</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	1,84	1,83	1,76	1,18	1,14
Neto marža profita	-5,01	-3,50	-2,41	2,55	-0,33

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)



Neto marža profita za GPP d.o.o. u promatranom razdoblju kreće se od -5,01 % do 2,55 %. Budući da je poduzeće ostvarilo dobit jedino u 2020. godini, iznos neto marže profita u toj godini je pozitivan broj i iznosi 2,55 %, što dalje znači da tih 2,55 % od ostvarenih prihoda pripada vlasnicima poduzeća, odnosno raspoloživo je za pokriće gubitaka iz prethodnih razdoblja. Budući da poduzeće ostvaruje gubitak u svim promatranim godinama, osim u 2020. godini, može se zaključiti kako trošak duga i gubitak koji poduzeće ostvaruje negativno utječe na kapitalnu strukturu, na način da smanjuje stavku kapital i rezerve i nužno povećava udio tuđih sredstava u financiranju poslovanja.

Tablica 19. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2017.</b>	<b>% 2018.</b>	<b>% 2019.</b>	<b>% 2020.</b>	<b>% 2021.</b>
Kapital i rezerve	0,75	0,07	0,72	5,12	0,99
Rezerviranja	1,53	1,73	1,84	0,00	1,38
Dugoročne obveze	44,21	43,20	43,80	58,37	39,51
Kratkoročne obveze	34,32	37,39	37,39	36,50	46,76
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	19,20	17,61	16,25	0,00	11,36
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Iz prethodno prikazane Tablice 19., može se zaključiti kako najveći dio kapitalne strukture čini dug, odnosno dugoročne i kratkoročne obveze koje su kroz promatrano vrijeme oscilirale. Stavka kapital i rezerve čini tek maleni udio u ukupnoj pasivi poduzeća.

Tablica 20. Usporedba troška duga i neto marže profita za HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

<b>OPIS</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	0,24	0,17	0,34	0,53	0,87
Neto marža profita	0,89	0,08	0,78	7,16	1,08

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Kao što je prikazano u Tablici 20., trošak duga se kretao od 0,17 % do 0,87 %. U promatranom razdoblju HEP-PLIN d.o.o. ostvario je dobit koja se kretala od 263.000 do 31.103.000 kuna. HEP-PLIN d.o.o. ima obveze prema HEP-u d.d. temeljem zakupa dugotrajne imovine, za

plaćene dobavljače, za administrativne troškove, za nabavu plina i slično. Isto tako, bitno je naglasiti kako je HEP-PLIN d.o.o. plaćao udjel u rezultatu vladajućem društvu. Neto marža profita za HEP-PLIN d.o.o. u promatranom razdoblju kreće se od 0,08 % do 7,16 %. Taj pozitivan iznos neto marže profita znači kako taj postotak od ukupnih prihoda pripada vlasnicima poduzeća. U 2020. godini dobit je značajnije porasla u odnosu na ostale promatrane godine pa je stoga i neto marža profita dosta porasla. Također, bitno je zamijetiti kako je i trošak duga u 2020. godini porastao zbog povećanih obveza prema poduzetnicima unutar grupe. Iako, analizirani financijski pokazatelji prikazuju kako poduzeće nema dovoljno sredstava da bi podmirilo svoje kratkoročne obveze i da se premalo financira vlastitim sredstvima, trošak duga i neto marža profita prikazuju kako unatoč porastu troška zaduživanja od 2019. do 2021. godine poduzeće je i dalje profitabilno i ostvaruje dobit u svim promatranim godinama te je taj ostvareni profit veći od troška izvora financiranja unutar grupe. Navedeno sugerira da je za poduzeće oportuno koristiti tuđe izvore sredstava do razine koja ne narušava financijsku stabilnost poslovanja.

Tablica 21. Vertikalna analiza bilančnih stavki poduzeća Kandit d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2017.</b>	<b>% 2018.</b>	<b>% 2019.</b>	<b>% 2020.</b>	<b>% 2021.</b>
Kapital i rezerve	27,62	31,22	34,80	39,46	45,75
Rezerviranja	0,00	0,00	0,00	0,17	0,20
Dugoročne obveze	38,77	33,98	27,84	28,08	25,10
Kratkoročne obveze	33,61	34,80	37,36	32,30	28,95
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Dok pokazatelji financiranja i horizontalna analiza upućuju na izvrsno poslovanje poduzeća Kandit, vertikalna analiza to potvrđuje. Iako ukupne obveze čine veliki udio pasive poduzeća, Kandit ima dosta visok udio kapitala i rezervi u ukupnoj pasivi, što nadalje znači da dosta svojih poslovnih i investicijskih odluka Kandit d.d. podupire vlastitim financiranjem.

Kao što pokazuju podaci u Tablici 22., troškovi duga za Kandit d.o.o. kreću se od 2,45 % do 3,39 %. U promatranom razdoblju Kandit d.o.o. ostvario je dobit koja se kretala od 1.735.000 do 9.068.000 kuna. U interesu promatranog društva je držati optimalnu razinu financiranja i vlastitim i dužničkim sredstvima. Dakle, poduzeće isplaćuje dobit, ali se financira i zaduživanjem. Trošak zaduživanja ne utječe negativno na kapitalnu strukturu poduzeća, što je

vidljivo iz bilance (vidjeti priloge na kraju rada). Poduzeće u svim godinama bilježi rast kapitala i rezervi, te smanjenje obveza što je vidljivo i kroz izračun troška duga. Neto marža profita u promatranom razdoblju kreće se od 0,66 % do 3,60 %. Taj pozitivan iznos neto marže profita znači kako taj postotak od ukupnih prihoda pripada vlasnicima poduzeća.

Tablica 22. Usporedba troška duga i neto marže profita za Kandid d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

(iznosi prikazani u %)

OPIS	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	3,39	3,31	3,06	2,69	2,45
Neto marža profita	0,69	0,75	0,66	3,60	3,02

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Kako je najveća dobit poduzeća ostvarena u 2020. godini, razumno je da je u toj godini i neto marža profita najveća. Trošak duga i neto profitna marža upućuju na stabilno poslovanje i profitabilnost društva, gdje trošak duga, odnosno zaduživanje povoljno utječe na rast i razvoj samog poduzeća.

Tablica 23. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

PASIVA	% 2017.	% 2018.	% 2019.	% 2020.	% 2021.
Kapital i rezerve	-9,57	18,94	16,59	11,49	10,75
Rezerviranja	0,44	0,24	0,01	0,55	0,25
Dugoročne obveze	16,19	17,30	12,90	9,05	5,09
Kratkoročne obveze	92,27	62,91	70,01	78,73	83,53
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	0,67	0,61	0,49	0,18	0,38
UKUPNO PASIVA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Kod Panturista d.d. bitno je uočiti negativnu promjenu stavke kapitala i rezervi u 2017. godini, a razlog tomu je dosta visok iznos prenesenog gubitka i gubitka poslovne godine. U promatranim godinama dugoročne obveze čine puno manji udio pasive u odnosu na kratkoročne obveze koje zbog velikih obveza za zajmove i depozite čine jako veliki dio pasive poduzeća. Dugoročne obveze Panturista d.d. kreću se u rasponu od 6 milijuna do gotovo 22 milijuna kuna, dok se kratkoročne obveze kreću od 80,5 do 112,5 milijuna kuna i time čine veliki dio pasive

poduzeća. Panturist d.d. je u petogodišnjem razdoblju ostvario gubitak koji se kretao od 2 do preko 12 milijuna kuna.

Tablica 24. Usporedba troška duga i neto marže profita za Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

(iznosi prikazani u %)

OPIS	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	1,74	1,69	1,73	1,70	1,45
Neto marža profita	-12,74	-4,67	-5,79	-17,18	-3,27

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Iz Tablice 24. je vidljivo kako trošak duga oscilira. Razlog oscilacijama je povećanje kratkoročnih obveza odnosno smanjenja dugoročnih obveza (u periodu od 2019. do 2021. godine) prema poduzetnicima unutar grupe. Trošak duga nepovoljno utječe na kapitalnu strukturu, iz razloga što su se kratkoročne obveze prema poduzetnicima unutar grupe povećavale od 2019. do 2021. godine. Također, preneseni gubitci i oni ostvareni u tekućoj godini koji su se povećavali iz godine u godinu, nepovoljno su utjecali na kapitalnu strukturu. Neto marža profita u promatranom razdoblju je negativna, iz razloga što je poduzeće u promatranom razdoblju ostvarivalo gubitke. Povećanje visine kratkoročnog duga iznad vrijednosti kratkotrajne imovine ukazuje na nedovoljnu likvidnost poduzeća koje bi poduzeće u narednom periodu trebalo smanjiti. Neto marža profita upućuje na nužnost smanjivanja poslovnih i financijskih rashoda kako bi poduzeće u budućnosti ostvarilo dobit umjesto gubitka.

Tablica 25. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

PASIVA	% 2017.	% 2018.	% 2019.	% 2020.	% 2021.
Kapital i rezerve	63,53	58,63	56,34	56,10	54,05
Rezerviranja	0,00	0,00	0,00	0,21	0,00
Dugoročne obveze	6,54	8,59	9,97	9,54	11,58
Kratkoročne obveze	24,84	28,43	28,36	25,61	26,51
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja	5,09	4,35	5,33	8,54	7,87
UKUPNO PASIVA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Za poduzeće Unikom d.o.o. bitno je uočiti visok udio (od preko 50 %) kapitala i rezervi u ukupnoj pasivi. Dugoročne obveze čine dosta mali dio, dok kratkoročne obveze čine oko 20 do 30 % ukupne pasive poduzeća.

Tablica 26. Usporedba troška duga i neto marže profita za Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %)

(iznosi prikazani u %)

OPIS	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
Procjena prosječnog troška financijskog duga u %	3,75	3,07	2,79	2,33	2,06
Neto marža profita	0,85	0,30	0,67	0,40	0,16

Izvor: izrada autorice na temelju financijskih izvještaja dostupnih na stranicama FINA-e (razdoblje objave podataka: 2018. – 2022.)

Procjena prosječnog troška financijskog duga za Unikom d.o.o. se smanjuje kroz vrijeme, što svakako povoljno utječe na rezultat poslovanja. Iako ukupne obveze kroz promatrano vrijeme osciliraju, one čine manji udio u ukupnoj pasivi nego što to čini stavka kapital i rezerve. U promatranom razdoblju Unikom d.o.o. ostvario je dobit koja se kretala od 146.000 do preko 570.000 kuna. Neto marža profita u promatranom razdoblju kreće se od 0,16 % do 0,85 %, što je vrlo mali iznos u odnosu na trošak duga. To nadalje znači kako navedeno poduzeće može gurnuti u ekonomski gubitak u slučaju povećanja zaduženosti, jer je prosječni trošak financijskog duga veći od stope profita koji ostvaruje.

Poduzeća se često više financiraju putem eksternih izvora, nego vlastitim sredstvima. Zaduživanje za poduzeća je povoljno ako su u mogućnosti podmiriti na vrijeme sve svoje dospjele obveze, održavati likvidnost i profitabilnost poduzeća. Zaduživanje omogućuje poduzećima rast i razvoj ako se zadužuju racionalno, odnosno ako održavaju optimalnu strukturu kapitala i ne ugrožavaju svoju likvidnost i solventnost.

## 7. Rasprava

Unutar poglavlja rasprave tablično će se prikazati, a potom i prokomentirati jesu li poduzeća ostvarila pozitivne ili negativne ocjene na temelju analize financijskih pokazatelja, te horizontalne i vertikalne analize.

Tablica 27. Ocjena poduzeća na temelju provedenih analiza

	<b>Financijski pokazatelji</b>	<b>Horizontalna analiza</b>	<b>Vertikalna analiza</b>
<b>GPP d.o.o.</b>	-	-	-
<b>HEP-PLIN d.o.o.</b>	-	-	-
<b>Kandit d.o.o.</b>	+/-	+	+
<b>Panturist d.d.</b>	-	-	-
<b>Unikom d.o.o.</b>	+	+/-	+/-

Izvor: izrada autorice

Nakon provedene analize financijskih pokazatelja, dva od pet promatranih poduzeća su dobila pozitivnu ocjenu, odnosno dobro su upravljala kapitalnom strukturom poduzeća. Kandit d.o.o. ima pozitivan neto radni kapital što upućuje na likvidnost poduzeća, odnosno u bilo kojem trenutku je u stanju podmiriti sve svoje dospjele kratkoročne obveze, no pokazatelji zaduženosti upućuju na dosta visoku zaduženost (od 50 % do 70 %) iz vanjskih izvora. Koeficijent financiranja prelazi referentnu vrijednost pa postoji mogućnost pojave poteškoća prilikom podmirivanja obveza i plaćanja kamata. Unikom d.o.o., pak, ima negativnu vrijednost radnog kapitala, iz razloga što ima malu kratkotrajnu imovinu u odnosu na kratkoročne obveze. Budući da Unikom d.o.o. pripada djelatnosti usluga, zalihe su mu niske pa je iz tog razloga i kratkotrajna imovina niska. Također, deficit radnog kapitala proizlazi i zbog neadekvatnog financiranja dugotrajne imovine. Iako je neto radni kapital negativan, ne znači nužno da je poduzeće nelikvidno. Pokazatelji zaduženosti upućuju na ravnomjerno financiranje i vlastitim i posuđenim sredstvima.

Na temelju provedene horizontalne analize, utvrđeno je povećanje vrijednosti stavke kapitala i rezervi kod poduzeća Kandit d.o.o. i Unikom d.o.o. Kod poduzeća Kandit d.o.o., dugoročne obveze se smanjuju kroz vrijeme, dok kratkoročne obveze rastu do 2018. godine, a od 2019. do 2021. godine bilježe pad. Kod poduzeća Unikom d.o.o. i dugoročne i kratkoročne obveze osciliraju. Točnije, ukupne obveze se povećavaju do 2019. godine, zatim se u 2020. godini smanjuju, a u 2021. godini se ponovno povećavaju.

Na temelju vertikalne analize utvrđen je dobar omjer kapitala i ukupnih obveza kod dva promatrana poduzeća. Kandid d.o.o. i Unikom d.o.o. imaju prema provedenoj vertikalnoj analizi dosta visok udio kapitala u ukupnoj pasivi poduzeća, te razuman iznos ukupnih obveza koja poduzeća uspijevaju podmiriti po dospijeću. No, bitno je naglasiti kako poduzeće Unikom d.o.o. bilježi negativan trend povećanja obveza u strukturi izvora financiranja.

Kako bi se dobila cjelovita analiza kapitalne strukture poduzeća, analizirao se i trošak duga za svako poduzeće. Kod GPP-a d.o.o. procijenjeni prosječni trošak financijskog duga se smanjuje kroz vrijeme, no visoki preneseni gubici negativno utječu na kapitalnu strukturu poduzeća. Kod HEP-PLINA d.o.o. procijenjeni prosječni trošak financijskog duga je pao u 2018. godini, dok u svim ostalim promatranim godinama raste zbog povećanja obveza prema poduzetnicima unutar grupe. Poduzeće je u svim promatranim godinama ostvarilo dobit. Kandid d.o.o. ostvaruje dobit u svim promatranim godinama, a procijenjeni prosječni trošak financijskog duga pada kroz vrijeme. Kod Panturista d.d. procijenjeni prosječni trošak financijskog duga oscilira kroz vrijeme, jer su se obveze povećavale, a zatim smanjivale prema poduzetnicima unutar grupe. Panturist d.d. u svim godinama ostvaruje gubitke, i upravo ti preneseni gubici negativno utječu na kapitalnu strukturu poduzeća. Unikom d.o.o. ostvaruje dobit, a financijske obveze se smanjuju u promatranom razdoblju.

Na temelju gore prikazane tablice, te provedenih analiza u petogodišnjem razdoblju može se odgovoriti na istraživačka pitanja koja glase:

1. Postoje li značajne razlike u upravljanju kapitalom između javnih i privatnih društava, te između djelatnosti odabranih poduzeća?
2. Koje poduzeće je u 2021. godini u odnosu na prethodne godine imalo podjednak omjer vlastitih i posuđenih izvora sredstava?

Nakon provedenih analiza uočeno je da postoje razlike u upravljanju kapitalom promatranih društava. Javna društva u ovom radu su GPP d.o.o., Unikom d.o.o. i HEP-PLIN d.o.o., koji imaju deficit radnog kapitala. Negativan poslovni kapital se javlja zbog specifičnosti djelatnosti kojima se bave ove tvrtke no i zbog neadekvatnog financiranja dugotrajne imovine kratkoročnim izvorima. GPP d.o.o. i HEP-PLIN d.o.o. više se financiraju zaduživanjem nego vlastitim sredstvima, a na to upućuje odnos između iznosa ukupnih obveza i kapitala, dok se Unikom d.o.o. podjednako financira i vlastitim i posuđenim sredstvima. U narednom periodu, GPP d.o.o. i HEP-PLIN d.o.o. bi trebali povećati udio kapitala i rezervi u ukupnoj pasivi poduzeća jer je trenutni udio gotovo beznačajan naspram ukupnih obveza. U ovom radu,

privatnim društvima pripadaju Panturist d.d. i Kandid d.o.o. Iako su oba poduzeća privatna, postoje razlike u njihovoj strukturi kapitala. Dok Panturist d.d. ima problema s dosta visokim korištenjem vanjskih izvora i prenesenim gubitcima koji negativno utječu na kapitalnu strukturu, Kandid d.o.o., pak, ima stabilno poslovanje i ravnomjerno financiranje iz vanjskih i unutarnjih izvora.

Također, postoje razlike između promatranih poduzeća s obzirom na djelatnosti usluga, trgovačku djelatnost i proizvodnu djelatnost. U ovom radu poduzeća GPP d.o.o., Unikom d.o.o. i Panturist d.d. pružaju usluge svojim klijentima, a HEP-PLIN d.o.o. se bavi trgovačkom djelatnošću prodaje plina nabavljenog od drugih poslovnih subjekata, dok se Kandid d.o.o. bavi proizvodnom djelatnosti. Razlika između navedenih poduzeća postoji i očituje se kroz razinu zaliha i potraživanja od kupaca kod proizvodne djelatnosti, odnosno kod poduzeća Kandid d.o.o., no i kod HEP-PLINA d.o.o. koji, također, ima visoka potraživanja. GPP d.o.o. i Panturist d.d. su uslijed ostvarenih gubitaka koja kontinuirano smanjuju udio kapitala i rezervi u kapitalnoj strukturi primorana tražiti druge izvore financiranja imovine i poslovanja, i to su u svim slučajevima kratkoročne obveze što u još većoj mjeri povećava problem likvidnosti i neadekvatnog radnog kapitala. Unikom d.o.o., također, povećava udio kratkoročnih i dugoročnih obveza u financiranju poslovanja no, u isto vrijeme, ima visoku vrijednost upisanog temeljnog kapitala i kontinuirano zadržava ostvarenu dobit, time smanjujući vrijednost prenesenih gubitaka iz prethodnih razdoblja i zadržavajući strukturu kapitala relativno stabilnom.

Poduzeća koja su imala podjednak omjer vlastitih i posuđenih izvora sredstava u 2021. godini u odnosu na prethodne godine su Kandid d.o.o. i Unikom d.o.o. Poduzeća Kandid d.o.o. i Unikom d.o.o. imaju podjednak omjer kapitala i ukupnih obveza, stoga im u tom slučaju zaduženost ne predstavlja prijetnju uspješnom poslovanju poduzeća.

Dakle, neka od promatranih poduzeća u svojoj ukupnoj pasivi imaju jako mali udio vlastitog kapitala naspram ukupnih obveza, dok se neka poduzeća podjednako financiraju iz vlastitih i iz tuđih izvora financiranja. Svako poduzeće treba za sebe odrediti optimalnu strukturu kapitala, odnosno omjer između financiranja vlastitim i posuđenim sredstvima. Pri tome, trebaju pripaziti u kolikoj se mjeri zadužuju, kako im trošak duga ne bi negativno utjecao na stabilnost poslovanja i profitabilnost poduzeća.



## 8. Zaključak

Kapital se smatra vlastitim izvorom financiranja, dok u širem smislu obuhvaća sve izvore financiranja poslovnih i investicijskih odluka poduzeća. Pred financijskim menadžerom određenog poslovnog subjekta stoji izazov određivanja optimalne strukture kapitala. Optimalna kapitalna struktura podrazumijeva određivanje prihvatljivog omjera između vlasničkih i dužničkih izvora financiranja. U uvjetima savršenog tržišta ne postoji optimalna kombinacija, dok u realnom svijetu, poduzeća sama za sebe moraju donijeti odluku koja bi to kombinacija vlastitih izvora sredstava i zaduživanja za njih bila najbolja.

U ovom radu cilj je bio saznati postoje li značajne razlike u upravljanju kapitalom između javnih i privatnih poduzeća, te između djelatnosti odabranih poduzeća. Također, cilj je bio ispitati i koje je poduzeće u 2021. godini u odnosu na prethodne godine imalo podjednak omjer vlastitih i posuđenih izvora sredstava. Nakon provedenih analiza uočeno je da postoje razlike u strukturi kapitala između poduzeća. Neka od promatranih poduzeća više se financiraju iz vlastitih, dok se neka više financiraju iz tuđih izvora financiranja – najčešće putem bankarskih kredita i leasinga. Istraživanjem je uočeno kako kod onih poduzeća koja imaju premali udio kapitala, a veliki udio zaduživanja u ukupnoj pasivi poduzeća i kontinuirano negativno poslovanje, postoji mogućnost pojave značajnih problema prilikom vraćanja posuđenih sredstava, a na to upućuje visok koeficijent financiranja iz tuđih izvora. Poduzeća Kandid d.o.o. i Unikom d.o.o. imaju podjednak omjer vlastitog kapitala i zaduživanja za razliku od preostalih promatranih poduzeća te oba poduzeća profitabilno posluju, pri čemu zaduženost ne predstavlja prijetnju uspješnosti poduzeća. Ostala promatrana poduzeća u narednim godinama svakako bi trebala nastojati povećati financiranje interno generiranim kapitalom, a smanjiti zaduženost, kako trošak duga i preneseni gubitci ne bi negativno utjecali na kapitalnu strukturu poduzeća.

Kao što trošak duga utječe na kapitalnu strukturu poduzeća, i isplata dobiti također utječe na istu. Isplata dobiti, ali i preneseni gubitci, utječu na formiranje optimalne kapitalne strukture kod poduzeća, na način da smanjuju kapitalizaciju poduzeća. U ovom radu poduzeća su analizirana i u odnosu na djelatnost kojom se bave. GPP d.o.o., Panturist d.d. i Unikom d.o.o. pružaju usluge svojim klijentima. Kako uslužnoj djelatnosti nisu potrebne velike zalihe, samim time, nije im potrebna niti velika kratkotrajna imovina što je također element kojega je potrebno razmotriti prilikom analize visine neto radnog kapitala. S druge strane HEP-PLIN d.o.o. bilježi velika potraživanja što zahtijeva dodatno financiranje. Isto tako, negativan radni kapital je i

posljedica neadekvatnog financiranja dugotrajne imovine iz kratkoročnih izvora. Isti slučaj je i s trgovačkom djelatnosti kojom se HEP-PLIN d.o.o. bavi, ali i činjenicom da tvrtka kontinuirano isplaćuje ostvarenu dobit vlasniku ne zadržavajući ju u poslovanju te se financira u velikoj mjeri unutar grupe što je, iako po povoljnim uvjetima, ispod tržišnih kamatnih stopa, još jedan element koji negativno utječe na poslovanje ove tvrtke i mogućnost njezinog dugoročnog razvoja. Poduzeća koja imaju problem s negativnim radnim kapitalom, trebala bi smanjiti svoje kratkoročne obveze. Poduzeće Kandit d.o.o. bavi se proizvodnom djelatnosti, što znači da su mu je potrebna veća kratkotrajna imovina, u odnosu na ostala promatrana poduzeća, koju financira dijelom iz kratkoročnih, a dijelom iz dugoročnih izvora. Pri tome, ima i povoljan omjer financiranja dugotrajne imovine iz dugoročnih izvora i vlastitog kapitala, ali i zadržava dobit u poduzeću time smanjujući gubitke prenesene iz ranijih razdoblja i dodatno osnažujući kapitalnu strukturu poduzeća. Iz tog razloga, Kandit d.o.o. bilježi pozitivan neto poslovni kapital i dobru strukturu bilance.

Zaključno, na optimalnu strukturu poslovnog subjekta utječu brojni čimbenici kao što su okruženje i poslovna djelatnost, stoga bi svako poduzeće trebalo za sebe odrediti najbolju kombinaciju vlasničkog i dužničkog financiranja. Za svako poduzeće cilj je maksimizirati tržišnu vrijednost poduzeća, a to upravo mogu postići određivanjem optimalne strukture kapitala. U narednim godinama ostaje za vidjeti, ali i analizirati, hoće li promatrana poduzeća uspjeti smanjiti zaduživanje i prenesene gubitke koji utječu na smanjenje kapitalizacije poduzeća. U globalu, trošak duga utječe na kapitalnu strukturu, no važno je u kolikoj mjeri se poduzeće zadužuje i predstavlja li previsoko zaduživanje prijetnju stabilnom poslovanju i profitabilnosti poduzeća.

Glavno ograničenje, odnosno prepreka u ovome radu je to što je istraživanje provedeno samo u Republici Hrvatskoj, odnosno provedeno je samo u Osječko-baranjskoj županiji. To nadalje znači da bi preporuke za buduća istraživanja bile te da se uspoređi više poslovnih subjekata iz različitih županija, te da se usporede poduzeća iz Republike Hrvatske s poduzećima u zemljama Europske unije. Također, bilo bi dobro u narednim istraživanjima usporediti kapitalne strukture poduzeća iz istih djelatnosti.

## Literatura

1. Aestus. (non date). Što je operativni, a što financijski leasing. Raspoloživo na: <https://aestus.hr/operativni-i-financijski-leasing/> [pristupljeno: 10.9.2023.]
2. Alphacapitalis. (2019). 8 čimbenika koji utječu na kapitalnu strukturu. Raspoloživo na: <https://alphacapitalis.com/2019/06/26/8-cimbenika-koji-utjecu-na-kapitalnu-strukturu/> [pristupljeno: 26.6.2023.]
3. Alphacapitalis. (non date). Izvještaj o promjenama kapitala. Raspoloživo na: <https://alphacapitalis.com/glossary/izvjestaj-o-promjenama-kapitala/> [pristupljeno: 26.6.2023.]
4. Arriva. (non date). Panturist. Raspoloživo na: <https://www.arriva.com.hr/hr-hr/otomana/clanice-grupe/panturist> [pristupljeno: 28.7.2023.]
5. Brkanić, V. (2019). Računovodstvo kapitalnih pričuva u d.o.o.-u. *Računovodstvo, revizija i financije*. 10, str. 41.
6. Cvijanović, V., Marović, M., Sruk, B. (2008). *Financiranje malih i srednjih poduzeća*. Zagreb: HVCA.
7. Delić, A. (non date). Financijski pokazatelji. Raspoloživo na: [http://www.efos.unios.hr/financiranje-poduzetnickog-pothvata/wp-content/uploads/sites/224/2013/04/8\\_financijski-pokazatelji.pdf](http://www.efos.unios.hr/financiranje-poduzetnickog-pothvata/wp-content/uploads/sites/224/2013/04/8_financijski-pokazatelji.pdf) [pristupljeno: 31.7.2023.]
8. Erstebank. (non date). Faktoring. Raspoloživo na: <https://www.erstebank.hr/hr/poslovni-klijenti/financiranje/factoring> [pristupljeno: 29.6.2023.]
9. FINA. (non date). GPP d.o.o. Raspoloživo na: <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do> [pristupljeno: 31.7.2023.]
10. FINA. (non date). HEP-PLIN d.o.o. Raspoloživo na: <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do> [pristupljeno: 31.7.2023.]
11. FINA. (non date). Kandid d.o.o. Raspoloživo na: <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do> [pristupljeno: 31.7.2023.]
12. FINA. (non date). Panturist d.d. Raspoloživo na: <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do> [pristupljeno: 31.7.2023.]
13. FINA. (non date). Unikom d.o.o. Raspoloživo na: <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do> [pristupljeno: 31.7.2023.]

14. Harc, M., Pepur, S., Vidučić, Lj. (2019). *Struktura kapitala - teorija i politika malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj*. Zagreb-Osijek: Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti, Zavod za znanstveni i umjetnički rad u Osijeku.
15. Harris, M., Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*. 46 (1), str. 297-355.
16. HEP. (non date). Hrvatska elektroprivreda. Raspoloživo na: <https://www.hep.hr/o-hep-grupi/25> [pristupljeno: 29.6.2023.]
17. Kandid. (non date). Kandid. Raspoloživo na: <https://www.kandid.hr/hr/o-nama/> [pristupljeno: 29.6.2023.]
18. Karić, M., Bestvina Bukvić, I., Buljubašić, I. (2013). Istraživanje primjene modela ocjene opravdanosti ulaganja u kapitalne projekte. *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*. 26(1), str. 174-187.
19. Kontuš, E., Šarlija, N. (2019). Utjecaj strukture kapitala i teorije hijerarhije financijskih izbora na likvidnost dioničkih društava. *Ekonomska misao i praksa*. 28 (2), str. 655-679.
20. Leksikografski zavod Miroslav Krleža. (non date, a). *Hrvatska enciklopedija, mrežno izdanje: Kapital*. Zagreb: Leksikografski zavod Miroslav Krleža. Raspoloživo na: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=30309> [pristupljeno: 25.6.2023.]
21. Leksikografski zavod Miroslav Krleža. (non date, b). *Hrvatska enciklopedija, mrežno izdanje: Pasiva*. Zagreb: Leksikografski zavod Miroslav Krleža. Raspoloživo na: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=46877> [pristupljeno: 25.6.2023.]
22. Minimax. (2021). Što je bilanca i čemu služi? Raspoloživo na: <https://www.minimax.hr/blog-sto-je-bilanca-i-cemu-sluzi/> [pristupljeno: 25.6.2023.]
23. Nahod, B. (non date). Revalorizacijske rezerve i rezerve fer vrijednosti. Raspoloživo na: <http://struna.ihjj.hr/> [pristupljeno: 25.6.2023.]
24. Odbor za standarde financijskog izvještavanja. (2015). Hrvatski standardi financijskog izvještavanja. NN 86/2015.
25. Orsag, S. (2011). *Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Revicon.
26. Otleasing. (non date). Što je učešće. Raspoloživo na: <https://www.otpleasing.hr/sto-je-ucesce/62> [pristupljeno: 10.9.2023.]
27. Pajnić, G. (non date). Gradski prijevoz putnika. Raspoloživo na: <https://web.gpp-osijek.com/kontakti/uprava-gpp-a/> [pristupljeno: 29.6.2023.]

28. Penavin, S., Šarlija, N. (2010). Pojave u kretanju strukture kapitala hrvatskih poduzeća u predrecesijskom razdoblju (2002. - 2007.). *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*. 23(2), str. 317-331.
29. Pintarić, M. (2020). Analiza strukture kapitala poduzeća na osnovi kunskog i deviznog duga. Raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3326473/i-058.pdf/5eee36af-bf4c-8db2-1a53-56e826f38f5d> [pristupljeno: 9.9.2023.]
30. Slovinac, I. (2021). Isplata dobiti vlasnicima društva. Raspoloživo na: <https://www.teb.hr/novosti/2021/isplata-dobiti-vlasnicima-drustva/> [pristupljeno: 10.9.2023.]
31. Šarlija, N. (2008). Financijska analiza zahtjeva za kreditima poduzeća. Raspoloživo na: [http://www.efos.unios.hr/kreditna-analiza/wp-content/uploads/sites/252/2013/04/6\\_financijska-analiza-zahtjeva.doc.pdf](http://www.efos.unios.hr/kreditna-analiza/wp-content/uploads/sites/252/2013/04/6_financijska-analiza-zahtjeva.doc.pdf) [pristupljeno: 29.6.2023.]
32. Šestanović, A., Horvat, Đ., Tomić, B. (2018). Ispitivanje teorije hijerarhije financijskih izbora na hrvatskom tržištu kapitala. *Ekonomski pregled*. 69 (1), str. 58-72.
33. Učkar, D., Urti, J. (2015). Utjecaj financijske strukture na profitabilnost hrvatskih poduzeća. *Oeconomica Jadertina*. 5 (2), str. 13-25.
34. Unikom. (non date). Unikom. Raspoloživo na: <http://unikom.hr/o-nama/> [pristupljeno: 29.6.2023.]
35. Vidučić, Lj. (2001). Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala. *Ekonomski pregled*. 52 (7-8), str.784-800.
36. Vidučić, Lj. (2011). *Financijski menadžment, VII. izdanje*. Zagreb: RRiF – plus d.o.o.
37. Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015). *Financijski menadžment, IX. izdanje*. Zagreb: RRiF – plus d.o.o.
38. Volarević, H., Varović, M. (2013). Osnove računovodstva. [Online]. Zagreb: Mate d.o.o. Raspoloživo na: [https://www.researchgate.net/profile/Hrvoje-Volarevic/publication/338765102\\_OSNOVE\\_RACUNOVODSTVA\\_udzbeniktextbook/links/5e297220a6fdcc70a143b15c/OSNOVE-RACUNOVODSTVA-udzbenik-textbook.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Hrvoje-Volarevic/publication/338765102_OSNOVE_RACUNOVODSTVA_udzbeniktextbook/links/5e297220a6fdcc70a143b15c/OSNOVE-RACUNOVODSTVA-udzbenik-textbook.pdf) [pristupljeno: 26.6.2023.]
39. Zakon o računovodstvu. NN 78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/20, 47/20, 114/22.
40. Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever Mališ, S., Ježovita, A., Žager, L. (2020). *Analiza financijskih izvještaja, načela – postupci – slučajevi, IV. izdanje*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

## Popis tablica

Tablica 1. Formule za izračun odabranih financijskih pokazatelja .....	20
Tablica 2. Financijski pokazatelji za GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine .....	20
Tablica 3. Trošak duga za GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine.....	22
Tablica 4. Financijski pokazatelji za HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine .....	22
Tablica 5. Trošak duga za HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine .....	23
Tablica 6. Financijski pokazatelji za Kandit d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine...	24
Tablica 7. Trošak duga za Kandit d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine .....	24
Tablica 8. Financijski pokazatelji za Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine...	25
Tablica 9. Trošak duga za Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine.....	26
Tablica 10. Financijski pokazatelji za Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine	26
Tablica 11. Trošak duga za Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine .....	27
Tablica 12. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća GPP d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.....	28
Tablica 13. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.....	28
Tablica 14. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Kandit d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.....	29
Tablica 15. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Panturist d.d. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.....	30
Tablica 16. Horizontalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Unikom d.o.o. za razdoblje 2021./2020. i 2021./2017.....	31
Tablica 17. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	32
Tablica 18. Usporedba troška duga i neto marže profita za GPP d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	32
Tablica 19. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	33
Tablica 20. Usporedba troška duga i neto marže profita za HEP-PLIN d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	33

Tablica 21. Vertikalna analiza bilančnih stavki poduzeća Kandid d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	34
Tablica 22. Usporedba troška duga i neto marže profita za Kandid d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	35
Tablica 23. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	35
Tablica 24. Usporedba troška duga i neto marže profita za Panturist d.d. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	36
Tablica 25. Vertikalna analiza odabranih bilančnih stavki poduzeća Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	36
Tablica 26. Usporedba troška duga i neto marže profita za Unikom d.o.o. za razdoblje od 2017. do 2021. godine (u %) .....	37
Tablica 27. Ocjena poduzeća na temelju provedenih analiza .....	38

## Prilozi

### Bilanca za GPP d.o.o.

(iznosi u kn)

<b>AKTIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	0	0	0	0	0
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	238.209.687	230.562.853	242.152.049	230.545.407	237.517.590
I) NEMATERIJALNA IMOVINA	1.007.834	1.049.950	875.945	951.239	768.153
II) MATERIJALNA IMOVINA	237.197.953	229.509.003	241.272.204	229.590.268	236.745.537
III) DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	3.900	3.900	3.900	3.900	3.900
IV) POTRAŽIVANJA	0	0	0	0	0
V) ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	0	0	0	0	0
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	4.753.967	4.327.035	4.875.114	7.033.984	16.038.515
I) ZALIHE	2.618.508	2.486.956	2.620.820	2.208.429	2.113.365
II) POTRAŽIVANJA	1.800.124	1.555.092	2.107.513	2.670.374	3.044.218
III) KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	0	0	0	0	0
IV) NOVAC U BANCIMA	335.335	284.987	146.781	2.155.181	10.880.932
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	476.776	348.131	584.153	793.534	839.883
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>243.440.430</b>	<b>235.238.019</b>	<b>247.611.316</b>	<b>238.372.925</b>	<b>254.395.988</b>
Izvanbilančni zapisi	0	0	0	0	0
<b>PASIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) KAPITAL I REZERVE	25.191.899	22.966.560	21.335.881	19.467.829	19.242.171
I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	42.128.500	42.128.500	42.128.500	42.128.500	42.128.500
II) KAPITALNE REZERVE	0	0	0	0	0
III) REZERVE IZ DOBITI	0	0	0	0	0
IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE	7.971.462	7.971.462	7.971.462	4.333.122	4.333.122
V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI	0	0	0	0	0
VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	-21.826.849	-24.908.064	-27.133.402	-28.764.081	-26.993.794
VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	-3.081.214	-2.225.338	-1.630.679	1.770.288	-225.657
VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	0	0	0	0	0
B) REZERVIRANJA	0	0	0	2.247.400	2.397.357
C) DUGOROČNE OBVEZE	84.890.931	70.248.717	56.006.202	40.050.068	33.269.675
D) KRATKOROČNE OBVEZE	60.261.410	58.027.128	60.702.184	56.461.847	57.892.976
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	73.096.190	83.995.614	109.567.049	120.145.781	141.593.809
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>243.440.430</b>	<b>235.238.019</b>	<b>247.611.316</b>	<b>238.372.925</b>	<b>254.395.988</b>
Izvanbilančni zapisi	0	0	0	0	0



**Račun dobiti i gubitka (RDG) za GPP d.o.o.**

(iznosi u kn)

<b>Naziv pozicije</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	61.526.927	63.617.600	67.543.594	69.526.225	68.986.029
<b>POSLOVNI RASHODI</b>	62.719.480	64.643.951	67.022.795	65.766.399	68.387.805
<b>FINANCIJSKI PRIHODI</b>	742.439	1.144.003	1.214	641	108.236
<b>FINANCIJSKI RASHODI</b>	2.631.100	2.342.990	2.152.692	1.990.179	932.117
<b>IZVANREDNI PRIHODI</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IZVANREDNI RASHODI</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	62.269.366	64.761.603	67.544.808	69.526.866	69.094.265
<b>UKUPNI RASHODI</b>	65.350.580	66.986.941	69.175.487	67.756.578	69.319.922
<b>DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	-3.081.214	-2.225.338	-1.630.679	1.770.288	-225.657
<b>POREZ NA DOBIT</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>NETO DOBIT</b>	-3.081.214,00	-2.225.338,00	-1.630.679,00	1.770.288,00	-225.657,00

## Horizontalna analiza pasive za GPP d.o.o.

(iznosi u kn)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2018./2017.</b>	<b>% 2019./2018.</b>	<b>% 2020./2019.</b>	<b>% 2021./2020.</b>	<b>% 2021./2017.</b>
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>-8,83 %</b>	<b>-7,10 %</b>	<b>-8,76 %</b>	<b>-1,16 %</b>	<b>-23,62 %</b>
<b>I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL</b>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>II) KAPITALNE REZERVE</b>	-	-	-	-	-
<b>III) REZERVE IZ DOBITI</b>	-	-	-	-	-
<b>IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE</b>	0,00 %	0,00 %	-45,64 %	0,00 %	-45,64 %
<b>V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI</b>	-	-	-	-	-
<b>VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK</b>	14,12 %	8,93 %	6,01 %	-6,15 %	23,67 %
<b>VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE</b>	-27,78 %	-26,72 %	-208,56 %	-112,75 %	-92,68 %
<b>VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES</b>	-	-	-	-	-
<b>B) REZERVIRANJA</b>	-	-	-	<b>6,67 %</b>	-
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>-17,25 %</b>	<b>-20,27 %</b>	<b>-28,49 %</b>	<b>-16,93 %</b>	<b>-60,81 %</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>-3,71 %</b>	<b>4,61 %</b>	<b>-6,99 %</b>	<b>2,53 %</b>	<b>-3,93 %</b>
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>14,91 %</b>	<b>30,44 %</b>	<b>9,66 %</b>	<b>17,85 %</b>	<b>93,71 %</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>-3,37 %</b>	<b>5,26 %</b>	<b>-3,73 %</b>	<b>6,72 %</b>	<b>4,50 %</b>
<b>Izvanbilančni zapisi</b>	-	-	-	-	-

## Bilanca za HEP-PLIN d.o.o.

(iznosi u kn)

<b>AKTIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	0	0	0	0	0
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	252.204.170	257.651.272	281.894.032	385.640.000	410.665.611
I) NEMATERIJALNA IMOVINA	4.910.794	6.868.078	8.259.647	197.275.000	22.715.569
II) MATERIJALNA IMOVINA	246.251.119	249.547.412	252.609.520	185.984.000	377.584.486
III) DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	0	6.041	19.650.000	710.000	8.753.404
IV) POTRAŽIVANJA	0	0	0	0	0
V) ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	1.042.257	1.229.741	1.374.865	1.671.000	1.612.152
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	126.680.428	136.614.188	132.705.055	173.658.000	248.235.441
I) ZALIHE	3.117.175	6.289.256	5.863.640	10.260.000	31.759.531
II) POTRAŽIVANJA	98.915.179	112.546.793	107.321.719	132.066.000	189.816.281
III) KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	47.000	0	0	458.000	40.300
IV) NOVAC U BANCI	24.601.074	17.778.139	19.519.696	30.874.000	26.619.329
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	90.242	23.100	33.901	0	2.966
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>378.974.840</b>	<b>394.288.560</b>	<b>414.632.988</b>	<b>559.298.000</b>	<b>658.904.018</b>
Izvanbilančni zapisi	157.537.765	114.090.375	160.385.128	246.184.754	261.841.858
<b>PASIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) KAPITAL I REZERVE	2.851.242	282.885	2.968.043	28.664.000	6.497.561
I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
II) KAPITALNE REZERVE	0	0	0	0	0
III) REZERVE IZ DOBITI	0	0	0	0	0
IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE	0	0	0	0	0
V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI	0	0	0	-38.000	105.136
VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	0	0	0	-2.421.000	464.758
VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	2.831.242	262.885	2.948.043	31.103.000	5.907.667
VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	0	0	0	0	0
B) REZERVIRANJA	5.790.316	6.831.895	7.638.133	0	9.091.924
C) DUGOROČNE OBVEZE	167.528.778	170.316.729	181.618.900	326.485.000	260.334.372
D) KRATKOROČNE OBVEZE	130.050.207	147.434.582	155.011.996	204.149.000	308.126.839
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	72.754.297	69.422.469	67.395.916	0	74.853.322
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>378.974.840</b>	<b>394.288.560</b>	<b>414.632.988</b>	<b>559.298.000</b>	<b>658.904.018</b>
Izvanbilančni zapisi	157.537.765	114.090.375	160.385.128	246.184.754	261.841.858

**Račun dobiti i gubitka za HEP-PLIN d.o.o.**

(iznosi u kn)

<b>Naziv pozicije</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	341.828.583	347.021.381	379.223.225	434.164.000	545.777.888
<b>POSLOVNI RASHODI</b>	338.457.151	346.448.292	375.394.349	412.985.000	534.133.405
<b>FINANCIJSKI PRIHODI</b>	148.508	81.971	876.839	19.376.000	249.184
<b>FINANCIJSKI RASHODI</b>	668.333	507.957	1.087.774	1.946.000	4.189.329
<b>IZVANREDNI PRIHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>IZVANREDNI RASHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	341.977.091	347.103.352	380.100.064	453.540.000	546.027.072
<b>UKUPNI RASHODI</b>	339.125.484	346.956.249	376.482.123	414.931.000	538.322.734
<b>DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	2.851.607	147.103	3.617.941	38.609.000	7.704.338
<b>POREZ NA DOBIT</b>	-181.637	-115.802	669.899	7.506.000	1.796.672
<b>NETO DOBIT</b>	3.033.244	262.905	2.948.042	31.103.000	5.907.666

**Horizontalna analiza pasive za HEP-PLIN d.o.o.**

(iznosi u kn)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2018./2017.</b>	<b>% 2019./2018.</b>	<b>% 2020./2019.</b>	<b>% 2021./2020.</b>	<b>% 2021./2017.</b>
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>-90,08 %</b>	<b>949,20 %</b>	<b>865,75 %</b>	<b>-77,33 %</b>	<b>127,89 %</b>
<b>I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL</b>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>II) KAPITALNE REZERVE</b>	-	-	-	-	-
<b>III) REZERVE IZ DOBITI</b>	-	-	-	-	-
<b>IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE</b>	-	-	-	-	-
<b>V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI</b>	-	-	-	-376,67 %	-
<b>VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK</b>	-	-	-	-119,20 %	-
<b>VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE</b>	-90,71 %	1021,42 %	955,04 %	-81,01 %	108,66 %
<b>VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES</b>	-	-	-	-	-
<b>B) REZERVIRANJA</b>	<b>17,99 %</b>	<b>11,80 %</b>	<b>-100,00 %</b>	-	<b>57,02 %</b>
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>1,66 %</b>	<b>6,64 %</b>	<b>79,76 %</b>	<b>-20,26 %</b>	<b>55,40 %</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>13,37 %</b>	<b>5,14 %</b>	<b>31,70 %</b>	<b>50,93 %</b>	<b>136,93 %</b>
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>-4,58 %</b>	<b>-2,92 %</b>	<b>-100,00 %</b>	-	<b>2,89 %</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>4,04 %</b>	<b>5,16 %</b>	<b>34,89 %</b>	<b>17,81 %</b>	<b>73,86 %</b>
Izvanbilančni zapisi	-27,58 %	40,58 %	53,50 %	6,36 %	66,21 %

**Bilanca za Kandid d.o.o.**

(iznosi u kn)

<b>AKTIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	0	0	0	0	0
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	195.905.000	182.628.000	170.764.000	149.685.000	132.152.000
I) NEMATERIJALNA IMOVINA	235.000	198.000	88.000	14.000	68.000
II) MATERIJALNA IMOVINA	195.520.000	176.922.000	167.630.000	148.759.000	132.084.000
III) DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	150.000	1.986.000	0	0	0
IV) POTRAŽIVANJA	0	0	0	0	0
V) ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	0	3.522.000	3.046.000	912.000	0
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	129.915.000	135.748.000	119.819.000	120.184.000	116.857.000
I) ZALIHE	29.822.000	30.336.000	29.822.000	28.952.000	18.738.000
II) POTRAŽIVANJA	79.194.000	88.013.000	78.518.000	72.078.000	90.424.000
III) KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	0	0	0	0	0
IV) NOVAC U BANCIMA	20.899.000	17.399.000	11.479.000	19.154.000	7.695.000
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	0	0	0	0	0
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>325.820.000</b>	<b>318.376.000</b>	<b>290.583.000</b>	<b>269.869.000</b>	<b>249.009.000</b>
Izvanbilančni zapisi	0	0	0	0	0
<b>PASIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) KAPITAL I REZERVE	89.989.000	99.393.000	101.128.000	106.481.000	113.916.000
I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	129.000.000	129.000.000	129.000.000	129.000.000	129.000.000
II) KAPITALNE REZERVE	0	0	0	0	0
III) REZERVE IZ DOBITI	0	0	0	0	0
IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE	0	0	0	0	0
V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI	0	0	0	0	0
VI) AKUMULIRANI GUBICI	-39.011.000	-29.607.000	-27.872.000	-22.519.000	-15.084.000
VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	0	0	0	0	0
VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	0	0	0	0	0
B) REZERVIRANJA	0	0	0	450.000	500.000
C) DUGOROČNE OBVEZE	126.331.000	108.187.000	80.894.000	75.775.000	62.500.000
D) KRATKOROČNE OBVEZE	109.500.000	110.796.000	108.561.000	87.163.000	72.093.000
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	0	0	0	0	0
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>325.820.000</b>	<b>318.376.000</b>	<b>290.583.000</b>	<b>269.869.000</b>	<b>249.009.000</b>
Izvanbilančni zapisi	0	0	0	0	0

\*Napomena: Ostvarena dobit evidentirana je kroz smanjenje stavke akumulirani gubitci iz prethodnog razdoblja.

**Račun dobiti i gubitka za Kandid d.o.o.**

(iznosi u kn)

<b>Naziv pozicije</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	306.657.000	315.696.000	263.829.000	251.846.000	246.494.000
<b>POSLOVNI RASHODI</b>	298.225.000	304.555.000	256.917.000	238.654.000	235.323.000
<b>FINANCIJSKI PRIHODI</b>	2.241.000	1.940.000	980.000	2.129.000	319.000
<b>FINANCIJSKI RASHODI</b>	8.563.000	7.199.000	5.681.000	5.628.000	2.629.000
<b>IZVANREDNI PRIHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>IZVANREDNI RASHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	308.898.000	317.636.000	264.809.000	253.975.000	246.813.000
<b>UKUPNI RASHODI</b>	306.788.000	311.754.000	262.598.000	244.282.000	237.952.000
<b>DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	2.110.000	5.882.000	2.211.000	9.693.000	8.861.000
<b>POREZ NA DOBIT</b>	0	3.522.000	476.000	625.000	1.426.000
<b>NETO DOBIT</b>	2.110.000	2.360.000	1.735.000	9.068.000	7.435.000

## Horizontalna analiza pasive za Kandit d.o.o.

(iznosi u kn)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2018./2017.</b>	<b>% 2019./2018.</b>	<b>% 2020./2019.</b>	<b>% 2021./2020.</b>	<b>% 2021./2017.</b>
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>10,45 %</b>	<b>1,75 %</b>	<b>5,29 %</b>	<b>6,98 %</b>	<b>26,59 %</b>
I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
II) KAPITALNE REZERVE	-	-	-	-	-
III) REZERVE IZ DOBITI	-	-	-	-	-
IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE	-	-	-	-	-
V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI	-	-	-	-	-
VI) AKUMULIRANI GUBICI	-24,11 %	-100,00 %	-	-	-100,00 %
VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	-	-	-19,21 %	-33,02 %	-
VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	-	-	-	-	-
<b>B) REZERVIRANJA</b>	-	-	-	<b>11,11 %</b>	-
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>-14,36 %</b>	<b>-25,23 %</b>	<b>-6,33 %</b>	<b>-17,52 %</b>	<b>-50,53 %</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>1,18 %</b>	<b>-2,02 %</b>	<b>-19,71 %</b>	<b>-17,29 %</b>	<b>-34,16 %</b>
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	-	-	-	-	-
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>-2,28 %</b>	<b>-8,73 %</b>	<b>-7,13 %</b>	<b>-7,73 %</b>	<b>-23,57 %</b>
Izvanbilančni zapisi	-	-	-	-	-



**Bilanca za Panturist d.d.**

(iznosi u kn)

<b>AKTIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>93.407.456</b>	<b>96.942.250</b>	<b>99.107.456</b>	<b>87.336.831</b>	<b>87.828.457</b>
<b>I) NEMATERIJALNA IMOVINA</b>	27.150.919	26.134.394	24.662.830	23.185.837	21.786.062
<b>II) MATERIJALNA IMOVINA</b>	66.256.537	70.807.856	74.444.626	64.150.994	66.042.395
<b>III) DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA</b>	0	0	0	0	0
<b>IV) POTRAŽIVANJA</b>	0	0	0	0	0
<b>V) ODGOĐENA POREZNA IMOVINA</b>	0	0	0	0	0
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>28.255.655</b>	<b>30.640.141</b>	<b>33.146.678</b>	<b>36.468.636</b>	<b>36.639.547</b>
<b>I) ZALIHE</b>	2.269.022	2.070.571	1.917.249	1.151.383	1.481.796
<b>II) POTRAŽIVANJA</b>	10.218.113	15.140.409	16.689.391	17.246.126	24.018.005
<b>III) KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA</b>	0	0	2.500.000	2.500.000	2.500.000
<b>IV) NOVAC U BANCI</b>	15.768.520	13.429.161	12.040.038	15.571.127	8.639.746
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>432.247</b>	<b>605.622</b>	<b>1.079.276</b>	<b>1.221.399</b>	<b>1.153.978</b>
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>122.095.358</b>	<b>128.188.013</b>	<b>133.333.410</b>	<b>125.026.866</b>	<b>125.621.982</b>
Izvanbilančni zapisi	0	0	0	0	0
<b>PASIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>-11.680.104</b>	<b>24.277.357</b>	<b>22.114.539</b>	<b>14.369.611</b>	<b>13.499.056</b>
<b>I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL</b>	23.768.800	63.768.800	63.768.800	63.768.800	63.768.800
<b>II) KAPITALNE REZERVE</b>	0	0	0	0	0
<b>III) REZERVE IZ DOBITI</b>	38.440	38.440	38.440	38.440	38.440
<b>IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE</b>	6.432.423	6.855.550	9.103.755	9.713.385	10.003.615
<b>V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI</b>	0	0	0	0	0
<b>VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENEŠENI GUBITAK</b>	-29.871.337	-41.919.766	-45.345.479	-49.831.386	-58.422.734
<b>VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE</b>	-12.048.430	-4.465.667	-5.450.977	-9.319.628	-1.889.065
<b>VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES</b>	0	0	0	0	0
<b>B) REZERVIRANJA</b>	<b>540.371</b>	<b>304.712</b>	<b>17.967</b>	<b>683.016</b>	<b>314.969</b>
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>19.762.202</b>	<b>22.175.030</b>	<b>17.194.142</b>	<b>11.319.482</b>	<b>6.400.379</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>112.653.172</b>	<b>80.648.925</b>	<b>93.346.766</b>	<b>98.435.119</b>	<b>104.933.894</b>
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>819.717</b>	<b>781.989</b>	<b>659.996</b>	<b>219.638</b>	<b>473.684</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>122.095.358</b>	<b>128.188.013</b>	<b>133.333.410</b>	<b>125.026.866</b>	<b>125.621.982</b>
Izvanbilančni zapisi	0	0	0	0	0

**Račun dobiti i gubitka za Panturist d.d.**

(iznosi u kn)

<b>Naziv pozicije</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	94.606.795	95.528.105	94.194.780	54.241.786	67.605.290
<b>POSLOVNI RASHODI</b>	104.873.186	98.231.595	98.121.543	61.956.941	68.221.169
<b>FINANCIJSKI PRIHODI</b>	455.210	93.010	155.244	125.265	88.477
<b>FINANCIJSKI RASHODI</b>	2.237.250	1.855.187	1.679.458	1.729.738	1.521.529
<b>IZVANREDNI PRIHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>IZVANREDNI RASHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	95.062.005	95.621.115	94.350.024	54.367.051	67.693.767
<b>UKUPNI RASHODI</b>	107.110.436	100.086.782	99.801.001	63.686.679	69.742.698
<b>DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	-12.048.431	-4.465.667	-5.450.977	-9.319.628	-2.048.931
<b>POREZ NA DOBIT</b>	0	0	0	0	159.866
<b>NETO DOBIT</b>	-12.048.431	-4.465.667	-5.450.977	-9.319.628	-2.208.797

## Horizontalna analiza pasive za Panturist d.d.

(iznosi u kn)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2018./2017.</b>	<b>% 2019./2018.</b>	<b>% 2020./2019.</b>	<b>% 2021./2020.</b>	<b>% 2021./2017.</b>
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>-307,85 %</b>	<b>-8,91 %</b>	<b>-35,02 %</b>	<b>-6,06 %</b>	<b>215,57 %</b>
<b>I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL</b>	168,29 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	168,29 %
<b>II) KAPITALNE REZERVE</b>	-	-	-	-	-
<b>III) REZERVE IZ DOBITI</b>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE</b>	6,58 %	32,79 %	6,70 %	2,99 %	55,52 %
<b>V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI</b>	-	-	-	-	-
<b>VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK</b>	40,33 %	8,17 %	9,89 %	17,24 %	95,58 %
<b>VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE</b>	-62,94 %	22,06 %	70,97 %	-79,73 %	-84,32 %
<b>VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES</b>	-	-	-	-	-
<b>B) REZERVIRANJA</b>	<b>-43,61 %</b>	<b>-94,10 %</b>	<b>3701,50 %</b>	<b>-53,89 %</b>	<b>-41,71 %</b>
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>12,21 %</b>	<b>-22,46 %</b>	<b>-34,17 %</b>	<b>-43,46 %</b>	<b>-67,61 %</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>-28,41 %</b>	<b>15,74 %</b>	<b>5,45 %</b>	<b>6,60 %</b>	<b>-6,85 %</b>
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>-4,60 %</b>	<b>-15,60 %</b>	<b>-66,72 %</b>	<b>115,67 %</b>	<b>-42,21 %</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>4,99 %</b>	<b>4,01 %</b>	<b>-6,23 %</b>	<b>0,48 %</b>	<b>2,89 %</b>
Izvanbilančni zapisi	-	-	-	-	-

## Bilanca za Unikom d.o.o.

(iznosi u kn)

<b>AKTIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	0	0	0	0	0
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	<b>60.961.689</b>	<b>64.645.383</b>	<b>68.460.890</b>	<b>71.626.441</b>	<b>76.922.991</b>
I) NEMATERIJALNA IMOVINA	0	0	0	33.367	10.297
II) MATERIJALNA IMOVINA	60.847.383	64.534.511	68.360.253	71.500.927	76.827.650
III) DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	114.306	110.872	100.637	92.147	85.044
IV) POTRAŽIVANJA	0	0	0	0	0
V) ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	0	0	0	0	0
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	<b>16.326.379</b>	<b>19.552.612</b>	<b>20.132.769</b>	<b>17.218.828</b>	<b>16.442.963</b>
I) ZALIHE	2.151.284	1.697.763	1.391.942	1.258.919	715.270
II) POTRAŽIVANJA	12.207.281	17.447.951	15.798.404	11.379.926	12.885.512
III) KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	18.251	20.386	398.481	29.201	20.484
IV) NOVAC U BANCIMA	1.949.563	386.512	2.543.942	4.550.782	2.821.697
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	<b>373.063</b>	<b>318.165</b>	<b>321.048</b>	<b>988.430</b>	<b>143.733</b>
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>77.661.131</b>	<b>84.516.160</b>	<b>88.914.707</b>	<b>89.833.699</b>	<b>93.509.687</b>
Izvanbilančni zapisi	12.630.237	12.630.237	12.630.237	12.630.237	16.442.963
<b>PASIVA</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
A) KAPITAL I REZERVE	<b>49.335.131</b>	<b>49.554.007</b>	<b>50.094.336</b>	<b>50.397.983</b>	<b>50.544.516</b>
I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	64.011.100	64.011.100	64.011.100	64.011.100	64.011.100
II) KAPITALNE REZERVE	0	0	0	0	0
III) REZERVE IZ DOBITI	0	0	0	0	0
IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE	0	0	0	0	0
V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI	0	0	0	0	0
VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENEŠENI GUBITAK	-15.246.259	-14.675.969	-14.457.093	-13.916.764	-13.613.117
VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	570.290	218.876	540.329	303.647	146.533
VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	0	0	0	0	0
B) REZERVIRANJA	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>186.194</b>	<b>0</b>
C) DUGOROČNE OBVEZE	<b>5.081.230</b>	<b>7.262.008</b>	<b>8.864.299</b>	<b>8.573.687</b>	<b>10.823.803</b>
D) KRATKOROČNE OBVEZE	<b>19.291.400</b>	<b>24.025.764</b>	<b>25.216.203</b>	<b>23.004.996</b>	<b>24.786.122</b>
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	<b>3.953.370</b>	<b>3.674.381</b>	<b>4.739.869</b>	<b>7.670.839</b>	<b>7.355.246</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>77.661.131</b>	<b>84.516.160</b>	<b>88.914.707</b>	<b>89.833.699</b>	<b>93.509.687</b>
Izvanbilančni zapisi	12.630.237	12.630.237	12.630.237	12.630.237	12.630.237

**Račun dobiti i gubitka za Unikom d.o.o.**

(iznosi u kn)

<b>Naziv pozicije</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	67.343.097	72.104.031	81.142.453	75.885.382	89.362.623
<b>POSLOVNI RASHODI</b>	66.460.549	71.488.198	79.937.635	75.001.155	88.722.625
<b>FINANCIJSKI PRIHODI</b>	202.761	161.274	34.023	49.938	58.955
<b>FINANCIJSKI RASHODI</b>	515.019	482.375	504.656	476.982	460.698
<b>IZVANREDNI PRIHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>IZVANREDNI RASHODI</b>	0	0	0	0	0
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	67.545.858	72.265.305	81.176.476	75.935.320	89.421.578
<b>UKUPNI RASHODI</b>	66.975.568	71.970.573	80.442.291	75.478.137	89.183.323
<b>DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	570.290	294.732	734.185	457.183	238.255
<b>POREZ NA DOBIT</b>	0	75.856	193.856	153.536	91.722
<b>NETO DOBIT</b>	570.290	218.876	540.329	303.647	146.533

## Horizontalna analiza pasive za Unikom d.o.o.

(iznosi u kn)

<b>PASIVA</b>	<b>% 2018./2017.</b>	<b>% 2019./2018.</b>	<b>% 2020./2019.</b>	<b>% 2021./2020.</b>	<b>% 2021./2017.</b>
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>0,44 %</b>	<b>1,09 %</b>	<b>0,61 %</b>	<b>0,29 %</b>	<b>2,45 %</b>
<b>I) TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL</b>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>II) KAPITALNE REZERVE</b>	-	-	-	-	-
<b>III) REZERVE IZ DOBITI</b>	-	-	-	-	-
<b>IV) REVALORIZACIJSKE REZERVE</b>	-	-	-	-	-
<b>V) REZERVE FER VRIJEDNOSTI</b>	-	-	-	-	-
<b>VI) ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK</b>	-3,74 %	-1,49 %	-3,74 %	-2,18 %	-10,71 %
<b>VII) DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE</b>	-61,62 %	146,87 %	-43,80 %	-51,74 %	-74,31 %
<b>VIII) MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES</b>	-	-	-	-	-
<b>B) REZERVIRANJA</b>	-	-	-	<b>-100,00 %</b>	-
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>42,92 %</b>	<b>22,06 %</b>	<b>-3,28 %</b>	<b>26,24 %</b>	<b>113,02 %</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>24,54 %</b>	<b>4,95 %</b>	<b>-8,77 %</b>	<b>7,74 %</b>	<b>28,48 %</b>
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>-7,06 %</b>	<b>29,00 %</b>	<b>61,84 %</b>	<b>-4,11 %</b>	<b>86,05 %</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>8,83 %</b>	<b>5,20 %</b>	<b>1,03 %</b>	<b>4,09 %</b>	<b>20,41 %</b>
<b>Izvanbilančni zapisi</b>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %