

STUDENT INVESTITOR  
Analiza finansijskih izvještaja

# DRAGON OIL

DGO.I  
Nafta i plin

Veljača 2010.

Analitičar: Amir Janus

## **PODUZEĆE**

Dragon Oil je poduzeće koje se bavi proizvodnjom nafte. Registrirano je u Irskoj. Dionicama poduzeća trguje se na dvije burze, londonskoj i irskoj. Oko 52% dionica drži poduzeće ENOC (Emirates National Oil Company) u vlasništvu države Dubai, a manji dio, oko 6%, J.P. Morgan Asset Management. Dragon Oil je jedno od 19 poduzeća sa područja Eurozone klasificiranih u sektorsku grupu Nafta i plin .

Sjedište poduzeća nalazi se u Dubaiu. Poduzeće upravlja sa dva naftna polja, koja se nalaze u Cheleken contract području, u akvatoriju Turkmenistana, u Kaspijskom moru. Trenutno imaju 60 aktivnih bušotina iz kojih crpe nafte na 13 platformi.

## **IZVORI PODATAKA**

Kao podloga za analizu koristiti će se originalni financijski izvještaji Dragon Oil, objavljeni na internet stranicama istog poduzeća. Potrebno je istaknuti da su svi iznosi prikazani u dolarima (US\$'000). Svi financijski izvještaji prikazani u ovom koraku analize su kopirani iz originalnih izvještaja poduzeća, s razlikom da je dodan hrvatski prijevod, koji će se koristiti u sljedećim koracima analize.

Financijski izvještaji koje će se koristiti u analizu se sljedeći:

1. godišnja bilanca za razdoblje 2004. do 2008. godine
2. godišnji izvještaj o dobiti za razdoblje 2004. do 2008. godine
3. godišnji izvještaj o novčanom toku za razdoblje 2006. do 2008. godine
4. polugodišnja bilanca za prvu polovicu 2008. i 2009. godine
5. polugodišnji izvještaj o dobiti za prvu polovicu 2008. i 2009. godine
6. polugodišnji izvještaj o novčanom toku za prvu polovicu 2008. i 2009. godine.

Također će se koristiti bilješke uz financijske izvještaje, čije dijelovi će biti navedeni uz financijske izvještaje. Izvještaji o dobiti i izvještaji o novčanom toku za druge polovice 2008. i 2009. godine nisu uključeni u analizu iz razloga što nisu objavljeni. Bilanca za drugu polovicu 2008. godine je objavljena, ali zbog nedostatka ostalih polugodišnjih izvještaja neće se koristiti.

Student investitor I Analiza poduzeća

		2004	2005	2006	2007	2008
<b>Imovina</b>	<b>ASSETS</b>					
<b>Dugotrajna imovina</b>	<b>Non-current assets</b>					
Gradevinski objekti i oprema	Property, plant and equipment	341,974	398,731	512,843	639,213	776,552
Nematerijalna imovina	Intangible assets	-	-	-	833	947
		<b>341,974</b>	<b>398,731</b>	<b>512,843</b>	<b>640,046</b>	<b>777,499</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>	<b>Current assets</b>					
Zalihe	Inventories	13,538	9,731	40,330	34,655	56,585
Financijska imovina za prodaju	Held for trading financial asset	-	895	-	-	-
Potraživanja	Trade and other receivables	5,551	21,909	61,459	94,880	58,980
Depoziti	Term deposits	-	-	-	173,338	426,667
Novac i novčani ekvivalenti	Cash and cash equivalents	34,910	245,019	296,208	375,255	449,051
		<b>53,999</b>	<b>277,554</b>	<b>397,997</b>	<b>678,128</b>	<b>991,283</b>
<b>Aktiva</b>	<b>Total assets</b>	<b>395,973</b>	<b>676,285</b>	<b>910,840</b>	<b>1,318,174</b>	<b>1,768,782</b>
<b>Glavnica</b>	<b>EQUITY</b>					
Temeljni kapital	Share capital	66,335	79,937	79,969	80,075	80,685
Premija na dionice	Share premium	72,688	216,928	216,942	217,706	228,764
Rezerve od otkupa dionica	Capital redemption reserve	77,150	77,150	77,150	77,150	77,150
Ostale rezerve	Other reserve	-	2,509	2,909	3,827	1,689
Zadržane zarade	Retained earnings	78,067	184,488	377,301	681,669	1,054,060
<b>Ukupno glavnica</b>	<b>Total equity</b>	<b>294,240</b>	<b>561,012</b>	<b>754,271</b>	<b>1,060,427</b>	<b>1,442,348</b>
<b>Obveze</b>	<b>LIABILITIES</b>					
<b>Dugoročne obveze</b>	<b>Non-current liabilities</b>					
Odgodene porezne obveze	Deferred income tax liabilities	-	47,628	56,002	51,055	80,305
Dobavljači i ostale obveze	Trade and other payables	-	-	-	5,302	3,372
Zajmovi	Borrowings	26,547	-	-	-	-
		<b>26,547</b>	<b>47,628</b>	<b>56,002</b>	<b>56,357</b>	<b>83,677</b>
<b>Kratkoročne obveze</b>	<b>Current liabilities</b>					
Dobavljači i ostale obveze	Trade and other payables	30,453	35,518	60,440	105,483	141,880
Izvedenice	Derivative financial instruments	-	-	-	10,614	-
Obveze za poreze	Current income tax liability	-	5,266	40,127	85,293	100,877
Zajmovi	Borrowings	44,733	26,861	-	-	-
		<b>75,186</b>	<b>67,645</b>	<b>100,567</b>	<b>201,390</b>	<b>242,757</b>
<b>Ukupno obveze</b>	<b>Total liabilities</b>	<b>101,733</b>	<b>115,273</b>	<b>156,569</b>	<b>257,747</b>	<b>326,434</b>
<b>Ukupno glavnica i obveze</b>	<b>Total equity and liabilities</b>	<b>395,973</b>	<b>676,285</b>	<b>910,840</b>	<b>1,318,174</b>	<b>1,768,782</b>

Tablica 1. Godišnje bilance

Student investitor I Analiza poduzeća

		1P 2008	1P 2009
<b>Imovina</b>	<b>ASSETS</b>		
<b>Dugotrajna imovina</b>	<b>Non-current assets</b>		
Gradevinski objekti i oprema	Property, plant and equipment	731,867	831,849
Nematerijalna imovina	Intangible assets	833	947
		<b>732,700</b>	<b>832,796</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>	<b>Current assets</b>		
Zalihe	Inventories	29,755	59,498
Potraživanja	Trade and other receivables	147,546	82,421
Depoziti	Term deposits	484,019	719,573
Novac i novčani ekvivalenti	Cash and cash equivalents	174,764	155,870
		<b>836,084</b>	<b>1,017,362</b>
<b>Aktiva</b>	<b>Total assets</b>	<b>1,568,784</b>	<b>1,850,158</b>
<b>Glavnica</b>	<b>EQUITY</b>		
Temeljni kapital	Share capital	80,685	80,687
Premija na dionice	Share premium	228,764	228,809
Rezerve od otkupa dionica	Capital redemption reserve	77,150	77,150
Ostale rezerve	Other reserve	1,002	2,245
Zadržane zarade	Retained earnings	851,864	1,159,101
<b>Ukupno glavnica</b>	<b>Total equity</b>	<b>1,239,465</b>	<b>1,547,992</b>
<b>Obveze</b>	<b>LIABILITIES</b>		
<b>Dugoročne obveze</b>	<b>Non-current liabilities</b>		
Odgodene porezne obveze	Deferred income tax liabilities	56,714	84,588
Dobavljači i ostale obveze	Trade and other payables	7,434	6,889
		<b>64,148</b>	<b>91,477</b>
<b>Kratkoročne obveze</b>	<b>Current liabilities</b>		
Dobavljači i ostale obveze	Trade and other payables	133,207	170,549
Izvedenice	Derivative financial instruments	92,787	-
Obveze za poreze	Current income tax liability	39,177	40,140
		<b>265,171</b>	<b>210,689</b>
<b>Ukupno obveze</b>	<b>Total liabilities</b>	<b>329,319</b>	<b>302,166</b>
<b>Ukupno glavnica i obveze</b>	<b>Total equity and liabilities</b>	<b>1,568,784</b>	<b>1,850,158</b>

Tablica 2. Polugodišnje bilance

Student investitor I Analiza poduzeća

		2004	2005	2006	2007	2008
<b>Prihod od prodaje</b>	<b>Revenue</b>	<b>97,074</b>	<b>248,813</b>	<b>325,125</b>	<b>596,614</b>	<b>706,118</b>
Rashodi prodanih proizvoda	Cost of sales	(36,747)	(77,591)	(97,985)	(198,659)	(193,220)
<b>Bruto marža</b>	<b>Gross profit</b>	<b>60,327</b>	<b>171,222</b>	<b>227,140</b>	<b>397,955</b>	<b>512,898</b>
Administrativni troškovi	Administrative expenses	(5,383)	(9,726)	(6,353)	(18,247)	(18,263)
Ostali prihod	Other income	418	1,371	528	636	125
Ostali rashodi	Other losses	-	-	-	(15,256)	(20,748)
<b>Dobit iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>Operating profit</b>	<b>55,362</b>	<b>162,867</b>	<b>221,315</b>	<b>365,088</b>	<b>474,012</b>
Financijski rashodi	Finance costs	(6,005)	(8,557)	(1,107)	(198)	-
Financijski prihodi	Finance income	388	5,005	13,107	19,370	25,050
<b>Dobiti prije poreza</b>	<b>Profit before income tax</b>	<b>49,745</b>	<b>159,315</b>	<b>233,315</b>	<b>384,260</b>	<b>499,062</b>
Porez	Income tax expense	-	(52,894)	(46,443)	(80,346)	(130,020)
<b>Neto dobit</b>	<b>Profit for the year</b>	<b>49,745</b>	<b>106,421</b>	<b>186,872</b>	<b>303,914</b>	<b>369,042</b>

Tablica 3. Godišnji izvještaji o dobiti

		1P 2008	1P 2009
<b>Prihod od prodaje</b>	<b>Revenue</b>	<b>373,452</b>	<b>263,484</b>
Rashodi prodanih proizvoda	Cost of sales	(73,535)	(129,593)
<b>Bruto marža</b>	<b>Gross profit</b>	<b>299,917</b>	<b>133,891</b>
Administrativni troškovi	Administrative expenses	(8,327)	(12,041)
Ostali prihod	Other income	36	146
Ostali rashodi	Other losses	(91,439)	-
<b>Dobit iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>Operating profit</b>	<b>200,187</b>	<b>121,996</b>
Financijski rashodi	Finance costs	(293)	-
Financijski prihodi	Finance income	11,697	17,425
<b>Dobiti prije poreza</b>	<b>Profit before income tax</b>	<b>211,591</b>	<b>139,421</b>
Porez	Income tax expense	(44,729)	(34,436)
<b>Neto dobit</b>	<b>Profit for the year</b>	<b>166,862</b>	<b>104,985</b>

Tablica 4. Polugodišnji izvještaji o dobiti

Student investor I Analiza poduzeća

		2006	2007	2008
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>Profit before income tax</b>	<b>233,315</b>	<b>384,260</b>	<b>499,062</b>
Prilagodba za:	Adjustments for:			
Amortizacija	Depletion and depreciation	61,512	101,930	149,603
Viškovi/manjkovi sirove nafte	Crude oil underlift/overlift	(13,492)	48,042	(47,048)
Opcije za dionice	Employee share options	400	1,372	1,211
Promjena fer vrijednosti izvedenica	Fair value movement on derivative financial instruments	-	10,614	(10,614)
Otpis nematerijalne imovine	Write-off of intangible assets	-	4,100	394
Dobitak od prodaje financijske imovine	Gain on disposal of held for trading financial asset	(253)	-	-
Financijski troškovi	Finance costs	1,107	198	-
Kamate na depozite	Interest on bank deposits	(13,064)	(18,955)	(25,050)
Prpisan višak pričuva	Excess provision written back	-	(397)	-
Promjene radnog kapitala	Changes in working capital	(41,549)	(23992)	96,185
<b>Novac iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>Cash generated from operating activities</b>	<b>227,976</b>	<b>507,172</b>	<b>663,773</b>
Plaćene kamate	— Interest paid	(573)	(198)	-
Plaćeni porez	— Income tax paid	(5,266)	(39,730)	(85,186)
<b>Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>Net cash generated from operating activities</b>	<b>222,137</b>	<b>467,244</b>	<b>578,587</b>
<b>Novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>Cash flows from investing activities</b>			
Kapitalna potrošnja (materijalna imovina)	Additions to property, plant and equipment	(155,837)	(231,520)	(287,672)
Kapitalna potrošnja (nematerijalna imovina)	Addition to intangible assets	-	(4,933)	(508)
Primljene kamate na depozite	Interest received on bank deposits	11,295	18,955	25,050
Depoziti	Amounts placed on term deposits	-	(173,338)	(253,329)
Primici s računa za pokriće kamata	Amounts withdrawn from interest collateral account	6,569	-	-
Primici od prodaje financijske imovine	Proceeds from sale of held for trading financial asset	1,148	-	-
<b>Neto novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>Net cash used in investing activities</b>	<b>(136,825)</b>	<b>(390,836)</b>	<b>(516,459)</b>
<b>Novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>	<b>Cash flows from financing activities</b>			
Primici od emisije dionica	Proceeds from issue of share capital	46	870	11,668
Otplata zajmova	Repayment of borrowings	(27,600)	-	-
<b>Neto novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>	<b>Net cash used in financing activities</b>	<b>(27,554)</b>	<b>870</b>	<b>11,668</b>
Čisti novčani tok	<b>Net increase in cash and cash equivalents</b>	57,758	77,278	73,796
<b>Novac i novčani ekvivalenti na početku razdoblja</b>	Cash and cash equivalents at beginning of year	<b>238,450</b>	<b>297,977</b>	<b>375,255</b>
<b>Novac i novčani ekvivalenti na kraju razdoblja</b>	<b>Cash and cash equivalents at end of year</b>	<b>296,208</b>	<b>375,255</b>	<b>449,051</b>

Tablica 5. Godišnji izvještaji o novčanom toku

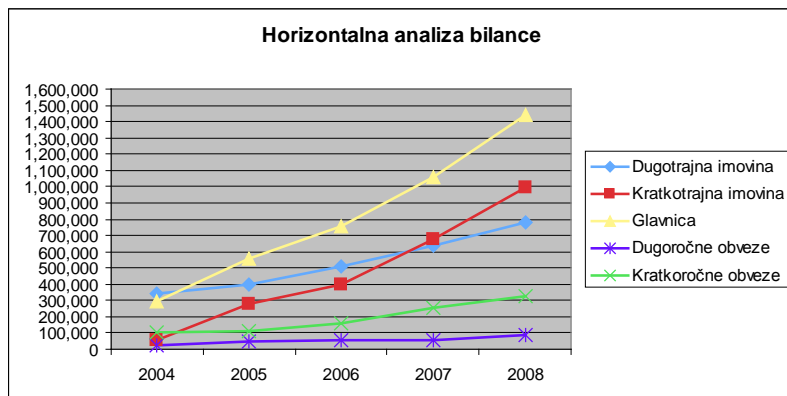
Student investor I Analiza poduzeća

		1P 2008	1P 2009
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>Profit before income tax</b>	<b>211,591</b>	<b>139,421</b>
Prilagodba za:	Adjustments for:		
Amortizacija	Depletion and depreciation	61,830	99,778
Viškovi/manjkovi sirove nafte	Crude oil underlift/overlift	(26,235)	(14,937)
Promjena fer vrijednosti izvedenica	Fair value movement on derivative financial instruments	91,439	-
Opcije za dionice	Employee share option	508	612
Financijski troškovi	Finance costs	219	-
Kamate na depozite	Interest on bank deposits	-11,697	(17,425)
Izdaci za podmirenja obveza za izvedenice	Settlement of the derivative financial instrument liability	(9,266)	-
Promjene radnog kapitala	Changes in working capital	-1,982	1,996
<b>Novac iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>Cash generated from operating activities</b>	<b>316,407</b>	<b>209,445</b>
Plaćene kamate	Interest paid	(219)	-
Plaćeni porez	Income tax paid	(85,186)	(90,890)
<b>Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>Net cash generated from operating activities</b>	<b>231,002</b>	<b>118,555</b>
<b>Novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>Cash flows from investing activities</b>		
Kapitalna potrošnja (materijalna imovina)	Additions to property, plant and equipment	(144,177)	(136,302)
Primici od kamata na depozite	Interest received on bank deposits	11,697	17,425
Izdaci za depozite	Amounts placed on term deposits	(310,681)	(292,906)
<b>Neto novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>Net cash used in investing activities</b>	<b>(443,161)</b>	<b>(411,783)</b>
<b>Novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>	<b>Cash flows from financing activities</b>		
Primici od emisije dionica	Proceeds from issue of share capital	11,668	47
<b>Čisti novčani tok</b>	<b>Net increase in cash and cash equivalents</b>	<b>-200,491</b>	<b>-293,181</b>
Novac i novčani ekvivalenti na početku razdoblja	Cash and cash equivalents at beginning of year	375,255	449,051
<b>Novac i novčani ekvivalenti na kraju razdoblja</b>	<b>Cash and cash equivalents at end of year</b>	<b>174,764</b>	<b>155,870</b>

Tablica 6. Polugodišnji izvještaji o novčanom toku

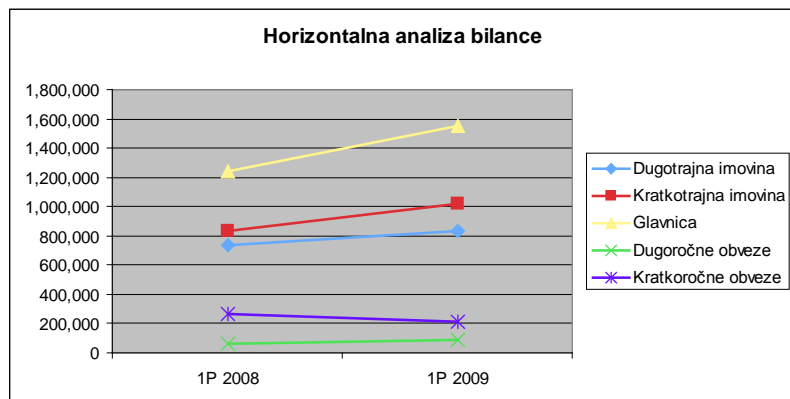
## ANALIZA PODATAKA

### Horizontalna i vertikalna analiza bilance



Slika 1. U razdoblju 2004. do 2008. došlo je do povećanja svih pozicija bilance, najviše glavnice i kratkotrajne imovine.

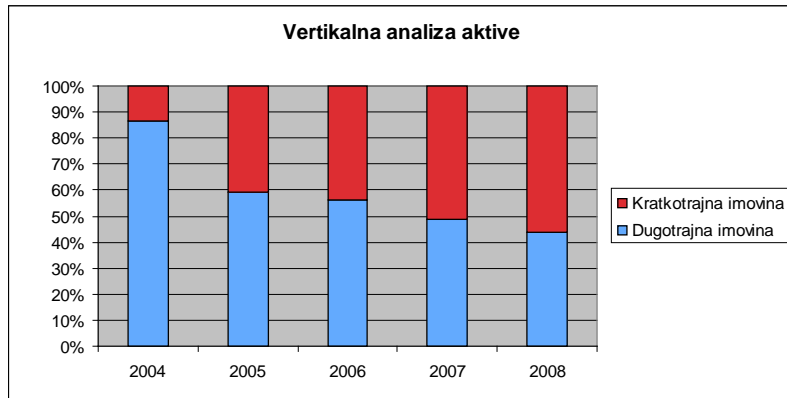
Slika 2. Prema polugodišnjim bilancama, smanjila se je samo stavka Kratkoročne obveze.



Na temelju horizontalne analize godišnjih bilanci može se vidjeti povećanje dugotrajne imovine svake godine u apsolutnom iznosu, ali u odnosu na ukupnu imovinu, udio u aktivi se smanjuje. Dugotrajna imovina do 2006. godine sastojala se je samo od jedne stavke, građevinskih objekata i opreme. Od 2007. godine prikazana je i nematerijalna imovina, ali u manjem udjelu od svega 0.05% (2007: 0.06%) ukupne imovine. Za svrhu obračuna amortizacije dugotrajna materijalna imovina podijeljena je na razvojnu, i proizvodnu imovinu i ostalu. Razvojna i proizvodna imovina amortizira se primjenom funkcionalnog sustava, metode obračuna prema učinku, dok se ostala imovina amortizira primjenom vremenskog sustava, linearne metode amortizacije. Na osnovi polugodišnjih bilanci se također vidi povećanje dugotrajne materijalne imovine. Nematerijalna imovina odnosi se na izdatke za istraživanje i procjenu.

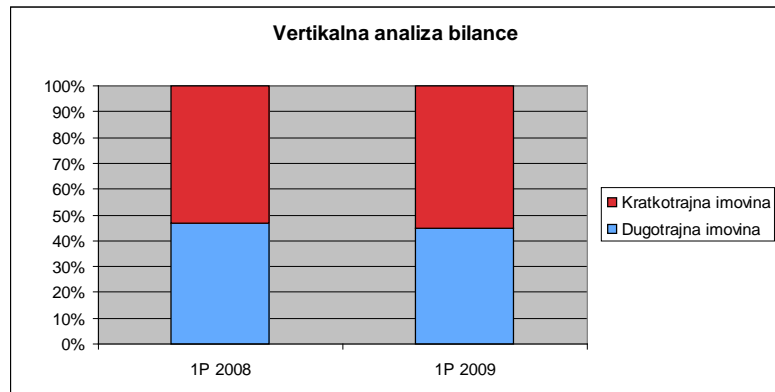
Kratkotrajna imovina u promatranom razdoblju se povećava, kako u apsolutnom iznosu tako i u udjelu u aktivi. Od 2006. godine kratkotrajna imovina veća je od dugotrajne imovine. Zalihe se rashoduju primjenom metode prosječnih ponderiranih cijena, čime su zalihe podcijenjene, a rashodi prodanih proizvoda precijenjeni u odnosu na FIFO metodu. Zalihe čine od 1% do 4% ukupne aktive u promatranom razdoblju. Financijska imovina u 2005. godini odnosi se na ulaganja u dionice. Većinu potraživanja čine potraživanja od kupaca, osim u zadnjoj godini. Novac i novčani ekvivalenti i depoziti čine najveći dio kratkotrajne imovine, odnosno aktive (2008: 25%, 24%). Novac i novčani ekvivalent sastoje se od novca na računima i depozita s dospijecom tri mjeseca ili manje. Stavka depoziti odnosi se na depozite s dospijecom između tri i dvanaest mjeseci. Na depozite je poduzeće primilo kamate između 2% i 6%. Razlog velikom udjelu novca i novčanih ekvivalenata u aktivi je zaštita poduzeća od značajnog pada cijena nafte ili značajnog porasta cijena inputa.





Slika 3. Tijekom razdoblja 2004. do 2008. udio kratkotrajne imovine u aktivi povećao se na 56%.

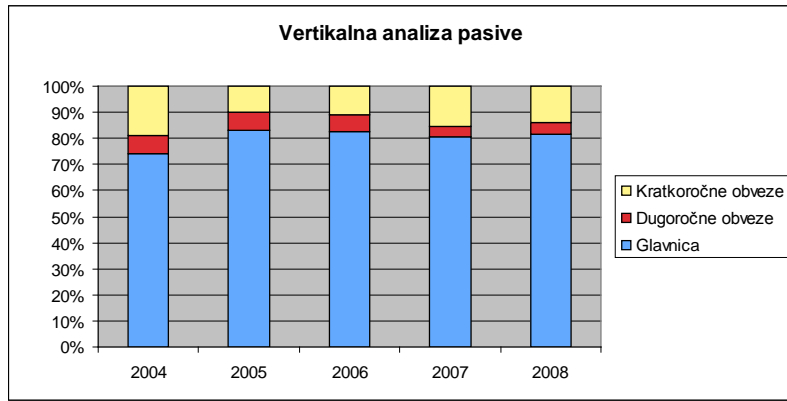
Slika 4. Suprotno od godišnjih bilanci, omjeri kratkotrajne i dugotrajne imovine su ostali približno isti.



Glavnica čini više od 70% ukupne pasive (2008: 81%). Za poduzeće je karakteristično da ne isplaćuje dividende tj. zadržava sve zarade i da svake godine emitira dionice, pa se prema tome financira većinom od emisije dionica i vlastitih izvora. 2005. godine poduzeće je emitiralo otvorenom emisijom 99,565 milijuna dionica po nominalnoj vrijednosti €0.10 po dionici. Troškovi emisije iznosili su US\$9,8 milijuna. Ostale emisije dionica odnose se na opcije direktora i odabranih zaposlenika za kupnju dionica po cijenama nižim od tržišnih. Najveći udio u glavnici odnosi se na premiju na emitirane dionice (2008: 12.93%) i zadržane zarade (2008: 59.59%). Na polugodišnjim bilancama se vidi da su povećane zadržane zarade (1P2008. na 1P2009: 36%)

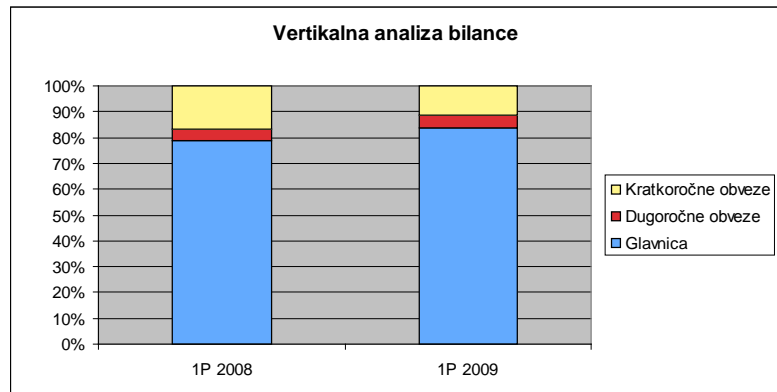
Dugoročne obveze čine najmanji dio pasive. Zajam iz 2004. godine poduzeće je prebacilo u kratkoročne obveze 2005. godine. Nakon toga, dugoročne obveze sastoje se od odgođenih poreznih obveza i obveza prema dobavljačima i ostalih obveza. Na polugodišnjim bilancama može vidjeti smanjenje obveza prema dobavljačima i ostalih obveza, te rast odgođenih poreznih obveza. Poduzeće se od 2006. godine više ne financira zajmovima.

Tijekom 2005. godine otplaćen je dio zajma, novcem od emisije dionica, a 2006. i ostatak. Obveza za izvedenice iz 2007. nastala je zbog gubitka od promjene fer vrijednosti navedenih instrumenata. Ostatak kratkoročnih obveza čine obveze prema dobavljačima i ostale obveze, te odgođene porezne obveze. Obveze prema dobavljačima čine manji dio kratkoročnih obveza. Kratkoročne obveze rastu sporije od rasta kratkotrajne imovine čime se poboljšava likvidnost. 2006. godine otplaćeni su svi zajmovi, čime od 2007. poduzeće nema obveza za zajmove. Na polugodišnjim bilancama se vidi da su smanjene kratkoročne obveze, što je posljedica otplate obveza za izvedenice.

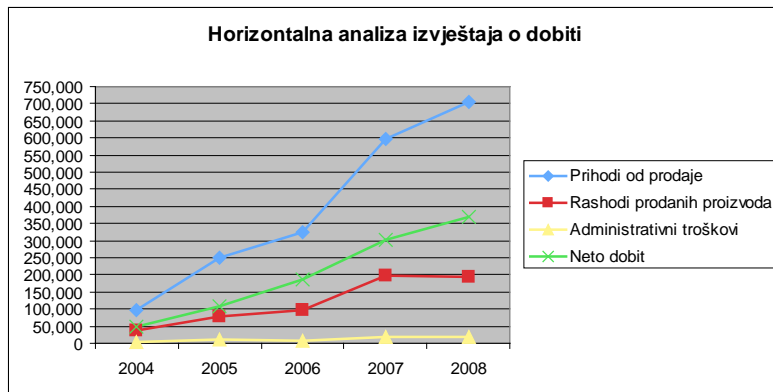


Slika 5. Udio obveza i glavnice u pasivi se promijenio u korist glavnice, dok je smanjen udio dugoročnih obveza.

Slika 6. Na slici se vidi povećanje udjela glavnice u pasivi.



### Horizontalna i vertikalna analiza izvještaja o dobiti



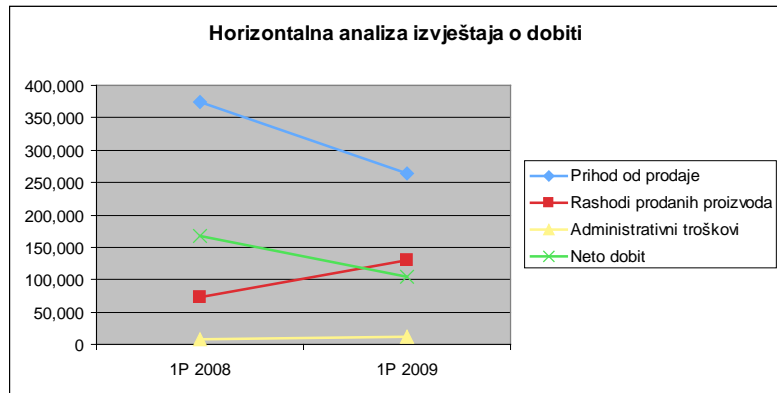
Slika 7. U razdoblju 2004. do 2008. najveći je rast prodaje i neto dobiti.

Izvještaj o dobiti sastavljen je primjenom funkcionalne metode. Prihodi od prodaje svake godine se povećavaju u toku promatranog razdoblja. Prihodi od prodaje ostvareni su od prodaje sirove nafte. Analizom bilance moglo se je vidjeti da se zalihe povećavaju tijekom određenih razdoblja, ali ipak nije došlo do pada prodaje. Također, najveći dio poslovnih rashoda (rashoda prodanih proizvoda i rashoda razdoblja promatranih zajedno) odnosi se na amortizaciju, što je i za očekivati s obzirom na udio dugotrajne imovine u aktivi. Zanimljivo je da poduzeće posluje s malih troškovima, zato što neto dobit čini više od 50% (iznimka je 2005. godina) prihoda od prodaje. Također, rashodi prodanih proizvoda smanjeni su za 10% u odnosu na prodaju u razdoblju 2004. do 2008. Ostale stavke nemaju značajan utjecaj na konačni poslovni rezultat.

Financijski prihodi sastoje se od kamata na depozite i promjene deviznih tečajeva. Kako je dolazilo do povećanja depozita (vidjeti u bilanci), tako je dolazilo do povećanja prihoda od kamata. Kao što je prije navedeno, glavni izvor financiranja poduzeća nisu zajmovi, te stoga

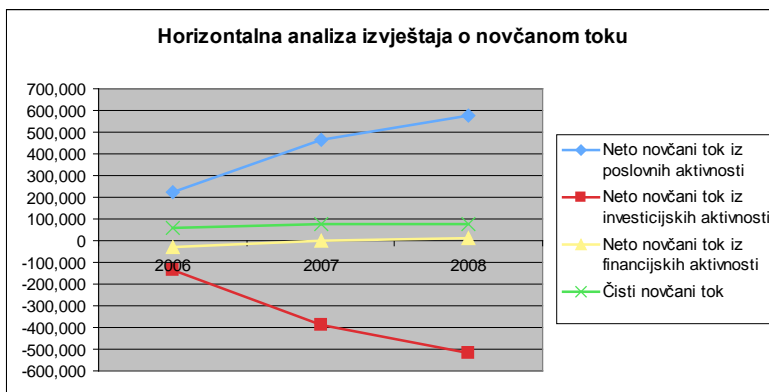
zadnje dvije godine nema rashoda od kamata. Financijski rashodi nakon otplate zajmova odnose se na pristojbe banke. Stavka ostalih rashoda u posljednje dvije godine odnosi se na gubitak od promjena fer vrijednosti izvedenica. Pošto na kraju 2008. godine poduzeće nije imalo izvedenica, ne treba očekivati da će 2009. godine doći do istog rashoda.

Slika 8. U prvom polugodištu došlo je do pada prodaje i rasta rashoda što je utjecalo na smanjenje neto dobiti



Na polugodišnjim izvještajima o dobiti vidi se pad prodaje, dok su zalihe povećane gotovo 100%, i rast rashoda proizvoda i administrativnih rashoda. Financijski prihodi su porasli, ali s obzirom na mali udio u odnosu na prodaju, taj rast nije značajan. Također, neto dobit pala je za 37%.

### Horizontalna i vertikalna analiza izvještaja o novčanom toku

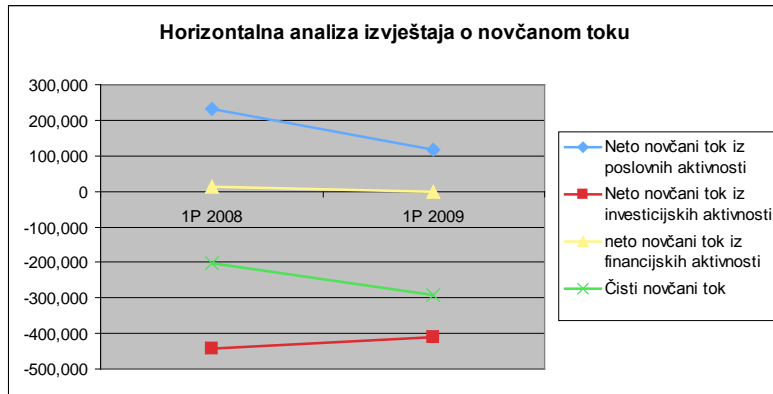


Slika 9. Vidi se porast novca iz sva tri novčana toka. Udio novca iz poslovnih i financijskih aktivnosti se smanjuje, a iz investicijskih povećava.

Izvještaj o novčanom toku sastavljen je primjenom indirektno metode. Na godišnjim izvještajima o novčanom toku se vidi da je glavni izvor novčanih tokova onaj iz poslovnih aktivnosti. Novčani tok iz poslovnih aktivnosti je pozitivan i dovoljan da pokrije kapitalnu potrošnju. Svake godine novčani tok iz poslovnih aktivnosti se povećava, ali u odnosu na ukupne primitke novca se smanjuje. Novčani tok iz poslovnih aktivnosti je veći od neto dobiti sve tri godine, što ukazuje na dobru kvalitetu zarada.

Novčani tok iz investicijskih aktivnosti je negativan sve tri godine, što znači da se većina novca troši na investicijske aktivnosti. Najveći izdaci se odnose na potrošnju za građevinske objekta i opremu, i depozite. Novac za te izdatke osigurava se iz poslovnih aktivnosti. Najveći primitci odnose se na novac od kamata na depozite. Materijalna imovina i novčani ekvivalenti i depoziti su dvije najveće stavke u aktivi bilance.

Novčani tok iz financijskih aktivnosti nije toliko značajan kao prethodna dva. Sadrži samo dvije stavke, izdatke za zajmove i primitke od emisije dionica. Čisti novčani tok je pozitivan sve tri godine.



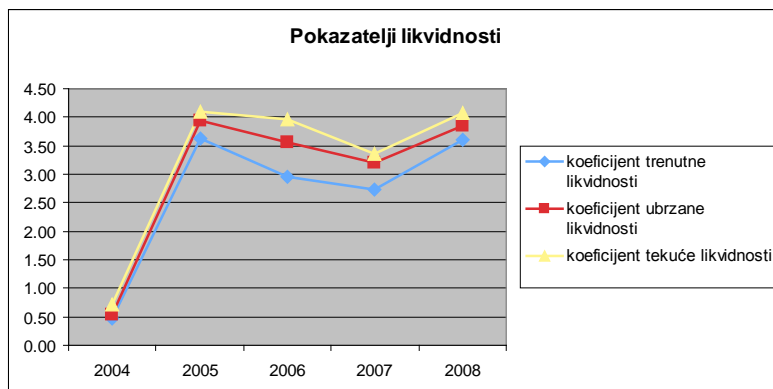
Slika 10. Čisti novčani tok promatran na polugodišnjim izvještajima je negativan. U odnosu na ukupne novčane tokove došlo je do povećanja novčanog toka iz investicijskih aktivnosti, a smanjenja iz poslovnih aktivnosti.

Na polugodišnjim izvještajima o novčanom toku vidi se smanjenje novca iz tri novčana toka. Ipak, treba uzeti u obzir da je čisti novčani tok u 2008. pozitivan, dok je čisti novčani tok za prvu polovicu 2009. negativan. Stoga, ne mora nužno značiti da će čisti novčani tok u 2009. biti negativan.

### Pokazatelji likvidnosti

2004. godine poduzeće je imalo niske koeficijente likvidnosti, ali se je 2005. godine dogodio znatan porast svih koeficijenata. Iako su povećane sve stavke kratkotrajne imovine, na poboljšanje likvidnosti najviše su utjecali novac i novčani ekvivalent (promjena 2004. na 2005.: 601.86%). Potrebno je napomenuti da su za izračun trenutne likvidnosti obuhvaćeni novac i kratkoročna likvidna ulaganja, tj. depoziti, što je rezultiralo višim koeficijentom. Neto poslovni ciklus za 2008. godinu pokazuje da prođe 90 dana od dana kad poduzeće investira novac u zalihe do dana kad primi novac. Može se vidjeti da je to razdoblje znatno duže u odnosu na prve dvije godine. Na razlike u kretanju neto poslovnog ciklusa utječu nestabilni pokazatelji aktivnosti, trajanje držanja zaliha, trajanje naplate potraživanja i trajanje plaćanja obveza.

	2004	2005	2006	2007	2008
koeficijent trenutne likvidnosti	0.46	3.62	2.95	2.72	3.61
koeficijent ubrzane likvidnosti	0.54	3.95	3.56	3.20	3.85
koeficijent tekuće likvidnosti	0.72	4.10	3.96	3.37	4.08
neto poslovni ciklus	20.26	13.98	124.87	65.23	90.08



Slika 11. Pokazatelji likvidnosti su vrlo visoki.

Slika 12. Neto poslovni ciklus pokazuje dosta varira tijekom godina.



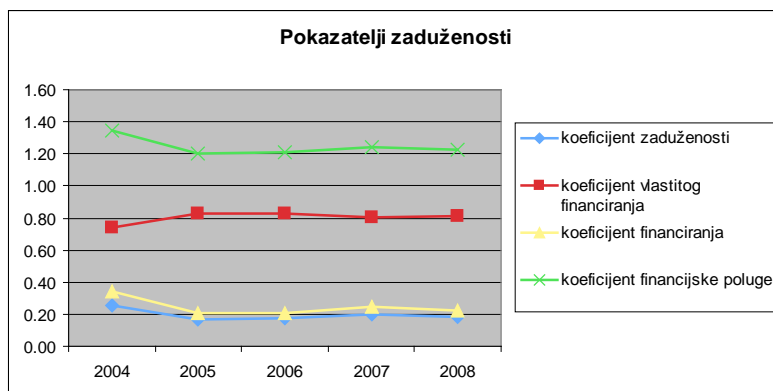
Polugodišnji pokazatelji likvidnosti su porasli, što je posljedica smanjenja kratkoročnih obveza i povećanja zaliha i depozita u kratkotrajnoj imovini.

	1P 2008	1P 2009
koeficijent trenutne likvidnosti	2.48	4.16
koeficijent ubrzane likvidnosti	3.04	4.55
koeficijent tekuće likvidnosti	3.15	4.83
neto poslovni ciklus	107.41	118.83

### Pokazatelji zaduženosti

Koeficijenti zaduženosti pokazuju da poduzeće financira imovinu iz glavnice, a manjim dijelom iz ukupnih obveza. Od 2005. godine koeficijenti zaduženosti su na približnosti istim vrijednostima. Razlog povećanja koeficijenata, u odnosu na 2004., bila je emisija dionica i otplata zajmova dijelom prihoda od emisije u 2005. godini. Iz istih razloga poduzeće ima visoki koeficijent pokriva kamata. Zadnje dvije godine poduzeće nema zajmova, a time i obveza za kamate, stoga pokazatelji pokriva kamata nisu izračunati.

	2004	2005	2006	2007	2008
koeficijent zaduženosti	0.26	0.17	0.17	0.20	0.18
koeficijent vlastitog financiranja	0.74	0.83	0.83	0.80	0.82
koeficijent financiranja	0.35	0.21	0.21	0.24	0.23
koeficijent financijske poluge	1.35	1.21	1.21	1.24	1.23
pokriće troškova kamata	15.48	52.24	257.77	-	-



Slika 13. Od 2006. poduzeće se financira iz glavnice.

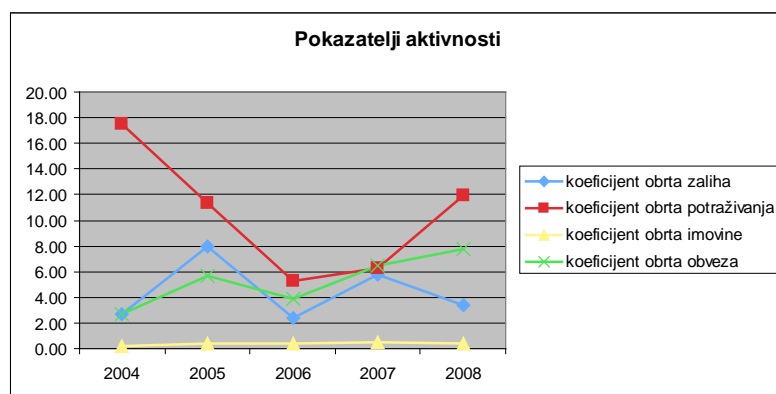
Prema polugodišnjim pokazateljima može se doći do istog zaključka. Razlog većim promjenama pokazatelja zaduženosti je smanjenje obveza, zbog izvedenica, i povećanja ukupne imovine. Poduzeće od 2007. na dalje nema obveza za kamate, zato pokazatelji pokrića kamata nisu izračunati.

	1P 2008	1P 2009
koeficijent zaduženosti	0.21	0.16
koeficijent vlastitog financiranja	0.79	0.84
koeficijent financiranja	0.27	0.20
koeficijent financijske poluge	1.27	1.20
pokriće troškova kamata	-	-

## Pokazatelji aktivnosti

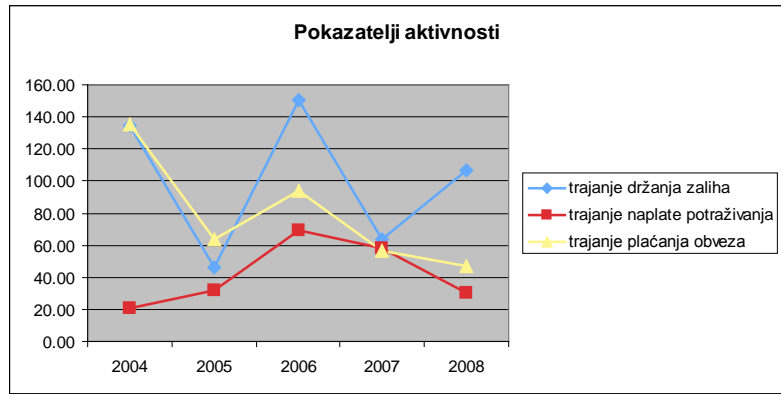
Poduzeće dugo drži zalihe (2008: 106 dana) na što utječe obrtaj zaliha. Treba napomenuti da poduzeće rashoduje zalihe primjenom metode prosječnih ponderiranih cijena, čime su zalihe podcijenjene, a rashodi prodanih proizvoda veći i utječu na niži koeficijent obrtaja zaliha. Koeficijenti obrta zaliha u zadnje dvije godine pali, što ukazuje da bi poduzeće moglo ostvariti pad prihoda od prodaje u slučaju pada cijena nafte. U prilog tome govori činjenica, da je poduzeće u 2008. prodalo 1.2 milijuna barela nafte manje nego u 2007. (promjena -14%), dok su zalihe sirove nafte u 2008. povećane. Ipak, prihodi od prodaje u 2008. godini su porasli zbog rasta cijena nafte. U zadnje tri godine poduzeće ima rast koeficijenta obrta obveza prema dobavljačima. Trajanje plaćanja obveza bi moglo biti i kraće, s obzirom na udio novca u ukupnoj imovini kojim se mogu platiti dobavljači. Pri izračunu ovog pokazatelja uzete su obzir samo obveze prema dobavljačima, dakle dio stavke dobavljači i ostale obveze. Trajanje naplate potraživanja je znatno bolje od prethodna dva pokazatelja. Na porast koeficijenta obrta potraživanja u 2008. je prilično utjecalo smanjenje potraživanja.

	2004	2005	2006	2007	2008
koeficijent obrta zaliha	2.71	7.97	2.43	5.73	3.41
trajanje držanja zaliha	134.47	45.78	150.23	63.67	106.89
koeficijent obrta potraživanja	17.49	11.36	5.29	6.29	11.97
trajanje naplate potraživanja	20.87	32.14	69.00	58.05	30.49
koeficijent obrta imovine	0.25	0.37	0.36	0.45	0.40
koeficijent obrta obveza	2.7	5.71	3.87	6.46	7.72
trajanje plaćanja obveza	135.19	63.92	94.32	56.50	47.28



Slika 14. Pokazatelji aktivnosti.

Slika 15. Pokazatelji aktivnosti mjereni u danima.



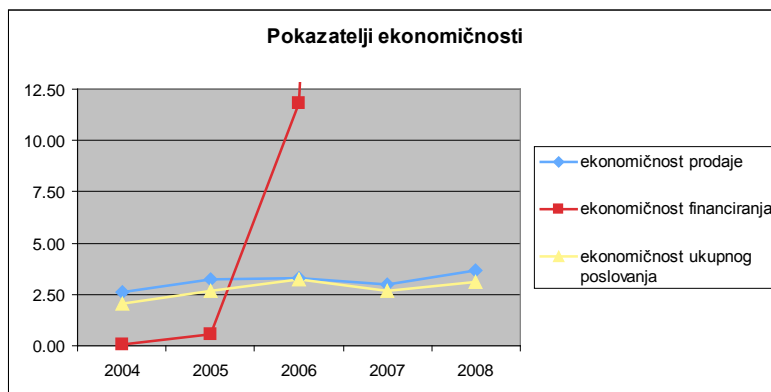
Pokazatelji aktivnosti izračunati na osnovi polugodišnjih izvještaja su znatno lošiji, osim koeficijenta obrta obveza. Na slabije pokazatelji su utjecali pad prodaje i porast rashoda prodanih proizvoda. U prvoj polovici 2009. prihodi su pali zbog pada cijena nafte, iako su prodane količine nafte veće za 1.4 milijuna barela (promjena 40%).

	1P 2008	1P 2009
koeficijent obrta zaliha	2.47	2.18
trajanje držanja zaliha	72.83	82.64
koeficijent obrta potraživanja	2.53	3.20
trajanje naplate potraživanja	71.12	56.31
koeficijent obrta imovine	0.24	0.14
koeficijent obrta obveza	4.93	8.95
trajanje plaćanja obveza	36.54	20.11

### Pokazatelji ekonomičnosti

Pokazatelji ekonomičnosti za 2008. godinu su najveći u promatranom razdoblju. Razlog velikih pokazatelja ekonomičnosti financiranja za zadnje dvije godine je činjenica da poduzeće nije imalo rashoda od kamata.

	2004	2005	2006	2007	2008
ekonomičnost prodaje	2.64	3.21	3.32	3.00	3.65
ekonomičnost financiranja	0.06	0.58	11.84	97.83	100.00
ekonomičnost ukupnog poslovanja	2.03	2.66	3.21	2.65	3.14



Slika 16. Poduzeće je ostvarilo zadnje dvije godine veliku razliku između pojedinih rashoda i prihoda.

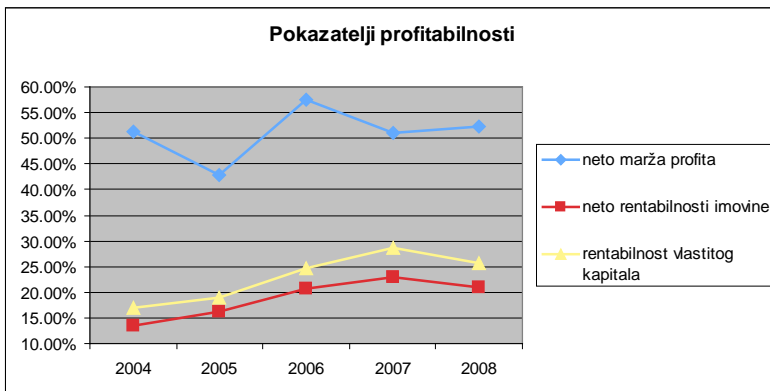
Polugodišnji pokazatelji ekonomičnosti prodaje su pali zbog pada prihoda od prodaje i porasta rashoda prodaje. Ipak, može se primjetiti manji ekonomičnost ukupnog poslovanja, na što je utjecalo porast pokazatelja ekonomičnosti financiranja, i stavka Ostali rashodi. Navedena stavka odnosi se na gubitak od izvedenica (US\$91,439 milijuna), koji u prvoj polovici 2009. poduzeće više nije imalo.

	1P 2008	1P 2009
ekonomičnost prodaje	5.08	2.03
ekonomičnost financiranja	39.92	100.00
ekonomičnost ukupnog poslovanja	2.22	1.98

### Pokazatelji profitabilnosti

Može se vidjeti da je neto marža profita na vrlo visoka tijekom svih godina (2008: 52%). Također, iz vertikalne analize izvještaja o dobiti može se vidjeti kretanje neto dobiti u odnosu na prihode od prodaje. Poduzeće ostvaruje visoku rentabilnost imovine (2008: 21%). Rentabilnost vlastitog kapitala (ROE) je rastavljena na tri komponente, neto maržu profita, koeficijent financijske poluge i koeficijent obrta ukupne imovine. Uočava se tendencija povećanja rentabilnosti vlastitog kapitala do 2008. Na pad rentabilnosti vlastitog kapitala utjecao je pad koeficijenta obrta imovine.

	2004	2005	2006	2007	2008
neto marža profita	51.24%	42.77%	57.48%	50.94%	52.26%
neto rentabilnosti imovine	13.43%	16.20%	20.62%	23.06%	20.86%
rentabilnost vlastitog kapitala	16.91%	18.97%	24.78%	28.66%	25.59%



Slika 17. Pokazatelji profitabilnosti

Prema polugodišnjim financijskim izvještajima pali su svi pokazatelji. Došlo je do pada prihoda od prodaje i neto dobiti, pri čemu je postotno smanjenje prodaje bilo veće, što je utjecalo na pad neto marže profita. Ukupna imovina promatrana polugodišnje je na razini godišnje, i povećala se, dok je neto dobit znatno manja, i pala je, što se je odrazilo na mali koeficijent rentabilnosti imovine i njegov pad. Smanjenje rentabilnosti vlastitog kapitala posljedica je pada sve tri komponente, neto marže profita, financijske poluge i koeficijenta obrta imovine.

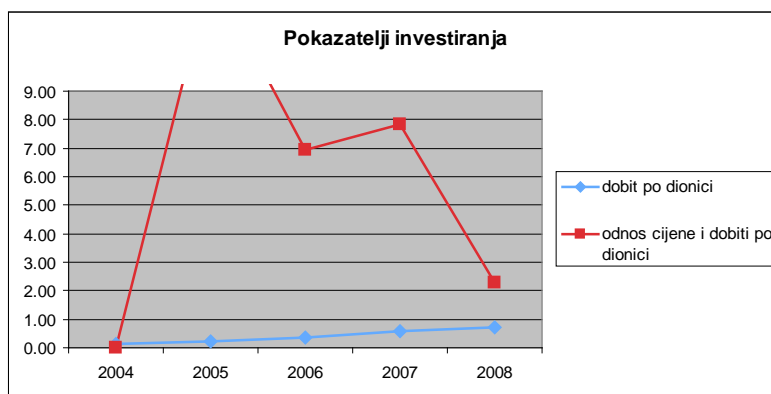
	1P 2008	1P 2009
neto marža profita	44.68%	39.84%
neto rentabilnosti imovine	10.64%	5.67%
rentabilnost vlastitog kapitala	13.46%	6.78%



## Pokazatelji investiranja

Dobit po dionici (EPS) povećava se u toku promatranog razdoblja. Ovaj pokazatelj bi bio veći da se poduzeće nije financiralo emisijom dionica svake godine. Da je zadržan broj dionica iz 2004., dobit po dionici bi iznosila 0.91. Unatoč velikom iznosu zadržanih zarada (2008: 1,054,060) poduzeće ne isplaćuje dividende. Bez dividendi nije bilo moguće izračunati pokazatelj dividende po dionici.

	2004	2005	2006	2007	2008
dobit po dionici	0.12	0.23	0.37	0.60	0.72
odnos cijene i dobiti po dionici	0.00	13.15	6.93	7.81	2.27



Slika 18. Pokazatelji investiranja

Polugodišnji EPS je na niskoj razini i još se je smanjio. Iako povećanje broja dionica u promatranom razdoblju nije bilo veliko, smanjenje neto dobiti (promjena -37%) dovelo je do pada dobiti po dionici. Kao i prethodnih godina, poduzeće u 2009. godini nije isplatilo dividende.

	1P 2008	1P 2009
dobit po dionici	0.33	0.20
odnos cijene i dobiti po dionici	11.46	19.08

## ZAKLJUČAK I PREPORUKE

Preporuka na osnovi provedene analize jest da se dionice poduzeća ne kupe zbog slijedećih razloga.

Može se vidjeti na temelju godišnjih izvještaja da je poduzeće u razdoblju 2004. do 2008. izvrsno poslovalo. Pokazatelji likvidnosti su bili vrlo visoki, možda i najbolji u industriji. Zadnje dvije godine poduzeće nema dugova, a time i fiksnih obveza koje mogu stvoriti probleme u slučaju male ili negativne dobiti, što je posljedica financiranja emisijom dionica i korištenja vlastitih izvora. Poduzeće vrlo dobro iskorištava takvo financiranje, pa je ostvarilo porast neto dobiti u promatranom razdoblju, što su potvrdili pokazatelji ekonomičnosti. Pokazatelji profitabilnosti su također izvrsni.

Što se tiče polugodišnjih izvještaja za razdoblje prvih polovica 2008. i 2009., neki pokazatelji su porasli, ali kod nekih je došlo do pada. Ako uzmemo u obzir financijske događaje u svijetu zadnje vrijeme, pogoršanje nekih pokazatelja ne mora nužno biti toliko loše. Osim toga, analize

drugih poduzeća su pokazale da je i kod tih poduzeća došlo do lošijih poslovnih rezultata u zadnjoj godini.

Kao investitori očekujemo da ćemo ostvariti zaradu na dva načina, od kapitalnog dobitka te od dividende. Ovo poduzeće ne isplaćuje dividende, a prema navodima iz njihovih financijskih izvještaja, niti neće to učiniti uskoro. Uz ovo poduzeće, kao moguća investicija razmatrano je još četiri poduzeća. Ona isplaćuju dividende. Što se tiče dobiti po dionici, i ostala poduzeća su ostvarila sličnu ili bolju.

### **NASTAVAK I DOPUNE**

Do dana 14. veljače 2010 nisu objavljeni novi financijski izvještaji za 2009. godinu.

Student investitor I Analiza poduzeća

**7. Dodatak**

	2004	2005	promjena	%	2006	promjena	%	2007	promjena	%	2008	promjena	%
<b>Imovina</b>													
<b>Dugotrajna imovina</b>													
Gradevinski objekti i oprema	341,974	398,731	56,757	16.60%	512,843	170,869	49.97%	639,213	297,239	86.92%	776,552	434,578	127.08%
Nematerijalna imovina	-	-			-			833	833		947	947	
	<b>341,974</b>	<b>398,731</b>	<b>56,757</b>	<b>16.60%</b>	<b>512,843</b>	<b>170,869</b>	<b>49.97%</b>	<b>640,046</b>	<b>298,072</b>	<b>87.16%</b>	<b>777,499</b>	<b>435,525</b>	<b>127.36%</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>													
Zalihe	13,538	9,731	-3,807	-28.12%	40,330	26,792	197.90%	34,655	21,117	155.98%	56,585	43,047	317.97%
Financijska imovina za prodaju	-	895	895		-			-			-		
Potraživanja	5,551	21,909	16,358	294.69%	61,459	55,908	1007.17%	94,880	89,329	1609.24%	58,980	53,429	962.51%
Depoziti	-	-			-			173,338	173,338		426,667	426,667	
Novac i novčani ekvivalenti	34,910	245,019	210,109	601.86%	296,208	261,298	748.49%	375,255	340,345	974.92%	449,051	414,141	1186.31%
	<b>53,999</b>	<b>277,554</b>	<b>223,555</b>	<b>414.00%</b>	<b>397,997</b>	<b>343,998</b>	<b>637.05%</b>	<b>678,128</b>	<b>624,129</b>	<b>1155.82%</b>	<b>991,283</b>	<b>937,284</b>	<b>1735.74%</b>
<b>Aktiva</b>	<b>395,973</b>	<b>676,285</b>	<b>280,312</b>	<b>70.79%</b>	<b>910,840</b>	<b>514,867</b>	<b>130.03%</b>	<b>1,318,174</b>	<b>922,201</b>	<b>232.89%</b>	<b>1,768,782</b>	<b>1,372,809</b>	<b>346.69%</b>
<b>Glavnica</b>													
Temeljni kapital	66,335	79,937	13,602	20.51%	79,969	13,634	20.55%	80,075	13,740	20.71%	80,685	14,350	21.63%
Premija na dionice	72,688	216,928	144,240	198.44%	216,942	144,254	198.46%	217,706	145,018	199.51%	228,764	156,076	214.72%
Rezerve od otkupa dionica	77,150	77,150			77,150			77,150			77,150		
Ostale rezerve	-	2,509	2,509		2,909	2,909		3,827	3,827		1,689	1,689	
Zadržane zarade	78,067	184,488	106,421	136.32%	377,301	299,234	383.30%	681,669	603,602	773.18%	1,054,060	975,993	1250.20%
<b>Ukupno glavnica</b>	<b>294,240</b>	<b>561,012</b>	<b>266,772</b>	<b>90.66%</b>	<b>754,271</b>	<b>460,031</b>	<b>156.35%</b>	<b>1,060,427</b>	<b>766,187</b>	<b>260.40%</b>	<b>1,442,348</b>	<b>1,148,108</b>	<b>390.19%</b>
<b>Obveze</b>													
<b>Dugoročne obveze</b>													
Odgođene porezne obveze	-	47,628	47,628		56,002	56,002		51,055	51,055		80,305	80,305	
Dobavljači i ostale obveze	-	-			-			5,302			3,372		
Zajmovi	26,547	-	-26,547	100%	-			-			-		
	<b>26,547</b>	<b>47,628</b>	<b>21,081</b>	<b>79.41%</b>	<b>56,002</b>	<b>29,455</b>	<b>110.95%</b>	<b>56,357</b>	<b>29,810</b>	<b>112.29%</b>	<b>83,677</b>	<b>57,130</b>	<b>215.20%</b>
<b>Kratkoročne obveze</b>													
Dobavljači i ostale obveze	30,453	35,518	5,065	16.63%	60,440	29,987	98.47%	105,483	75,030	246.38%	141,880	111,427	365.90%
Izvedenice	-	-			-			10,614			-		
Obveze za poreze	-	5,266			40,127			85,293			100,877		
Zajmovi	44,733	26,861	-17,872	-39.95%	-	-44,733	100%	-			-		
	<b>75,186</b>	<b>67,645</b>	<b>-7,541</b>	<b>-10.03%</b>	<b>100,567</b>	<b>25,381</b>	<b>33.76%</b>	<b>201,390</b>	<b>126,204</b>	<b>167.86%</b>	<b>242,757</b>	<b>167,571</b>	<b>222.88%</b>
<b>Ukupno obveze</b>	<b>101,733</b>	<b>115,273</b>	<b>13,540</b>	<b>13.31%</b>	<b>156,569</b>	<b>54,836</b>	<b>53.90%</b>	<b>257,747</b>	<b>156,014</b>	<b>153.36%</b>	<b>326,434</b>	<b>224,701</b>	<b>220.87%</b>
<b>Pasiva</b>	<b>395,973</b>	<b>676,285</b>	<b>280,312</b>	<b>70.79%</b>	<b>910,840</b>	<b>514,867</b>	<b>130.03%</b>	<b>1,318,174</b>	<b>922,201</b>	<b>232.89%</b>	<b>1,768,782</b>	<b>1,372,809</b>	<b>346.69%</b>

Tablica 7. Horizontalna analiza godišnjih bilanci

Student investitor I Analiza poduzeća

	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
<b>Imovina</b>										
<b>Dugotrajna imovina</b>										
Gradevinski objekti i oprema	341,974		398,731		512,843		639,213	48.49%	776,552	43.90%
Nematerijalna imovina	-		-		-		833	0.06%	947	0.05%
	341,974	86.36%	398,731	58.96%	512,843	56.30%	640,046	48.56%	777,499	43.96%
<b>Kratkotrajna imovina</b>										
Zalihe	13,538	3.42%	9,731	1.44%	40,330	4.43%	34,655	2.63%	56,585	3.20%
Financijska imovina za prodaju	-		895	0.13%	-		-		-	
Potraživanja	5,551	1.40%	21,909	3.24%	61,459	6.75%	94,880	7.20%	58,980	3.33%
Depoziti	-		-		-		173,338	13.15%	426,667	24.12%
Novac i novčani ekvivalenti	34,910	8.82%	245,019	36.23%	296,208	32.52%	375,255	28.47%	449,051	25.39%
	53,999	13.64%	277,554	41.04%	397,997	43.70%	678,128	51.44%	991,283	56.04%
<b>Aktiva</b>	<b>395,973</b>	<b>100.00%</b>	<b>676,285</b>	<b>100.00%</b>	<b>910,840</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,318,174</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,768,782</b>	<b>100.00%</b>
<b>Glavnica</b>										
Temeljni kapital	66,335	16.75%	79,937	11.82%	79,969	8.78%	80,075	6.07%	80,685	4.56%
Premija na dionice	72,688	18.36%	216,928	32.08%	216,942	23.82%	217,706	16.52%	228,764	12.93%
Rezerve od otkupa dionica	77,150	19.48%	77,150	11.41%	77,150	8.47%	77,150	5.85%	77,150	4.36%
Ostale rezerve	-		2,509	0.37%	2,909	0.32%	3,827	0.29%	1,689	0.10%
Zadržane zarade	78,067	19.72%	184,488	27.28%	377,301	41.42%	681,669	51.71%	1,054,060	59.59%
<b>Ukupno glavnica</b>	<b>294,240</b>	<b>74.31%</b>	<b>561,012</b>	<b>82.95%</b>	<b>754,271</b>	<b>82.81%</b>	<b>1,060,427</b>	<b>80.45%</b>	<b>1,442,348</b>	<b>81.54%</b>
<b>Obveze</b>										
<b>Dugoročne obveze</b>										
Odgodene porezne obveze	-		47,628	7.04%	56,002	6.15%	51,055	3.87%	80,305	4.54%
Dobavljači i ostale obveze	-		-		-		5,302	0.40%	3,372	0.19%
Zajmovi	26,547		-		-		-		-	
	26,547	6.70%	47,628	7.04%	56,002	6.15%	56,357	4.28%	83,677	4.73%
<b>Kratkoročne obveze</b>										
Dobavljači i ostale obveze	30,453	7.69%	35,518	5.25%	60,440	6.64%	105,483	8.00%	141,880	8.02%
Izvedenice	-		-		-		10,614	0.81%	-	
Obveze za poreze	-		5,266	0.78%	40,127	4.41%	85,293	6.47%	100,877	5.70%
Zajmovi	44,733	11.30%	26,861	3.97%	-		-		-	
	75,186	18.99%	67,645	10.00%	100,567	11.04%	201,390	15.28%	242,757	13.72%
<b>Ukupno obveze</b>	<b>101,733</b>	<b>25.69%</b>	<b>115,273</b>	<b>17.05%</b>	<b>156,569</b>	<b>17.19%</b>	<b>257,747</b>	<b>19.55%</b>	<b>326,434</b>	<b>18.46%</b>
<b>Pasiva</b>	<b>395,973</b>	<b>100.00%</b>	<b>676,285</b>	<b>100.00%</b>	<b>910,840</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,318,174</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,768,782</b>	<b>100.00%</b>

Tablica 8. Vertikalna analiza godišnjih bilanci

Student investitor I Analiza poduzeća

	1P 2008	1P 2009	promjena	%
<b>Imovina</b>				
<b>Dugotrajna imovina</b>				
Gradevinski objekti i oprema	731,867	831,849	99,982	13.66%
Nematerijalna imovina	833	947	114	13.69%
	<b>732,700</b>	<b>832,796</b>	100,096	13.66%
<b>Kratkotrajna imovina</b>				
Zalihe	29,755	59,498	29,743	99.96%
Potraživanja	147,546	82,421	-65,125	-44.14%
Depoziti	484,019	719,573	235,554	48.67%
Novac i novčani ekvivalenti	174,764	155,870	-18,894	-10.81%
	<b>836,084</b>	<b>1,017,362</b>	181,278	21.68%
<b>Aktiva</b>	<b>1,568,784</b>	<b>1,850,158</b>	281,374	17.94%
<b>Glavnica</b>				
Temeljni kapital	80,685	80,687	2	0.00%
Premija na dionice	228,764	228,809	45	0.02%
Rezerve od otkupa dionica	77,150	77,150	0	0%
Ostale rezerve	1,002	2,245	1,243	124.05%
Zadržane zarade	851,864	1,159,101	307,237	36.07%
<b>Ukupno glavnica</b>	<b>1,239,465</b>	<b>1,547,992</b>	308,527	24.89%
<b>Obveze</b>				
<b>Dugoročne obveze</b>				
Odgođene porezne obveze	56,714	84,588	27,874	49.15%
Dobavljači i ostale obveze	7,434	6,889	-545	-7.33%
	<b>64,148</b>	<b>91,477</b>	27,329	42.60%
<b>Kratkoročne obveze</b>				
Dobavljači i ostale obveze	133,207	170,549	37,342	28.03%
Izvedenice	92,787	-	-92,787	100%
Obveze za poreze	39,177	40,140	963	2.46%
	<b>265,171</b>	<b>210,689</b>	-54,482	-20.55%
<b>Ukupno obveze</b>	<b>329,319</b>	<b>302,166</b>	-27,153	-8.25%
<b>Ukupno glavnica i obveze</b>	<b>1,568,784</b>	<b>1,850,158</b>	281,374	17.94%

Tablica 9. Horizontalna analiza polugodišnjih bilanci

Student investitor I Analiza poduzeća

	1P 2008	%	1P 2009	%
<b>Imovina</b>				
<b>Dugotrajna imovina</b>				
Gradevinski objekti i oprema	731,867	46.65%	831,849	44.96%
Nematerijalna imovina	833	0.05%	947	0.05%
	<b>732,700</b>	<b>46.70%</b>	<b>832,796</b>	<b>45.01%</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>				
Zalihe	29,755	1.90%	59,498	3.22%
Potraživanja	147,546	9.41%	82,421	4.45%
Depoziti	484,019	30.85%	719,573	38.89%
Novac i novčani ekvivalenti	174,764	11.14%	155,870	8.42%
	<b>836,084</b>	<b>53.30%</b>	<b>1,017,362</b>	<b>54.99%</b>
<b>Aktiva</b>	<b>1,568,784</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,850,158</b>	<b>100.00%</b>
<b>Glavnica</b>				
Temeljni kapital	80,685	5.14%	80,687	4.36%
Premija na dionice	228,764	14.58%	228,809	12.37%
Rezerve od otkupa dionica	77,150	4.92%	77,150	4.17%
Ostale rezerve	1,002	0.06%	2,245	0.12%
Zadržane zarade	851,864	54.30%	1,159,101	62.65%
<b>Ukupno glavnica</b>	<b>1,239,465</b>	<b>79.01%</b>	<b>1,547,992</b>	<b>83.67%</b>
<b>Obveze</b>				
<b>Dugoročne obveze</b>				
Odgodene porezne obveze	56,714	3.62%	84,588	4.57%
Dobavljači i ostale obveze	7,434	0.47%	6,889	0.37%
	<b>64,148</b>	<b>4.09%</b>	<b>91,477</b>	<b>4.94%</b>
<b>Kratkoročne obveze</b>				
Dobavljači i ostale obveze	133,207	8.49%	170,549	9.22%
Izvedenice	92,787	5.91%	-	
Obveze za poreze	39,177	2.50%	40,140	2.17%
	<b>265,171</b>	<b>16.90%</b>	<b>210,689</b>	<b>11.39%</b>
<b>Ukupno obveze</b>	<b>329,319</b>	<b>20.99%</b>	<b>302,166</b>	<b>16.33%</b>
<b>Ukupno glavnica i obveze</b>	<b>1,568,784</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,850,158</b>	<b>100.00%</b>

Tablica 10. Vertikalna analiza polugodišnjih bilanci

## Student investitor I Analiza poduzeća

	2004	2005	promjena	%	2006	promjena	%	2007	promjena	%	2008	promjena	%
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>97,074</b>	<b>248,813</b>	151,739	156.31%	<b>325,125</b>	228,051	234.92%	<b>596,614</b>	499,540	514.60%	<b>706,118</b>	609,044	627.40%
Rashodi prodanih proizvoda	<b>36,747</b>	<b>77,591</b>	40,844	111.15%	<b>97,985</b>	61,238	166.65%	<b>198,659</b>	161,912	440.61%	<b>193,220</b>	156,473	425.81%
<b>Bruto marža</b>	<b>60,327</b>	<b>171,222</b>	110,895	183.82%	<b>227,140</b>	166,813	276.51%	<b>397,955</b>	337,628	559.66%	<b>512,898</b>	452,571	750.20%
Administrativni troškovi	<b>5,383</b>	<b>9,726</b>	4,343	80.68%	<b>6,353</b>	970	18.02%	<b>18,247</b>	12,864	238.97%	<b>18,263</b>	12,880	239.27%
Ostali prihod	<b>418</b>	<b>1,371</b>	953	227.99%	<b>528</b>	110	26.32%	<b>636</b>	218	52.15%	<b>125</b>	-293	-70.10%
Ostali rashodi	-	-	-	-	-	-	-	<b>15,256</b>	15,256	-	<b>20,748</b>	20,748	-
<b>Dobit iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>55,362</b>	<b>162,867</b>	107,505	194.19%	<b>221,315</b>	165,953	299.76%	<b>365,088</b>	309,726	559.46%	<b>474,012</b>	418,650	756.20%
Financijski rashodi	<b>6,005</b>	<b>8,557</b>	2,552	42.50%	<b>1,107</b>	-4,898	-81.57%	<b>198</b>	-5,807	-96.70%	-	-	-
Financijski prihodi	<b>388</b>	<b>5,005</b>	4,617	1189.95%	<b>13,107</b>	12,719	3278.09%	<b>19,370</b>	18,982	4892.27%	<b>25,050</b>	24,662	6356.19%
<b>Dobiti prije poreza</b>	<b>49,745</b>	<b>159,315</b>	109,570	220.26%	<b>233,315</b>	183,570	369.02%	<b>384,260</b>	334,515	672.46%	<b>499,062</b>	449,317	903.24%
Porez	-	<b>52,894</b>	52,894	-	<b>46,443</b>	46,443	-	<b>80,346</b>	80,346	-	<b>130,020</b>	130,020	-
<b>Neto dobit</b>	<b>49,745</b>	<b>106,421</b>	56,676	113.93%	<b>186,872</b>	137,127	275.66%	<b>303,914</b>	254,169	510.94%	<b>369,042</b>	319,297	641.87%

Tablica 11. Horizontalna analiza godišnjih izvještaja o dobiti

	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>97,074</b>	100.00%	<b>248,813</b>	100.00%	<b>325,125</b>	100.00%	<b>596,614</b>	100.00%	<b>706,118</b>	100.00%
Rashodi prodanih proizvoda	<b>36,747</b>	37.85%	<b>77,591</b>	31.18%	<b>97,985</b>	30.14%	<b>198,659</b>	33.30%	<b>193,220</b>	27.36%
<b>Bruto marža</b>	<b>60,327</b>	62.15%	<b>171,222</b>	68.82%	<b>227,140</b>	69.86%	<b>397,955</b>	66.70%	<b>512,898</b>	72.64%
Administrativni troškovi	<b>5,383</b>	5.55%	<b>9,726</b>	3.91%	<b>6,353</b>	1.95%	<b>18,247</b>	3.06%	<b>18,263</b>	2.59%
Ostali prihod	<b>418</b>	0.43%	<b>1,371</b>	0.55%	<b>528</b>	0.16%	<b>636</b>	0.11%	<b>125</b>	0.02%
Ostali rashodi	-	-	-	-	-	-	<b>15,256</b>	2.56%	<b>20,748</b>	2.94%
<b>Dobit iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>55,362</b>	57.03%	<b>162,867</b>	65.46%	<b>221,315</b>	68.07%	<b>365,088</b>	61.19%	<b>474,012</b>	67.13%
Financijski rashodi	<b>6,005</b>	6.19%	<b>8,557</b>	3.44%	<b>1,107</b>	0.34%	<b>198</b>	0.03%	-	-
Financijski prihodi	<b>388</b>	0.40%	<b>5,005</b>	2.01%	<b>13,107</b>	4.03%	<b>19,370</b>	3.25%	<b>25,050</b>	3.55%
<b>Dobiti prije poreza</b>	<b>49,745</b>	51.24%	<b>159,315</b>	64.03%	<b>233,315</b>	71.76%	<b>384,260</b>	64.41%	<b>499,062</b>	70.68%
Porez	-	-	<b>52,894</b>	21.26%	<b>46,443</b>	14.28%	<b>80,346</b>	13.47%	<b>130,020</b>	18.41%
<b>Neto dobit</b>	<b>49,745</b>	51.24%	<b>106,421</b>	42.77%	<b>186,872</b>	57.48%	<b>303,914</b>	50.94%	<b>369,042</b>	52.26%

Tablica 12. Vertikalna analiza godišnjih izvještaja o dobiti

## Student investitor I Analiza poduzeća

	1P 2008	1P 2009	promjena	%
<b>Prihod od prodaje</b>	<b>373,452</b>	<b>263,484</b>	-109,968	-29.45%
Rashodi prodanih proizvoda	73,535	129,593	56,058	76.23%
<b>Bruto marža</b>	<b>299,917</b>	<b>133,891</b>	-166,026	-55.36%
Administrativni troškovi	8,327	12,041	3,714	44.60%
Ostali prihod	36	146	110	305.56%
Ostali rashodi	91,439	-	-91,439	-100%
<b>Dobit iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>200,187</b>	<b>121,996</b>	-78,191	-39.06%
Financijski rashodi	293	-	-293	-100%
Financijski prihodi	11,697	17,425	5,728	48.97%
<b>Dobiti prije poreza</b>	<b>211,591</b>	<b>139,421</b>	-72,170	-34.11%
Porez	44,729	34,436	-10,293	-23.01%
<b>Neto dobit</b>	<b>166,862</b>	<b>104,985</b>	-61,877	-37.08%

Tablica 13. Horizontalna analiza polugodišnjih izvještaja o dobiti

	1P 2008	%	1P 2009	%
<b>Prihod od prodaje</b>	<b>373,452</b>	100.00%	<b>263,484</b>	100.00%
Rashodi prodanih proizvoda	73,535	19.69%	129,593	49.18%
<b>Bruto marža</b>	<b>299,917</b>	80.31%	<b>133,891</b>	50.82%
Administrativni troškovi	8,327	2.23%	12,041	4.57%
Ostali prihod	36	0.01%	146	0.06%
Ostali rashodi	91,439	24.48%	-	-
<b>Dobit iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>200,187</b>	53.60%	<b>121,996</b>	46.30%
Financijski rashodi	293	0.08%	-	-
Financijski prihodi	11,697	3.13%	17,425	6.61%
<b>Dobiti prije poreza</b>	<b>211,591</b>	56.66%	<b>139,421</b>	52.91%
Porez	44,729	11.98%	34,436	13.07%
<b>Neto dobit</b>	<b>166,862</b>	44.68%	<b>104,985</b>	39.84%

Tablica 14. Vertikalna analiza polugodišnjih izvještaja o dobiti



Student investitor I Analiza poduzeća

	2006	2007	promjena	%	2008	promjena	%
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>233,315</b>	<b>384,260</b>	150,945	64.70%	<b>499,062</b>	265,747	113.90%
Prilagodba za:							
Amortizacija	61,512	101,930	40,418	65.71%	149,603	88,091	143.21%
Viškovi/manjkovi sirove nafte	-13,492	48,042	61,534		-47,048	-33,556	248.71%
Opcije za dionice	400	1,372	972	243.00%	1,211	811	202.75%
Promjena fer vrijednosti izvedenica	-	10,614	10,614		-10,614	-10,614	
Otpis nematerijalne imovine	-	4,100	4,100		394	394	
Dobitak od prodaje financijske imovien	-253	-	253	100%	-	-	
Financijski troškovi	1,107	198	-909	-82.11%	-	-1,107	
Kamate na depozite	-13,064	-18,955	5,891	45.09%	-25,050	11,986	91.75%
Pripisan višak pričuva	-	-397	397		-	-	
Promjene radnog kapitala	-41,549	-23,992	17,557	-42.26%	96,185	137,734	
<b>Novac iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>227,976</b>	<b>507,172</b>	279,196	122.47%	<b>663,773</b>	435,797	191.16%
Plaćene kamate	-573	-198	375	-65.45%	-	573	100%
Plaćeni porez	-5,266	-39,730	34,464	654.46%	-85,186	79,920	1517.66%
<b>Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>222,137</b>	<b>467,244</b>	245,107	110.34%	<b>578,587</b>	356,450	160.46%
<b>Novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>							
Kapitalna potrošnja (materijalna imovina)	-155,837	-231,520	75,683	48.57%	-287,672	131,835	84.60%
Kapitalna potrošnja (nematerijalna imovina)	-	-4,933	4,933		-508	508	
Primici od kamata na depozite	11,295	18,955	7,660	67.82%	25,050	13,755	121.78%
Izdaci za depozite	-	-173,338	173,338		-253,329	253,329	
Primici s računa za pokriće kamata	6,569	-	-6,569	-100%	-	-	
Primici od prodaje financijske imovine	1,148	-	-1,148	-100%	-	-	
<b>Neto novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>-136,825</b>	<b>-390,836</b>	254,011	185.65%	<b>-516,459</b>	379,634	277.46%
<b>Novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>							
Primici od emisije dionica	46	870	824	1791.30%	11,668	11,622	25265.22%
Otplata zajmova	-27,600	-	27,600	100%	-	-	
<b>Neto novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>	<b>-27,554</b>	<b>870</b>	28,424	-103.16%	<b>11,668</b>	39,222	-142.35%
Čisti novčani tok	57,758	77,278	19,520	33.80%	73,796	16,038	27.77%
<b>Novac i novčani ekvivalenti na početku razdoblja</b>	<b>238,450</b>	<b>297,977</b>	59,527	24.96%	<b>375,255</b>	136,805	57.37%
<b>Novac i novčani ekvivalenti na kraju razdoblja</b>	<b>296,208</b>	<b>375,255</b>	79,047	26.69%	<b>449,051</b>	152,843	51.60%

Tablica 15. Horizontalna analiza godišnjih izvještaja o novčanom toku

Student investitor I Analiza poduzeća

	2006	%	2007	%	2008	%
<b>Ukupni primici novca</b>	<b>247,034</b>	100.00%	<b>526,997</b>	100.00%	<b>700,491</b>	100.00%
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>233,315</b>	94.45%	<b>384,260</b>	72.92%	<b>499,062</b>	71.24%
Prilagodba za:						
Amortizacija	61,512	24.90%	101,930	19.34%	149,603	21.36%
Viškovi/manjkovi sirove nafte	-13,492	-5.46%	48,042	9.12%	-47,048	-6.72%
Opcije za dionice	400	0.16%	1,372	0.00%	1,211	0.00%
Promjena fer vrijednosti izvedenica	-		10,614	2.01%	-10,614	-1.52%
Otpis nematerijalne imovine	-		4,100	0.00%	394	0.06%
Dobitak od prodaje financijske imovien	-253	-0.10%	-		-	
Financijski troškovi	1,107	0.45%	198	0.04%	-	
Kamate na depozite	-13,064	-5.29%	-18,955	-3.60%	-25,050	-3.58%
Pripisan višak pričuva	-		-397	-0.08%	-	
Promjene radnog kapitala	-41,549	-16.82%	-23,992	-4.55%	96,185	13.73%
<b>Novac iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>227,976</b>	92.29%	<b>507,172</b>	96.24%	<b>663,773</b>	94.76%
Plaćene kamate	-573	-0.23%	-198	-0.04%	-	
Plaćeni porez	-5,266	-2.13%	-39,730	-7.54%	-85,186	-12.16%
<b>Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>222,137</b>	89.92%	<b>467,244</b>	88.66%	<b>578,587</b>	82.60%
<b>Novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>						
Kapitalna potrošnja (materijalna imovina)	-155,837	-63.08%	-231,520	-43.93%	-287,672	-41.07%
Kapitalna potrošnja (nematerijalna imovina)	-		-4,933	-0.94%	-508	-0.07%
Primici od kamata na depozite	11,295	4.57%	18,955	3.60%	25,050	3.58%
Izdaci za depozite	-		-173,338	-32.89%	-253,329	-36.16%
Primici s računa za pokriće kamata	6,569	2.66%	-		-	
Primici od prodaje financijske imovine	1,148	0.46%	-		-	
<b>Neto novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>-136,825</b>	-55.39%	<b>-390,836</b>	-74.16%	<b>-516,459</b>	-73.73%
<b>Novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>						
Primici od emisije dionica	46	0.02%	870	0.17%	11,668	1.67%
Otplata zajmova	-27,600	-11.17%	-		-	
<b>Neto novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>	<b>-27,554</b>	-11.15%	<b>870</b>	0.17%	<b>11,668</b>	1.67%
Čisti novčani tok	57,758	23.38%	77,278	14.66%	73,796	10.53%
<b>Novac i novčani ekvivalenti na početku razdoblja</b>	<b>238,450</b>	96.53%	<b>297,977</b>	56.54%	<b>375,255</b>	53.57%
<b>Novac i novčani ekvivalenti na kraju razdoblja</b>	<b>296,208</b>	119.91%	<b>375,255</b>	71.21%	<b>449,051</b>	64.11%

Tablica 16. Vertikalna analiza godišnjih izvještaja o novčanom toku

Student investitor I Analiza poduzeća

	1P 2008	1P 2009	promjena	%
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>211,591</b>	<b>139,421</b>	-72,170	-34.11%
Prilagodba za:				
Amortizacija	61,830	99,778	37,948	61.37%
Viškovi/manjkovi sirove nafte	-26,235	-14,937	-11,298	-43.06%
Promjena fer vrijednosti izvedenica	91,439	-	-91,439	-100%
Opcije za dionice	508	612	104	20.47%
Financijski troškovi	219	-	-219	-100%
Kamate na depozite	-11,697	-17,425	5,728	48.97%
Izdaci za podmirenja obveza za izvedenice	-9,266	-	9,266	
Promjene radnog kapitala	-1,982	1,996	3,978	200.71%
<b>Novac iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>316,407</b>	<b>209,445</b>	-106,962	-33.81%
Plaćene kamate	-219	-	219	100%
Plaćeni porez	-85,186	-90,890	5,704	6.70%
<b>Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>231,002</b>	<b>118,555</b>	-112,447	-48.68%
<b>Novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>				
Kapitalna potrošnja (materijalna imovina)	-144,177	-136,302	-7,785	-5.40%
Primici od kamata na depozite	11,697	17,425	5,728	48.97%
Izdaci za depozite	-310,681	-292,906	-17,775	-5.72%
<b>Neto novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>-443,161</b>	<b>-411,783</b>	-31,378	-7.08%
<b>Novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>				
Primici od emisije dionica	11,668	47	-11,621	-99.60%
<b>Čisti novčani tok</b>	<b>-200,491</b>	<b>-293,181</b>	92,690	46.23%
Novac i novčani ekvivalnti na početku razdoblja	375,255	449,051	73,796	19.67%
<b>Novac i novčani ekvivalnti na kraju razdoblja</b>	<b>174,764</b>	<b>155,870</b>	-18,894	-10.81%

Tablica 17. Horizontalna analiza polugodišnjih izvještaja o novčanom toku

Student investitor I Analiza poduzeća

	1P 2008	%	1P 2009	%
<b>Prihod od prodaje</b>	<b>373,452</b>	100.00%	<b>263,484</b>	100.00%
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>211,591</b>	56.66%	<b>139,421</b>	52.91%
Prilagodba za:				
Amortizacija	61,830	16.56%	99,778	37.87%
Viškovi/manjkovi sirove nafte	-26,235	-7.02%	-14,937	-5.67%
Promjena fer vrijednosti izvedenica	91,439	24.48%	-	
Opcije za dionice	508	0.14%	612	0.23%
Financijski troškovi	219	0.06%	-	
Kamate na depozite	-11,697	-3.13%	-17,425	-6.61%
Izdaci za podmirenja obveza za izvedenice	-9,266	-2.48%	-	
Promjene radnog kapitala	-1,982	-0.53%	1,996	0.76%
<b>Novac iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>316,407</b>	84.72%	<b>209,445</b>	79.49%
Plaćene kamate	-219	-0.06%	-	
Plaćeni porez	-85,186	-22.81%	-90,890	-34.50%
<b>Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>231,002</b>	61.86%	<b>118,555</b>	45.00%
<b>Novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>				
Kapitalna potrošnja (materijalna imovina)	-144,177	-38.61%	-136,302	-51.73%
Primici od kamata na depozite	11,697	3.13%	17,425	6.61%
Izdaci za depozite	-310,681	-83.19%	-292,906	-111.17%
<b>Neto novčani tok iz investicijskih aktivnosti</b>	<b>-443,161</b>	-118.67%	<b>-411,783</b>	-156.28%
<b>Novčani tok iz financijskih aktivnosti</b>				
Primici od emisije dionica	11,668	3.12%	47	0.02%
<b>Čisti novčani tok</b>	<b>-200,491</b>	-53.69%	<b>-293,181</b>	-111.27%
Novac i novčani ekvivalenti na početku razdoblja	375,255	100.48%	449,051	170.43%
<b>Novac i novčani ekvivalenti na kraju razdoblja</b>	<b>174,764</b>	46.80%	<b>155,870</b>	59.16%

Tablica 18. Vertikalna analiza polugodišnjih izvještaja o novčanom toku

## **Kontakti**

### **Financijski klub**

www.finance.hr  
info@finance.hr

### **Student investor**

Marko Šlibar, voditelj  
095-913-7359  
marko.slibar@gmail.com

### **Tim za analizu poduzeća**

Dragan Andrašec, moderator  
098-176-0052  
dragan.andrasec@gmail.com  
Amir Janus  
098-9169-165  
amir.janus@gmail.com  
Gabrijela Demiter Reider  
098-978-3380  
gdemiter@hotmail.com  
Barbara Tržec  
091-250-7473  
barbara.trzec@yahoo.com