

Utjecaj krize na poslovanje i financijsku održivost poduzeća

Bićanić, Domagoj

Undergraduate thesis / Završni rad

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Organization and Informatics / Sveučilište u Zagrebu, Fakultet organizacije i informatike**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:211:134758>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-NoDerivs 3.0 Unported / Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerađivanja 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2023-09-24**



Repository / Repozitorij:

[Faculty of Organization and Informatics - Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
VARAŽDIN**

Domagoj Bićanić

**UTJECAJ KRIZE NA POSLOVANJE I
FINANCIJSKU ODRŽIVOST PODUZEĆA**

ZAVRŠNI RAD

Varaždin, 2021.

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
V A R A Ž D I N

Domagoj Bićanić

Matični broj: 0016132856

Studij: Ekonomika poduzetništva

UTJECAJ KRIZE NA POSLOVANJE I FINANCIJSKU ODRŽIVOST
PODUZEĆA

ZAVRŠNI RAD

Mentor/Mentorica:

Izv. prof. dr. sc. Sanja Sever Mališ

Varaždin, lipanj 2021.

Domagoj Bićanić

Izjava o izvornosti

Izjavljujem da je moj završni rad izvorni rezultat mojeg rada te da se u izradi istoga nisam koristio drugim izvorima osim onima koji su u njemu navedeni. Za izradu rada su korištene etički prikladne i prihvatljive metode i tehnike rada.

Autor potvrdio prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi

Sažetak

Cilj završnog prikazao je utjecaj krize na poslovanje poduzeća, te kako se kriza odražava na financijski položaj poduzeća. U kriznom periodu poduzeće se suočava sa testiranjem vlastitih iskustava u rješavanju problema. Nerijetko, krizna vremena mogu se i pozitivno odraziti na poslovanje poduzeća za samo trajanje krize ili u poslije-kriznim godinama. Odličan primjer bio bi COVID-19 pandemija koja je diljem svijeta ubrzala digitalizaciju malih, srednjih i velikih poduzeća, odluke su trebale biti brzo donesene te je nastupila borba za svakog kupca. U ovome radu prikazan je utjecaj krize na promjenu financijskih izvještaja, koristi li poduzeće sposobnosti i znanje kako bi utjecaj krize na poduzeće bio što manji ili je li možda došlo do poboljšanja poslovanja. Također, utvrđena je sposobnost poduzeća da osigura likvidnost i solventnost ili je pak veliki utjecaj imalo poduzeće-matica koje je sa svojom prevelikom zaduženošću ostavilo posljedice i na hrvatski bruto domaći proizvod. Za potkrjepu nastale situacije najbolji uvid dati će pregled i analiza imovine (kretanje pojedinih stavki imovine), analiza prihoda od prodaje, te kretanje obveza i kapitala. Za analizu stavki imovine i računa dobiti i gubitka korišteni su financijski pokazatelji te je interpretacijom istih dan uvid u realno financijsko stanje poduzeća.

Ključne riječi: temeljni financijski izvještaji, financijski pokazatelji, horizontalna i vertikalna analiza financijskih izvještaja

Sadržaj

1. Uvod.....	1
2. Opći podaci o poduzeću	2
3. Metode i tehnike rada	4
4. Uzroci krize, analiza kvantitativnih informacija i uvid u financijsku stabilnost i uspješnost u kriznim godinama	5
5. Vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja i pojedinih ključnih stavki u predkriznim i kriznoj godini	6
5.1. Analiza financijskih izvještaja za 2015. i 2016. godinu	6
5.2. Analiza financijskih izvještaja za 2016. i 2017. godinu	14
6. Vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja i pojedinih ključnih stavki u postkriznim godinama.....	21
6.1. Analiza financijskih izvještaja za 2018. godinu i usporedba s 2017. godinom	21
6.2. Analiza temeljnih financijskih izvještaja za 2019. godinu	24
7. Napredak u poslovanju usporedbom početnih i završnih financijskih izvještaja ...	30
8. Problemi u poslovanju i moguća rješenja	36
9. Zaključak	37
Popis literature	38
Popis slika	39
Popis tablica	39
Popis grafikona.....	39

1. Uvod

CILJ RADA

Izradom ovog završnog rada nastojalo se primijeniti stečeno znanje iz protekle tri godine fakultetskog obrazovanja kako bi se određeni problemi (u ovom slučaju u poslovanju poduzeća „Ledo plus d.o.o.“) uočili na vrijeme i kako bi se dali određeni odgovori i smjernice za poboljšanje poslovanja. Svako poduzeće prije ili kasnije dolazi u poziciju kada su znanje, iskustvo, sinergija, pametne i pravovremene odluke ključ opstanka na tržištu, gdje će iste omogućiti prednost pred konkurencijom, ali i dati pregled slabijih strana poslovanja koje je potrebno i neizbježno promijeniti. Kao što je već rečeno, u ovome radu promatra se poslovanje poduzeća i to kroz pet godina. Konkretno nastoji se dati odgovor je li prilikom financijske krize izazvane u korporaciji „Agrokor d.d.“ (današnja Fortanova Grupa d.d.) došlo do ugrožavanja funkcioniranja, nastavka poslovanja i u konačnici usporavanja investiranja.

2. Opći podaci o poduzeću

„Ledo plus d.o.o.“ (nadalje u tekstu: Ledo) osim što je najveći domaći proizvođač industrijskog sladoleda i najveći distributer više vrsta smrznute hrane (kao što su voće, povrće, smrznuta riba i tijesta), ujedno je i od 2015. službeno treći najveći proizvođač sladoleda u svijetu. Tu titulu donijelo mu je širenje na „Adria“ regiju, gdje je Ledo regionalni tržišni igrač. Poduzeće svoju tradiciju započinje davne 1958. godine kada je u Zagrebačkoj mljekari proizveden prvi sladoled na štapiću. Svoj današnji naziv (ime Ledo) poduzeće je preuzelo iz 1965. godine kada je otvorena tvornica sladoleda sa imenom „Ledo“. Nekoliko godina kasnije poduzeće u svoj asortiman uključuje proizvodnju i distribuciju voća, povrća, ribe i tijesta. Ledo je danas u privatnom vlasništvu, te njegov trgovački oblik vezan je za privatizaciju u ratnim godinama Domovinskog rata. 1992. godine Ledo postaje dioničko društvu te dvije godine kasnije tadašnji Agrokor postaje njegov većinski vlasnik.

Poduzeće je do 2018. bilo dioničko društvo, no zbog okolnosti vezanih za „Agrokor“ (poduzeće-matica), to jest prevelikih obveza prema vjerovnicima, poduzeće-matica dobiva nove vlasnike, te dio poduzeća u Agrokoru (danas: Fortenova Grupa“) više ne posluje kao dioničko društvo već kao „društvo s ograničenom odgovornošću“. Danas, Ledo je u stopostotnom vlasništvu „Fortenova Grupe“, te zaključno sa 2019. godinom u poduzeću je radilo preko 951 zaposlenik. Kao jedan od razloga zašto je Ledo tržišni lider u regiji te zašto je kao *brand* prepoznat i na ostalim kontinentima je konstantno ulaganje u nove tehnologije i znanje vezane ne samo striktno za proizvodnju poslovanja, već za svaki segment, uključujući ulaganje u imovinu, edukaciju zaposlenika, organiziranošću kroz cijeli proces te uvažavanjem dugoročnih ciljeva pojedinaca i zajednice. Među dugoročne ciljeve zajednice poželjno je izdvojiti dvije glavne karakteristike kojima Ledo podiže svijest građana, a to su: zaštita okoliša i razvoj kvalitetnih proizvoda uključujući proizvodnju po zdravstvenim standardima, konstantnom kontrolom internih i eksternih laboratorija te osiguravanjem zaštitne opreme za zaposlenike. Kao rezultat tomu, kvaliteta i naponi uloženi u marketing osiguravaju Ledu prihode iz 20-ak tržišta u Europi, Aziji, Africi i Americi. Na posljednje veliko tržište Ledo je ušao na američko područje potpisavši ugovor 2015. sa kompanijom „Kroger“ pomoću koje će distribuirati sladoled. Za dodatnu potvrdu o kakvom se pristupu proizvodnji radi govore brojni certifikati i nagrade. Prvi certifikat dobiven je 1999. godine kada je nagrađeno upravljanje kvalitetom standardom ISO 9001 i od onda certifikat se obnavlja svake godine. 1999. godina bila je važna radi implementacije HACCP i SSOP sustava za upravljanje sigurnošću hrane. Inače, SSOP sustav je samo jedan od zahtjeva za dobivanje kompletnog HACCP sustava. Nakon 1999. godine uslijedili su drugi brojni certifikati: 2009. certificiran je sustav za upravljanje okolišem međunarodnim standardom, iste godine dio

proizvoda je certificiran Kosher standardom, i u periodu od 2010. godine do 2018. godine uslijedio je niz certifikacija međunarodnim standardima gdje su najvažniji HALAL, UTZ, IFS, BRC i ISO standard 50001 za upravljanje energetskom učinkovitošću.

Ledo u svom vlasništvu u regionalnom području obuhvaća podružnice u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori, Kosovu, Makedoniji, Mađarskoj, Sloveniji te vlasnik je kompanije „Frikom“ u Republici Srbiji. U navedenim podružnicama i Hrvatskoj radi preko 2300 zaposlenika u 4 proizvodna pogona. Osim velike prisutnosti u maloprodaji (uključujući Tisak kioske), Ledo je svoj položaj učvrstio širenjem na HoReCa kanale, stoga uključujući sva prodajna mjesta, kompanija je prisutna u preko 80.000 prodajnih mjesta s preko 150.000 rashladnih škrinja i gotovo 500 kamiona hladnjača. Za HoReCa kanale Ledo također u velikoj mjeri pored sladoleda distribuira i gotovo proizvode od lisnatog tijesta (kao što su kroasani, savijače), proizvode od običnog tijesta (kao njoke, knedle i štrukle) te velik broj različitih vrsta povrća, ali i više vrsta miješanog povrća ili voća (kao carsku ili meksičku mješavinu povrća te višnje, maline i šumsko voće). Sa restoranima, Ledo najviše surađuje kroz prodaju različitih proizvoda od krumpira (na primjer, pomfrit, krumpirovi njoki ili pekarski krumpir), ribe i mesa (uključujući više vrsta paniranog mesa). („Ledo plus d.o.o.“, bez dat.). Dio sirovine za navedene proizvode poduzeće zbog nedostatne domaće proizvodnje prisiljeno je uvoziti uglavnom iz europskih zemalja te je u Hrvatskoj robni deficit prisutan je već godinama, što se u kriznim godinama pokazalo kao glavni problem u financiranju opće države. (Državni zavod za statistiku, 2020.). Usprkos tomu, pohvalno je što Ledo širi svoje izvozno tržište, jer izvoz za domaću proizvodnju predstavlja novčani priljev i otvaranje radnih mjesta, te akumulacija i inteligentno investiranje priljeva kapitala omogućuje veću financijsku stabilnost ne samo za poduzeće već i za državu.

3. Metode i tehnike rada

METODE RADA

Za pisanje rada bilo je potrebno koristiti metode koje su omogućile lakše razumijevanje teksta, te su poslužile kao dodatno objašnjenje navedenih rečenica. U radu, korištene su četiri metode, te će svaka od njih biti detaljnije opisana. Prva korištena metoda je deskriptivna. Pomoću nje opisuju se određeno stanja ili činjenice, to jest navode se dodatne informacije kako bi se određeno stanje ili činjenice lakše objasnile te prikazale svrhu. Deskriptivna metoda konkretno u radu opisuje rezultate korištenih formula, određene stavke iz financijskih izvještaja ili za interpretaciju navedenog teksta u bilješkama financijskog izvješća.

Metoda analize i sinteze korištena je u svrhu prikazivanja, to jest analize financijskih izvještaja. Iz temeljnih financijskih izvještaja određene stavke su izdvojene te dodatno pojašnjene. Dekompozicija većih dijelova na manje olakšava prikaz željenih činjenica i stanja te omogućuje snalaženje prilikom čitanja.

Kao treća metoda, korištena je matematička metoda koja uključuje korištenje matematičkih formula i operacija radi dokazivanja navedenih tvrdnji u tekstu. Matematičke formule korištene su prilikom izračuna financijskih pokazatelja kako bi se potkrijepio navedeni tekst. Također, matematička metoda služi kao dokaz da su stanja navedena u tekstu točna, to jest netočna, te rezultat formula služi kao dokaz za interpretaciju pojedinih stavki unutar temeljnih financijskih izvještaja.

Posljednja metoda, za davanje završnog zaključka na temelju činjenica korištena je metoda indukcije. Navedena metoda korištena je s ciljem objašnjenja stvarnih činjenica te definiranjem zaključka. Pored navedenih metoda, kao instrumenti analize financijskih izvještaja korištene su horizontalna i vertikalna analiza te analiza financijskih pokazatelja. Horizontalnom analizom uspoređuju se financijski izvještaji tekuće godine i prijašnje / prijašnjih godina radi uvida u moguće probleme i da li poduzeće ostvaruje zadane ciljeve. Pomoću vertikalne analize uspoređuju se pojedine stavke sa ukupnom veličinom u koju te stavke pripadaju. U bilanci, imovina i izvori imovine čine 100% vrijednosti te se u odnos s istima mogu staviti pojedine stavke radi dobivanja kvalitetnijih informacija o poslovanju. Kao treći korišteni instrument za analizu korišteni su financijski pokazatelji čiji rezultati proizlaze iz odnosa vrijednosti pojedinih stavki iz bilance te računa dobiti i gubitka. Postoji šest skupina pokazatelja, a to su: pokazatelji aktivnosti, likvidnosti, zaduženosti, profitabilnosti, ekonomičnosti i investiranja.

4. Uzroci krize, analiza kvantitativnih informacija i uvid u financijsku stabilnost i uspješnost u kriznim godinama

Razlog analize poduzeća u ovome završnom radu imao je za cilj uvidjeti nedostatke ali i prednosti koje dolaze do izražaja tijekom kriznih godina kako bi poduzeće u periodu općeg rasta potrošnje i potražnje moglo uživati veći novčani priljev radi sigurnosti. Tema ovog završnog rada proizlazi iz financijske krize uzrokovane u korporaciji „Agrokor d.d.“ (današnja Fortenova Grupa d.d.) 2017. godine kao 100%-tnog vlasnika Ledo plus d.o.o. . Početkom 2017. godine počelo se govoriti o financijskim problemima u Agrokoru, što je već u travnju rezultiralo interveniranjem središnje vlasti i preuzimanjem kontrole nad korporacijom. Naravno, nije isključivo poslovanje u 2017. godini razlog zašto je Agrokor izgubio kontrolu, već je te godine financijsko opterećenje po obvezama prema vjerovnicima postalo nesnošljivo radi negativne akumulacije novca, lošeg poslovanja i još lošijeg upravljanja cjelokupnom korporacijom. Pod negativnom akumulacijom novca, misli se na nedovoljno generiranog novca za pokriće obveza koje su nastupile uslijed neracionalnog upravljanja poduzećem. Pod neracionalnim upravljanjem u Agrokoru odnosi se na prevelike akvizicije i neuspješno poslovanje.

Zbog ne tako zadovoljavajućih (i/ili negativnih) financijskih rezultata Agrokor se prilikom zaduživanja obvezao plaćati više kamate na obveze kao jedan od sigurnosnih čimbenika vjerovnicima. Dokaz tomu je godišnje konsolidirano izvješće Agrokor za 2017. godinu gdje su akumulirane obveze iznosile gotovo 55 milijardi i 780 milijuna kuna. Većinu tih obveza čine posudbe. Nasuprot tomu ukupna imovina je iznosila nešto više od 35 milijardi kuna, što je izrazito nepovoljan financijski položaj. (FINA, Registar financijskih izvještaja, 2017.). Fokus će biti usmjeren i na analizu obveza samo Leda, te financijski problemi Agrokor (konsolidirani izvještaji) ne moraju indicirati i lošu financijsku sliku u Ledu, no više o samoj temi u nastavku rada.

5. Vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja i pojedinih ključnih stavki u predkriznim i kriznoj godini

Vertikalna i horizontalna analiza uključuju pregled bilance i računa dobiti i gubitka. Razlika između ove dvije analize je što horizontalna analiza uključuje usporedbu godišnjih financijskih izvještaja tijekom prijašnjih godina. Svako poduzeće ima određenu / određene glavne djelatnosti koje se odnose na većinu poslovanja te donose većinu poslovnih, to jest ukupnih prihoda. Prilikom analize financijskih izvještaja bitno je utvrditi glavne djelatnosti poduzeća te iste povezati odgovarajućim stavkama u financijskih izvještajima. Za proizvodno poduzeće zaključivo je da većina stavki i financijskih pokazatelja daje uvid u uspješnost i sigurnost poslovanja, dok kod određenih djelatnosti određene stavke u financijskih izvještajima gotovo da su zanemarive.

Na primjeru poduzeća nespécializirane trgovine na malo, pažnju privlači izrazito male ili cifre jednake nuli vezane za potraživanja od kupaca, obzirom da prilikom kupnje ogroman postotak transakcija se odvija u gotovini ili putem kreditnih kartica gdje dolazi do automatske naplate dugovanja, što takva poduzeća čini izrazito likvidnima. Također, postoje određene stavke unutar izvještaja koje su bitne za sve vrste poduzeća, tu se mogu izdvojiti obveze (bilo kratkoročne ili dugoročne), no potrebno ih je staviti u relaciju s drugim stavkama kako bi se dobila cjelokupna financijska slika. Nakon danog opisa na što je fokus stavljen tijekom analize, rad je za prvu godinu analize koristio godišnje nekonsolidirano financijsko izvješće iz 2015. godine, te za završnu godinu uzeta je 2019. godina.

5.1. Analiza financijskih izvještaja za 2015. i 2016. godinu

Poduzeće je 2015. godine sa prihodima od prodaje ostvarilo preko 90% udjela u ukupnim prihodima. Zanimljivo je dodati da više od polovice prihoda od prodaje ne čini prodaja sladoleda, već zamrznute hrane, obzirom da je Ledo u svojim počecima bio fokusiran isključivo na sladoled. Širenje na područja kao što je zamrznuta hrana prikazala se kao vrlo pametna investicija obzirom da u ljetnom periodu dolazi do osjetnijeg pada potražnje za sladoledom. Zabrinjavajuće s jedne strane je što oko 20% prihoda od prodaje u 2015. i 2016. godini dolazi od prodaje u inozemstvu, dok se ostatak plasira na domaćem tržištu (gdje je najveći pojedinačni kupac Konzum plus d.o.o.), no još više je zabrinjavajuća

činjenica da Ledo (ali i drugi poslovni giganti u Hrvatskoj) ogromne količine sirovine uvoze, umjesto da velika poduzeća hrvatskog gospodarstva budu nosioci prvenstveno poljoprivrednog segmenta. Republika Hrvatska nije samodostatna u proizvodnji i nekih osnovnih kultura, stoga privatnici su jednostavno prisiljeni sirovine tražiti izvan zemlje kako ne bi došlo do prekida proizvodnje. Ogromni su novčani odljevi hrvatskih poduzeća, pa je tako 2018. godine Ledo nažalost uvezao robe za oko 480 milijuna kuna. (Hrvatska gospodarska komora, Digitalna komora, bez dat.).

Pored navedenih poslovnih prihoda, ne tako mali iznosi čine ostali prihodi i financijski prihodi. Od ostalih prihoda tri su najveće stavke: naplata šteta od osiguranja (što ne indicira nešto pozitivno, obzirom da je došlo do nastanka štete i što va vrsta prihoda povećava bruto osnovicu za plaćanje poreza na dobit), prefakturirani prihodi i degustacije. Ostali prihodi u 2015. godini doprinose nešto više od 14 milijuna kuna, no u 2016. godini povećavaju se na iznos preko 17 milijuna kuna (uglavnom je došlo do povećanja naplate šteta od osiguranja). Nastavno na stavku financijskih prihoda, kao što je već navedeno, Ledo je ostvario također izdašne prihode. Od financijskih prihoda prihodovano je 2015. godine nešto više od 87 milijuna te 2016. godine više od 103 milijuna kuna. Navedeni iznosi vezani su uz tri stavke: prihodi od kamata, dividendi i pozitivnih tečajnih razlika. Od financijskih rashoda, kamate su najveća stavka sa iznosima u 2015. i 2016. godini između 13 i 15 milijuna kuna. Uspoređujući sa financijskih prihodima, ima više nego povoljnu ekonomičnost financiranja.

Bitno je istaknuti, no ujedno je i zabrinjavajuće, obzirom da je Ledo 2015. godine ostvario neto dobiti od gotovo 163 milijuna kuna, da nisu ostvareni ostali i financijski prihodi (u iznosu od oko 101 milijun, umanjениh za porez na dobit), neto dobit bi iznosila 83 milijuna kuna manje. Prihodi od poslovanja trebali bi činiti oko 90% prihoda i neto dobiti, jer poslovanje glavnih djelatnosti nosilac je stabilnosti i sigurnosti, budućih investiranja i ključ je opstanka na tržištu. Za ovako veliki poslovni subjekt dobit od oko 80 milijuna kuna (neto dobit umanjena za ostale i financijske prihode) nije na zadovoljavajućoj razini ako se uzme u obzir da je Ledo treći najveći svjetski proizvođač sladoleda. Gledajući samo „adria“ regiju plus tržište Mađarske, gdje je Ledo vodeća marka, tada bi ista neto dobit bila i više nego dovoljna, jer Ledo je učvrstio svoju poziciju na „adria“ regiji, no želju za postankom novim svjetskim igračem na tržištu moraju pratiti uspješni financijski rezultati koji će omogućiti investiranje prvenstveno u tehnologiju i digitalizaciju poslovanja. Dakako, na financijske rezultate u ogromnoj veličini utjecali su i visoki porezi i parafiskalni nameti te samim time mali poduzetnici, obrtnici i obiteljska poljoprivredna gospodarstva ne mogu osigurati dostatne sirovine velikim poduzećima kao Ledo, koji je prisiljen uvoziti sirovine te je stvoren dodatan trošak organizacije, prijevoza i skladištenja. Tako u 2015. i 2016. godini troškovi sirovina, materijala i prodane robe čine gotovo 70% poslovnih rashoda. Premda je službena neto dobit

prema vlastitome mišljenju relativno prihvatljiva, i uzimajući u obzir da se poduzeće u proteklim godinama ozbiljno posvetilo osvajanju inozemnih tržišta, Ledo bi ipak trebao povećati utjecaj poslovnih prihoda ili smanjiti utjecaj poslovnih rashoda.

U nastavku slijedi osvrt na imovinu u 2015. i 2016. godini. Za poduzeće je profitabilnije da drži što manje dugotrajne imovine (jer držanje imovine stvara troškove) te da što više kratkotrajne imovine obrće. Tako je likvidnost poslovanja veća što se drži više tekuće imovine, a sama solventnost što je ta tekuća imovina raspoređena bliže novcu. (Orsag, 2015., str. 80.). Najveća stavka u imovini Leda u 2015. i 2016. godini su ulaganja u ovisna društva čineći u 2015. 49% ukupne imovine i u 2016. 54% ukupne imovine. Isključivši ulaganja u ovisna društva dobiva se vrlo povoljan omjer dugotrajne i kratkotrajne imovine. No, obzirom da i ovisna društva privređuju i doprinose povećanju prihoda, teško je utvrditi (obzirom da se ovaj rad bavi nekonsolidiranim izvještajima) u kojoj mjeri financijski doprinose ovisna društva. Na slici 1 prikazana je ukupna imovina Leda za 2015. i 2016. godinu.

	Bilješka	31. prosinca 2016. tisuće kuna	31. prosinca 2015. tisuće kuna Prepravljeno
Dugotrajna imovina			
Nematerijalna imovina	14	4.895	6.314
Nekretnine, postrojenja i oprema	15	194.950	209.642
Ulaganja u ovisna društva	16	1.052.229	1.171.845
Financijski instrumenti	17	40.382	38.833
Ostala potraživanja		1.359	4.093
Odgođena porezna imovina		157	341
		1.293.972	1.431.068
Kratkotrajna imovina			
Zalihe	18	109.143	181.465
Financijska imovina	19	376.313	580.036
Potraživanja	20	135.146	166.561
Potraživanja po regresnom pravu	27	17.500	32.285
Ostala kratkotrajna imovina		622	442
Novac i novčani ekvivalenti	21	1.493	2.760
		640.217	963.549
UKUPNA IMOVINA		1.934.189	2.394.617

Slika 1 (Prikaz ukupne imovine poduzeća Ledo d.d. za 2015. i 2016. godinu, Ledo d.d., Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora, 11.10.2017. str. 18)

Pored nekretnina, veliku stavku predstavljaju i financijski instrumenti (u ovom slučaju ulaganja u vrijednosne papire). Bitno je naglasiti da je financijska imovina poželjnija u kratkotrajnoj imovine, no izdaci uloženi u dugoročne financijske instrumente trebali bi doprinosti kamatu jednaku ili veću iznosu koji bi se ostvario putem poslovanja, to jest prodajom roba ili usluga. U protivnome, izdaci uloženi u financijske instrumente predstavljali bi smanjenje prihoda što se negativno može odraziti na uspješnost, sigurnost ali i zarobljenost novca koji bi možda bio potreban za otplatu kratkoročnih obveza. Obzirom da poslovni prihodi padaju u 2016. godini, razumno je (što je vidljivo i u izvještajima) da se zalihe, trošak prodane robe i trošak sirovina i materijala smanjuje.

	31. prosinca 2016. tisuće kuna	31. prosinca 2015. tisuće kuna (prepravljeno)
18. Zalihe		
Struktura zaliha dana je u nastavku:		
Sirovine i materijal	52.186	98.884
Proizvodnja u tijeku i nedovršeni proizvodi	1.683	1.256
Trgovačka roba	32.095	46.758
Gotovi proizvodi	22.453	31.362
Predujmovi	726	3.205
Ukupno	109.143	181.465

Slika 2 (Prikaz vrijednosti zaliha za poduzeće Ledo d.d. za 2015. i 2016. godinu, , Ledo d.d., Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora, 11.10.2017. str. 44.)

Zalihe su se u prosjeku više smanjile nego prihodi od prodaje, što govori da je u 2016. više proizvoda prodano nego proizvedeno. Na slici 1 vidljivo je još jedno financijsko opterećenje za Ledo (maticu), a to je financijska imovina koja je u 2015. godini iznosila preko 580 milijuna kuna. Od tog iznosa čak 563 milijuna kuna iznosili su pozajmice Konzumu d.d. . Sva financijska imovina čini zajmove isključivo preko članicama Agrokor Grupe d.d. . Obzirom da je već i 2016. godina dala naslutiti da poslovanje nije funkcionalno u koncernu Agrokor, Ledo je zbog neizvjesnosti naplate financijskih potraživanja u 2016. godini proveo vrijednosno usklađenje danih zajmova u iznosu od 366 milijuna kuna (kamate uključene). Vraćajući se na ukupan iznos od 580 milijuna, Ledo je doživio financijski šok, pogotovo prilikom vrijednosnog usklađenja, što se u konačnici negativno odrazilo i na poslovni rezultat u 2016. godini kada je iskazan gubitak u iznosu od 343 milijuna kuna. Potraživanja od kupaca dakako čine bitnu stavku u imovini, no upitna je naplata istih iako uprava naglašava da su potraživanja osigurana dodatnim instrumentima, jer je Konzum najveći Ledov kupac, a

Ledo je financirao Konzum sa gore navedenim iznosom. Zabrinjavajući je i enormno mali iznos novaca i novčanih ekvivalenata u iznosu nešto manjem od milijun i 500 tisuća kuna. Na slici 3 nalazi se prikaz pasive za 2015. i 2016. godini. Uočljivo je da najveći dio pasive čine kapital i rezerve, točnije nešto više od 75% u 2015. i oko 80% u 2016. godini. To je izrazito dobar položaj, i bez stavljanja u kontekst sa nepovoljnim financijskim položajem Agrokor Grupe u istim godinama.

Kapital i rezerve	22			
Temeljni kapital		119.290	119.290	119.290
Kapitalne rezerve		713.233	713.233	713.233
Rezerve iz dobiti		50.653	50.653	50.653
Revalorizacijske rezerve		51.602	50.487	59.358
Zadržana dobit		522.209	999.226	903.819
		1.456.987	1.932.889	1.846.353
Dugoročne obveze				
Rezerviranja	23	1.547	1.592	1.683
Zajmovi od povezanih društava	25	151.156	152.701	153.229
Odgođene porezne obveze	26	11.484	12.940	15.073
		164.187	167.233	169.985
Kratkoročne obveze				
Obveze prema dobavljačima	28	142.742	136.954	108.128
Posudbe	25	42.941	18.000	18.000
Zajmovi od povezanih društava	25	57.265	78.116	16.665
Porez na dobit		15.982	9.885	1.590
Obveze za mjenice i regresno pravo	27	19.824	32.285	22.200
Ostale kratkoročne obveze	29	34.261	19.255	19.350
		313.015	294.495	185.933

Slika 3 (Prikaz pasive poduzeća Ledo d.d. za godinu 2015. i 2016., Ledo d.d., Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora, 11.10.2017., str. 18)

Već naslućena financijska kriza u Agrokoru odrazila se i na Ledo u 2016. kada dolazi do knjiženja jamstva za dane kredite Agrokoru na teret zadržane dobiti (pogledati razliku zadržane dobiti u 2015. i 2016. godini). Zajmovi od povezanih društava unutar dugoročnih obveze daju naslutiti da je Ledo bio potreban novac iako nema točnog navoda zašto. Premda se i na zajmove (zajam dan od strane Ledo Čitluk d.o.o.) povezanih društava (u ovom slučaju rezidenata i nerezidenata) plaća kamatna stopa koju propisuje Ministarstvo financija za svaku godinu, pa je tako smanjena porezna osnovca Ledo Čitluka d.o.o., od čega će u krajnjem slučaju profitirati i Ledo, te godine postavljeno je pitanje zašto je Ledo potreban toliki zajam. Nadolazeće godine daju odgovor, što će se reflektirati i na post-krizne

godine restrukturiranja, a to je kao što je već navedeno, vrlo niska likvidnost i nedostatak novca. Na nelikvidnost upućuje i rast obveza prema dobavljačima paralelno sa smanjenjem zaliha i potraživanja od kupaca. Od ostalih stavki unutar pasive (vezano za porast obveza) uglavnom nije došlo do porasta svih stavki, već najviše rastu posudbe kod banaka i ostale kratkoročne obveze koje podrazumijevaju doprinose i obveze prema zaposlenima.

Računovodstveno gledano Ledo i u 2015. i 2016. godini ima radni kapital te se dugotrajna imovina financira iz kapitala i dugoročnih obveza, plus dio kratkotrajne imovine se financira iz dugoročnih izvora, što je u skladu sa zlatnim pravilima financiranja. No, isključivši ulaganja u ovisna društva koja iznose preko 1 milijarde kuna (jer to je iznos vrijednosti udjela koje Ledo ima u povezanim društvima i jedini način za korištenjem tog „novca“ je ili prodati udjele ili koristiti dobit od povezanih društava, no najbolje je da svako povezano društvo dobit zadržava za sebe) radni kapital je još veći, no tada se više kratkotrajne imovine financira iz dugoročnih izvora (što može predstavljati veće izdatke za kamate). Iako je pozitivan primjer što je Ledo vodeći proizvođač sladoleda u regiji, te pogotovo treba naglasiti da je i 100% vlasnik svih ovisnih društava, vrijednost ulaganja u ovisna društva predstavlja odljev novca koji je korišten za akvizicije drugih poduzeća, no ponovno, najbolje je staviti u omjer što je profitabilnije, ulagati u ovisna društva (akvizicije) i koristiti ih za ostvarivanje dobiti i otplaćivanje obveza ili stvarati novčane zalihe radi likvidnosti koja u ovom slučaju Ledo neizmjerljivo treba.

Enormno veliki iznos danih zajmova te preko 366 milijuna kuna vrijednosnog usklađenja istih odražava nelikvidnost poduzeća kojima su dani zajmovi, te se njihova nelikvidnost (uglavnom od Konzum d.d.) odrazila i na Ledo. Uprava je tim zajmom ugrozila vlastito poslovanje na što upućuje i potreba za uzimanjem zajma od Ledo Čitluka d.o.o. , te u prilog tomu ne ide i činjenica da je dani zajam potrebno vratiti u roku od 5 godina. Pored navedenog, Ledo je također dobio kratkoročni zajam od „Frikom d.o.o.“ i to u iznosu višem od 45 milijuna kuna i još jedan dokaz nelikvidnosti je neplaćanje poreza na dobit u cijelosti. Istina je da i porez na dobit za velika poduzeća u Republici Hrvatskoj iznosi 18% te može uvelike utjecati na plaćanje obveza prema dobavljačima ili kreditnih obveza, no sve ovisi od poduzeća do poduzeća i kojom se djelatnošću bavi. Ipak, zaključno za sva velika poduzeća je da visoki porez na dobit predstavlja preveliku prepreku u poslovanju i zasigurno da ta vrsta odljeva može prekinuti investicije i ulaganja poduzeća, čime ona postaju manje konkurentna od inozemnih poduzeća ne samo u inozemstvu već i u Republici Hrvatskoj gdje imaju svoja predstavništva. Zadnju stavku u kratkoročnim obvezama čine ostale kratkoročne obveze gdje najveći udio (od 63% do 76%) u 2015. i 2016. godini imaju obveze za doprinose, poreze (bez poreza na dobit) i obveze za zaposlene. Najveći porast je zabilježila stavka obveza za doprinose koja je u roku jedne godine porasla za gotovo 14 milijuna kuna. Zbrajajući obveze

za doprinose i poreze (sa porezom na dobit) sa iznosa od oko 16 milijuna i 700 tisuća u 2015. godini, na kraju 2016. godine iznos se povećava na oko 36 milijuna i 500 tisuća kuna. Rashode za porez na dobit nemoguće je usporediti sa na primjer obvezama za dobavljače ili obveze za primljene zajmove, jer od istih poduzeće koristi sirovine ili novac kako bi poslovalo i profitiralo, dok porezi za poduzeće predstavljaju izdatak koji ne predstavlja ništa od čega će poduzeće profitirati bilo u tekućoj godini ili u budućnosti.

Iako računovodstveno gledano, Ledo ima i više nego dovoljno imovine za pokrivanje obveza (kratkotrajne imovine u 2016. godini ima više nego dva puta više) objašnjene stavke iz bilance gore u tekstu upućuju da loše odluke, nelikvidnost ostalih članica Agrokora Grupe d.d. (prvenstveno se misli na Konzum d.d.) i uzimanje velikih zajmova govore o počecima problema i potrebom za restrukturiranjem Leda iako je vidljivo da je zaduženost neusporediva (za 2015. i 2016.) sa zaduženošću Agrokora Grupe d.d. u istim godinama, to jest Ledo je u punoj kvalitetnijem financijskom položaju (računovodstveno gledano). Premda je u boljem financijskom položaju, već spomenuti problemi u poslovanju odrazili su se i na novčani tok. Najvažniji segment ukupnog novčanog toka trebao bi činiti novčani tok od poslovnih aktivnosti. U 2015. i 2016. godini udio novčanog neto toka od poslovnih aktivnosti je negativan, te je gotovo u potpunosti pokriven novčanim tokom iz financijskih i investicijskih aktivnosti. U 2015. godini negativni tok od poslovnih aktivnosti iznosio je preko 215 milijuna kuna, a na kraju 2016. godine smanjen je za otprilike 92 milijuna kuna i iznosio je gotovo 124 milijuna kuna.

Što se tiče investicijskih aktivnosti, u obje godine ostvaren je pozitivan novčani tok, i to u 2015. godini u iznosu nešto većem od 90 milijuna kuna. U 2016. dolazi do velikog povećanja izdataka za primljene zajmove te iznose preko 272 milijuna kuna i ostvareni su veliki primici od danih zajmova. U obje godine prisutan je pozitivan saldo između ove dvije stavke, no zabrinjavajuće je što izdaci (pogotovo u novčanom toku) rastu brže od primitaka za dane zajmove. U obje godine investirano je preko 71 milijun kuna u nekretnine, postrojenja i opremu. Koliko je taj iznos bio realan za utrošiti u dvije godine teško je reći iako je ulaganje stjecanje prednosti pred konkurencijom, no jesu li postojale investicije od kojih se moglo odustati, to jest produžiti ih na dulji rok, ne može se pročitati iz financijskih izvještaja. Prije objašnjavanja stavki financijskog toka, bitno je napomenuti da financijski tok uključuje sva financijska sredstva (kao na primjer primljeni zajam od banke).

NOVČANI TIJEK OD FINACIJSKIH AKTIVNOSTI		
Odljev za dugoročne kredite	(1.545)	(528)
Priljev od primljenih bankovnih zajmova	42.441	-
Priljev od primljenih kratkoročnih zajmova	272.052	440.429
Izdaci za otplatu zajmova	(126.452)	(249.377)
Isplaćene dividende	(133.419)	(67.446)
NETO NOVČANI TIJEK OD FINACIJSKIH AKTIVNOSTI	53.077	123.078
UKUPNI NETO NOVČANI TIJEK		
Novac i novčani ekvivalenti na početku razdoblja	2.760	4.968
Novac i novčani ekvivalenti na kraju razdoblja	1.493	2.760
Smanjenje novca i novčanih ekvivalenata	(1.267)	(2.208)

Slika 4: (Prikaz novčanog toka za poduzeće Ledo d.d. za 2015. i 2016. godinu), Ledo d.d. Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora, 11.10.2017., str. 20.)

Najveće stavke u slici gore predstavljaju izvore tuđih sredstava. Iako su u obje godine ostvarena pozitivna salda, isti je postignut priljevom tuđih sredstava. Stavlajući u omjer primitke od naplaćenih zajmova i primitke od dividendi i izdatke za primljene zajmove i izdatke za dividende, u 2015. godini saldo je bio negativan i iznosio je 156 milijuna kuna, dok je u 2016. godini saldo iznosio 96 milijuna kuna. Što se tiče primitaka i izdataka za dividende, bilo bi nezahvalno govoriti da bi primici trebali biti veći (misli se na povezana društva), jer ne zna se financijska i privredna snaga povezanih poduzeća. No, jedno se može zaključiti, u odnosu na 2015. godinu, primici od dividendi u 2016. godini rastu za 23%, dok izdaci za dividende za isti period rastu čak 98%. Vidljivo je da u 2016. izdaci za dividende (dividende su udvostručene u odnosu na 2015. godinu), pa je tako isplaćeno preko 133 milijuna kuna.

Nepromišljena odluka (iako se u javnosti javlja primitivno mišljenje kada poduzeće odgodi ili smanji dividende, da postoje poteškoće u poslovanju poduzeća) bila je isplatiti toliku svotu novca, te u prilog tomu ne ide pogotovo činjenica da je Agrokor d.d. (matica) imao oko 48% udjela u vlasništvu u to vrijeme. To znači da je preko 66 milijuna otišlo manjinskim dioničarima, a prema svim gore navedenim problemima, ili je trebalo dividende zadržati na lanjskim iznosima ili pak smanjiti visinu dividende jer Ledo je u kritičnoj likvidnosti. Točan razlog povećanja iznosa dividende i dovođenja poduzeća u rizik likvidnosti ostaje nepoznanica, i upravo je to jedan od koraka koji je u 2016. godini doveo Ledo do ruba neplaćanja obveza pored ogromnih otpisivanja zajmova. Zaključno za 2015. godinu ostaje navesti da je dobit od 163 milijuna kuna relativno fiktivan iznos koji ne odražava stvarno stanje u poduzeću. Kao objašnjenje zašto se radi o fiktivnom iznosu je sljedeće: visoka neto

dobit odaje dojam uspješnog poslovanja, no nakon isplate dobiti kroz dividende Ledo postaje nelikvidan. Također, pored navedenog Agrokorovog udjela u Ledu, odluka o isplati tako velikih dividendi ne bi bila toliko loša odluka za razliku od donesene, jer bi se novac zadržao unutar grupe. Isto tako nakon već spomenutih enormnih vrijednosnih usklađenja, Ledo ima nešto manje od 1 milijuna i 500 tisuća kuna u stavci novca i novčanih ekvivalenata. (Ledo d.d., *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora*, 30.06.2016., Ledo d.d., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 11.10.2017.)

5.2. Analiza financijskih izvještaja za 2016. i 2017. godinu.

Bitno je napomenuti da je 2017. godina kada je nastupila financijska kriza u koncernu Agrokor. No, vidljivo je da neuspjeh vlada u Ledu i u prijašnjim godinama. Isto tako, naravno da sav teret krize ne pripisuje se isključivo Ledu već i drugim članicama Agrokor grupe čije se negativno poslovanje odrazilo na Ledo.

Negativan trend poslovanja nastavlja se i u 2017. godini. Prihodi od prodaje smanjili su se za otprilike 140 milijuna kuna. Taj iznos predstavlja vrlo težak udarac za likvidnost prisjećajući se svega što se događalo u 2016. godini. U 2017. dolazi do rasta prodaje sladoleda kao primarnog proizvoda za 33 milijuna kuna, no smrznuta hrana doživljava pad od preko 163 milijuna kuna. Što se tiče raspodjele prihoda od prodaje po geografskom području, najveći pad je zabilježen na domaćem tržištu od gotovo 127 milijuna kuna, dok je u inozemstvu zabilježen pad od 14 milijuna kuna. Iako je zabilježen pad u inozemstvu, ako se usporedi sa padom u tuzemstvu, može se reći da je on relativno nizak (11%) ako se uspoređuje i ako se uzme u obzir financijsko stanje Agrokor. Što se tiče troška sirovina i materijala, tu u 2017. dolazi do porasta, što je pomalo iznenađujuće obzirom da prihodi padaju te su se zalihe povećale za samo 3 milijuna kuna. Rast bilježe utrošene sirovine i materijali te raste trošak energije, dok ostale stavke bilježe pad.

U troškovima usluga najveći pad dogodio se u stavci „Troškovi marketinga“ i iznosu od gotovo 14 milijuna kuna. Iako je marketing neizostavan ključ dugotrajnom opstanku poduzeća, Ledo si je mogao priuštiti smanjenje reklamiranja je se radi o vrlo poznatom brandu, no navedeni iznos indicira na probleme. Suprotno tomu, poprilično je čudno da troškovi osoblja rastu u 2017. godini, iako se radi o porast za oko milijun kuna. U računu dobiti i gubitka za 2017. godinu ponovno se pojavljuje stavka „Vrijednosno usklađenje potraživanja“. Nakon šokantnog usklađivanja potraživanja za dane zajmove u 2016. godini,

ponovno se i u 2017. javlja ista situacija. Ponovno su otpisana potraživanja u iznosu od gotovo 392 milijuna kuna te 10 milijuna kamata na dane zajmove. Ukupno gledajući 2016. i 2017. godinu, uključujući i pripisane kamate, vrijednosno je usklađeno (umanjeno / otpisano) preko 787 milijuna kuna. Strateški gledano, navedeni iznos vrlo je negativna odluka koja će u budućim razdobljima ozbiljno naštetiti Ledu promatrajući stanja bilance i računa dobiti i gubitka u nadolazećim godinama.

Struktura ostalih troškova smanjila se za nešto više od 5 milijuna kuna te u 2017. iznosi manje od 40 milijuna. Najveće stavke ostalih troškova ponovno su: prefakturirani troškovi, trošak osiguranja, trošak restrukturiranja te ostala materijalna prava zaposlenih. 2017. godina bila je godina restrukturiranja Agrokor Grupe d.d., te se u 2017. formiraju ogromna rezerviranja za jamstva koji je priznat u računu dobiti i gubitka i dio iznosa je knjižen direktno na kapital. Tako je Ledo formirao rezerviranja u računu dobiti i gubitka u iznosu od 2.562.849.000,00 kuna te je na kapital knjižen iznos nešto više od 587 milijuna kuna koja su nastala tijekom godine. Vraćajući se na stavke prihoda i rashoda u računu dobiti i gubitka za 2017. godinu (isključujući rezerviranja) te uspoređujući ju sa 2016. godinom, prihodi od prodaje i ostali prihodi pali su za gotovo 147 milijuna kuna dok su rashodi manji za oko 267 milijuna kuna. Pozitivno je naravno što rashodi brže padaju od prihoda, no nastala situacija i daljnji uvid u financijske izvještaje indiciraju na još lošiju godinu od 2016.

Zadnje stavke prije prikazivanja financijskog rezultata u računu dobiti i gubitka su financijski prihodi i rashodi. Financijski prihodi manji su za oko 86 milijuna kuna (tu pripadaju veće spomenute vrijednosno usklađene kamate i stavka dividendi iznosi 0 kuna, dok je 2016. iznosila nešto više od 64 milijuna kuna.). U financijskih rashodima u 2017. tečajne razlike ostale su na istim razinama dok su izdaci za kamate manji za 8 milijuna kuna. Neto gubitak u 2017. godini (u koji je uračunata obveza poreza za dobit iz prijašnjih godina) iznosi 2.854.576.000,00 kuna. Ako se iz neto gubitka izuzmu rezerviranja, neto gubitak iznosio bi oko 292 milijuna kuna. Sada je slika jasnija koliko su vrijednosna usklađenja potraživanja i pad prihoda naštetili Ledu dodajući još nepotrebno isplaćivanje dividendi u 2016. godini u iznosu od 133 milijuna kuna. Vrijednosno su usklađena potraživanja od kompanija u Agrokor Grupi, te pokušavajući spasiti partnerske kompanije, zapravo je i Ledo uvučen u splet loših odluka koje su duboko nagrizzaju novčani tok i likvidnost.

U bilanci poduzeća za 2017. godinu, imovina je smanjena za oko 226 milijuna kuna, no stavke koje ne bi trebale rasti, rastu te se vrijednost dugotrajne imovine smanjuje. U dugotrajnoj imovine nije bilo značajnih pomaka, te su se vrijednosti financijskih instrumenata povećale za 4 milijuna, te se računovodstvena (što ne znači da je i fer vrijednost tolika) vrijednost nekretnina, postrojenja i opreme smanjila za 12 milijuna. U kratkotrajnoj imovini događa se kontra poželjan efekt, a to je rast zaliha i potraživanja. Na početku rasprave o

2017. godini navedeno je kako prihodi od prodaje padaju, te se ovdje događa efekt nagomilavanja zaliha i ponovna problematika naplate potraživanja. Najveća potraživanja Ledo potražuje od Agrokor Grupe, plus ta ista potraživanja od Agrokor Grupe rastu u odnosu na 2016. te je dodatno usklađeno -42 milijuna kuna od Agrokor Grupe i -22 milijuna od kupaca treće strane. To znači da kada ne bi potraživanja bila usklađena, Ledo bi potraživao 64 milijuna kuna više, no Ledo ne uspijeva niti trenutna potraživanja naplatiti, te dodatno zalihe rastu. Već spomenuto, samo u raspravi o računu dobiti i gubitka, u 2017. sukladno nagodbi, Ledo je financijske instrumente vrijednosno uskladio za -370 milijuna kuna. Zajedno u 2016. i 2017. vrijednosno je usklađeno 796 milijuna kuna zajmova. Za jasniju sliku, Ledo je u 2016. i 2017. imao ukupne prihode oko 2 milijarde i 230 milijuna kuna, što znači da udio usklađenja iznosi 36 posto prihoda, no kada se od prihoda oduzmu rashodi, rezultat je još lošiji. Struktura kratkotrajne imovine u 2017. izgleda vrlo nepovoljno, to jest 89 posto čine sva kratkotrajna potraživanja i zalihe. Razumno je da su zalihe potrebne, no njihovo povećanje uslijed pada prihoda te trošak održavanja i skladištenja istih nikako ne pogoduje, a o potraživanja već je dovoljno rečeno.

Novac i novčani ekvivalenti u 2017. iznose preko 38 milijuna kuna (no ove godine nije bilo isplate dividendi), što i dalje predstavlja mali iznos za tako veliko poduzeće. Koliko je Ledo računovodstveno jak prikazuje i 2016. godina gdje vrijednost ukupne imovine umanjene za ukupne obveze iznosi 1.456.987.000,00 kuna. Stavljajući u odnos sa 2016. kada je isplaćeno 133 milijuna kuna za dividende i na računu je ostalo oko 1.5 milijuna kuna, sada vidimo da kada bi Ledo i htio isplatiti dividende, on nema financijsku snagu.

Prelazeći na pasivu bilance za 2017., odmah je uočljiv negativan kapital u iznosu od gotovo 2 milijarde kuna, jer je dio jamstava direktno knjižen na kapital. U dugoročnim obvezama smanjena su dugovanja za 151 milijun kuna. U kratkoročnim obvezama, obveze prema dobavljačima smanjuju se za 24 milijuna kuna, no primljeni zajmovi sa 99 milijuna kuna u 2016. rastu na 352 milijuna kuna u 2017. Akumulacija prenesenog gubitka i rezerviranja, kapital u 2017. dovode u negativan iznos od gotovo 2 milijarde kuna. Zbog nestabilne situacije u 2017. formirana su ukupna rezerviranja od 3 milijarde i 150 milijuna kuna. Jedna rijetka pozitivna stavka je smanjenje obveza za doprinose i poreze (bez poreza na dobit) za 11 milijuna kuna. Ukupne obveze u 2017. iznose 546 milijuna (bez rezerviranja), ukupna imovina iznosi 1 milijardu i 708 milijuna kuna, no kada se iz imovine izbace ulaganja u ovisna društva te postrojenja i oprema (razlog zašto se ne zbrajaju iste je u tomu što se pretpostavlja da neće biti prodaje ovisnih društava te poduzeće ne može funkcionirati bez opreme i nekretnina), ukupna imovina iznosi 474 milijuna kuna, što znači da se imovinom ne pokrivaju obveze (računovodstveno gledano imovina je veća od obveza kada se izbace stavke navedene u prijašnjoj rečenici, no samo računovodstveno gledati na stanje nije pravi

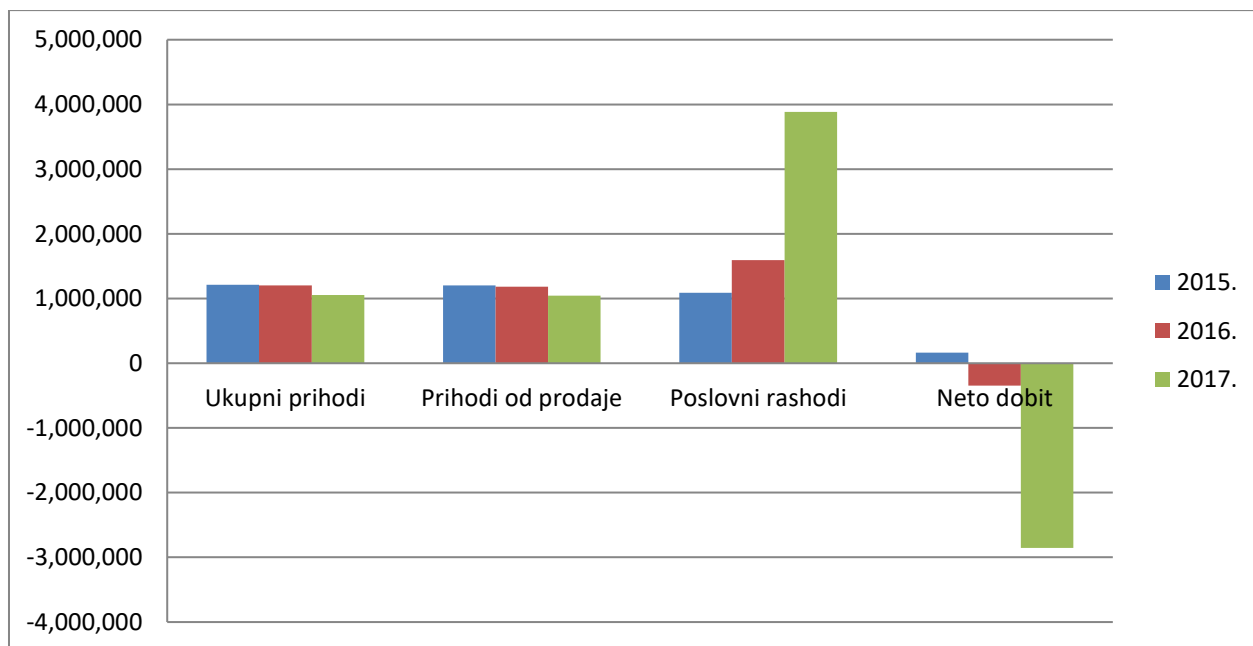
pristup. Pored prodaje imovine, moguće ju je i amortizirati te tako umanjiti osnovicu za porez na dobit. U svakoj negativnoj strani moguće je pronaći i nešto pozitivno, a to je u ovome slučaju neplaćanje poreza na dobit. Uzimajući plaćen porez za 2014. i 2015. godinu, u prosjeku Ledo je plaćao 36 milijuna kuna poreza na dobit, što znači da u 2016. i 2017. Ledo neće platiti u prosjeku oko 72 milijuna kuna dobiti (iznos se odnosi za dvije poslovne godine).

Gledajući glavne stavke u bilanci za 2017., omjer dugotrajne i kratkotrajne imovine vrlo je neugodan. Dugotrajna imovina je tri puta veća od kratkotrajne, te najveća stavka u dugotrajnoj imovini je ulaganje u ovisna društva (poduzeća u inozemstvu) sa iznosom od preko 1 milijarde kuna. Pozitivno je što Ledo ima 100% kontrolu i vlasništvo nad stranim poduzećima, no postavlja se pitanje koliko je godina potrebno da bi ovisna društva kroz dobit Ledu (matici) vratili uloženo. Nakon negativnog novčanog toka u 2016. u iznosu od 123 milijuna kuna, Ledo i 2017. završava sa negativnim tokom od poslovnih aktivnosti od preko 32 milijuna kuna te sa 69 milijuna kuna pozitivnog novčanog toka od investicijskih aktivnosti, Ledo 2017. pada na preko 72 milijuna kuna negativnog novčanog toka od investicijskih aktivnosti. Ledo je ponovno kroz novčani tok isplatio preko 90 milijuna kuna odobrenih zajmova, te u 2017. nije bilo primitaka dividendi (u 2016. priljev od dividendi iznosio je 64 milijuna kuna).

Od financijskih aktivnosti, kada se u omjer stave priljevi i odljevi za zajmove i kredite, Ledo je 2017. završio sa preko 141 neto novčanim tokom od financijskih aktivnosti, ali bitno je naglasiti da u 2017. Ledo nije isplatio dividende. Problematika isplate dividendi u 2016. je objašnjena ranije u tekstu. Navedeno je kako Ledo obzirom na svoju lošu financijsku sliku nije trebao u 2016. isplatiti dividende te bi mu tako ostalo 133 milijuna kuna više novčanog toka. Poslovna godina 2017. završila je sa gotovo 37 milijuna kuna novca i novčanih ekvivalenata u novčanom toku, što je iznimno malo za ovako veliko poduzeće ako se uzmu u obzir ogromni iznosi danih jamstava, otplata kredita i naravno konstantno ulaganje u poslovne aktivnosti. (Ledo d.d., *Godišnje izvješće za 2017. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 25.07.2018.)

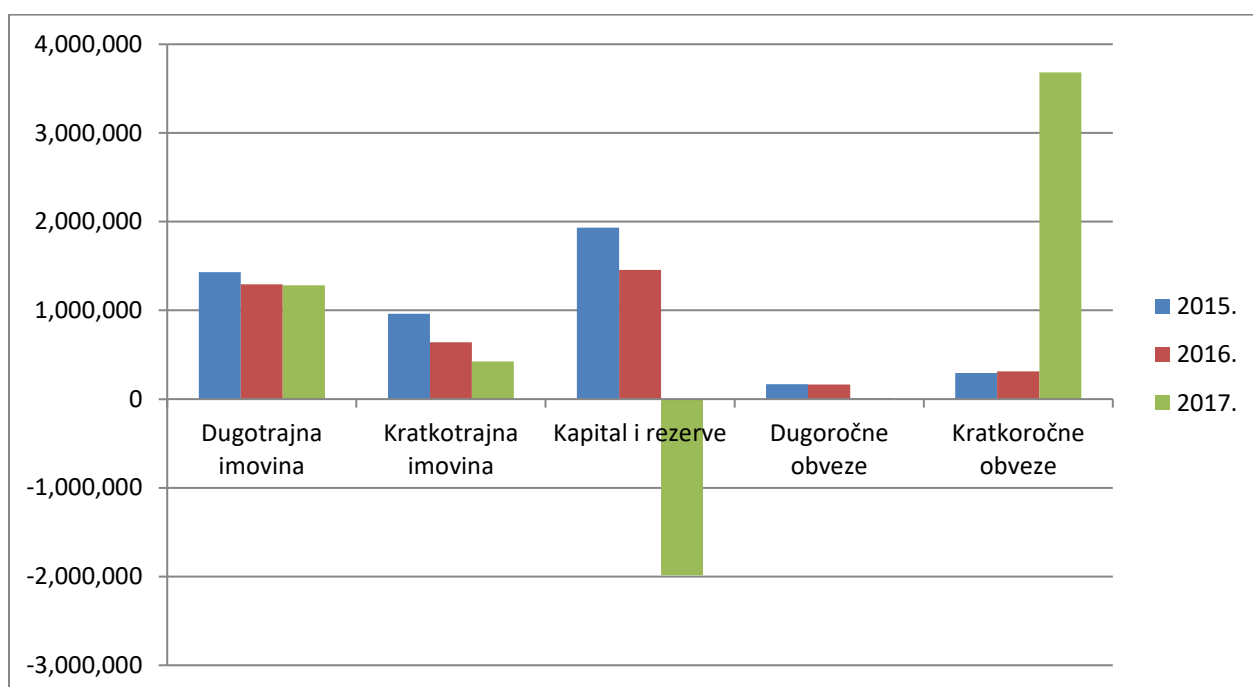
U nastavku slijedi prikaz horizontalne i vertikalne analize financijskih izvještaja za 2015., 2016. i 2017. godinu.

Grafikon 1: Prikaz kretanja pojedinih stavki iz računa dobiti i gubitka za 2015., 2016. i 2017. godinu



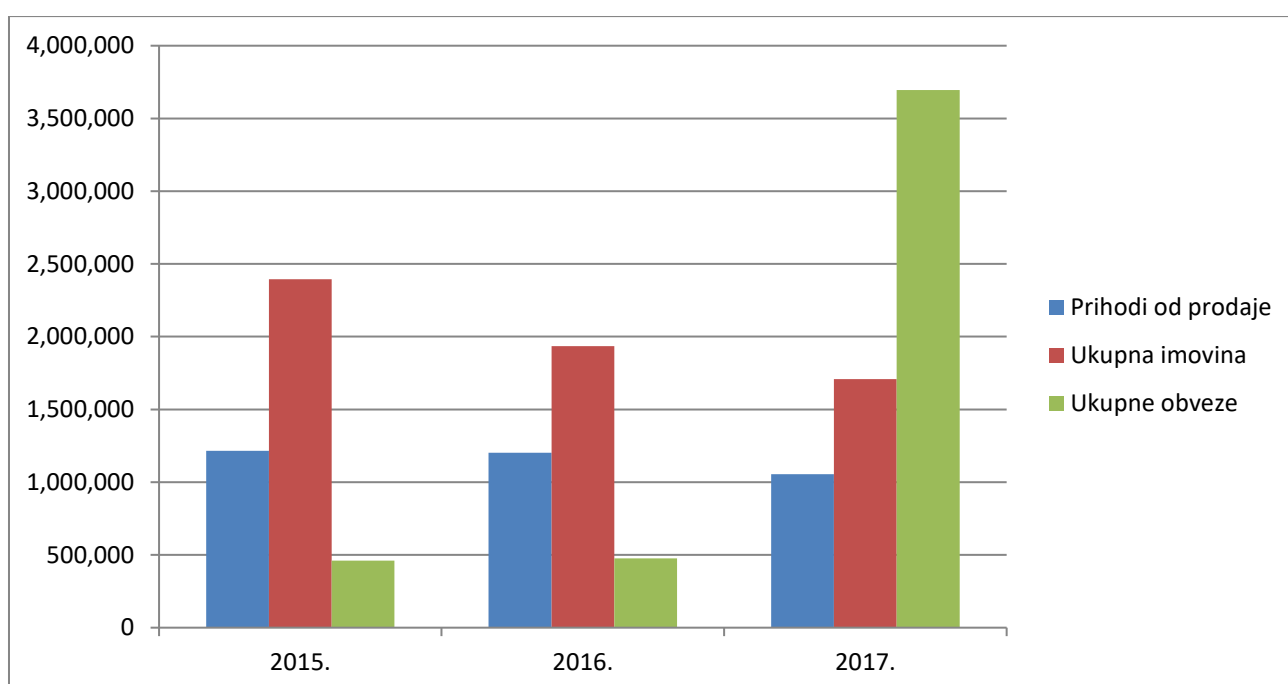
Izvor: (Ledo d.d., 30.06.2016., *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 11.10.2017., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 25.07.2018., *Godišnje izvješće za 2017. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

Grafikon 2: Prikaz kretanja aktive i pasive kroz 2015., 2016. i 2017. godinu



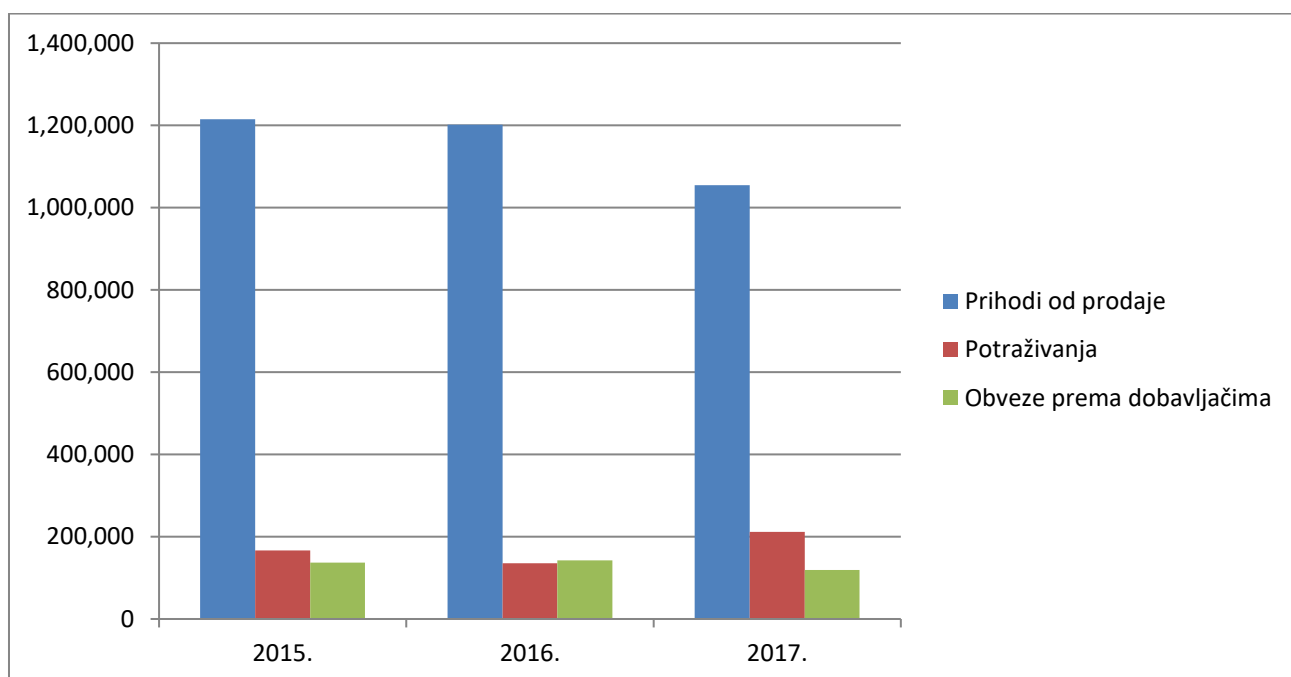
Izvor: (Ledo d.d., 30.06.2016., *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 11.10.2017., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 25.07.2018., *Godišnje izvješće za 2017. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

Grafikon 3: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2015., 2016. i 2017. godinu



Izvor: (Ledo d.d., 30.06.2016., *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 11.10.2017., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 25.07.2018., *Godišnje izvješće za 2017. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

Grafikon 4: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2015., 2016. i 2017. godinu



Izvor: (Ledo d.d., 30.06.2016., *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 11.10.2017., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo d.d., 25.07.2018., *Godišnje izvješće za 2017. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

6. Vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja i pojedinih ključnih stavki u postkriznim godinama

6.1. Analiza financijskih izvještaja za 2018. godinu i usporedba s 2017. godinom

U samome početku objašnjena je struktura računa dobiti i gubitka. Prva, ujedno i pozitivna vijest je što ukupni prihodi rastu za 75 milijuna kuna u 2018. godini na ukupno 1.130.758.000,00 kuna. Prihodi od prodaje rastu u Hrvatskoj i inozemstvu. Prihodi u Hrvatskoj rastu brže nego prihodi od prodaje u inozemstvu (iako je pozitivna strana što prihodi rastu, uvijek je poželjnije za domaća poduzeća pa tako i za hrvatsku ekonomiju ostvarivati što veće prihode na inozemnim tržišta radi robnog suficita i diverzifikacije rizika poslovanja . U strukturi rashoda (bez financijskih) u troškovima usluga, sirovina i materijala nije došlo do gotovo nikakvih promjena, no bitno je naglasiti kako su troškovi sirovina i materijala u 2018. pali za oko 4 milijuna kuna (a prihodi od prodaje rastu). To je posljedica iz 2017. godine kada su zalihe naglo porasle a prihodi od prodaje su se smanjili, tako da Ledo prodaje zalihe iz 2017., no jedino su rasli troškovi prodane robe za 36 milijuna kuna, što je još uvijek manji iznos ako se stavi isti u omjer sa rastom prihoda od prodaje. Zabrinjavajuće je jedino u strukturi troškova sirovina i materijala zašto je utrošena energija porasla za 8 milijuna kuna.

Od ostalih rashoda u računu dobiti i gubitka rastu troškovi osoblja za nešto više od 7 milijuna kuna te su rezerviranja za jamstva povećana za oko 108 milijuna kuna. Za razliku od 2017. gdje je rezultat odnosa financijskih prihoda i rashoda bio pozitivan u iznosu od 6,4 milijuna kuna, nažalost u 2018. ostvaren je gubitak od 325 tisuća kuna. Neto dobit ostvarena u 2018. godini iznosi nešto više od 26 milijuna kuna (račun dobiti i gubitka), no gledajući sveobuhvatnu dobit, zbog revalorizacije zemljišta ostvaren je gubitak od 3.6 milijuna kuna. Prelazeći na strukturu bilance, u dugotrajnoj imovini zabilježen je pad vrijednosti nekretnina, što je normalno radi obračuna amortizacije, te smanjena je vrijednost ulaganja u ovisna društva za oko 188 milijuna kuna. Računovodstveno stanje ulaganja u ovisna društva može se smanjivati, no ne znači da podružnice gube i svoju tržišnu vrijednost, osobito ako se radi o poznatim *brandovima* koji nerijetko budu prodani za puno veće iznose od svoje

računovodstvene vrijednosti. Iako je ulaganje (vlasništvo) smanjeno za navedenih 188 milijuna, ne znači da je i tržišna vrijednost toliko pala, dapače, tržišna vrijednost je mogla i porasti.

Što se tiče kratkotrajne imovine, dolazi do pada zaliha, što je bilo očekivano ususret rastu prihoda, to jest većoj prodaji (u bilješkama je također vidljiv pad trgovačke robe i gotovih proizvoda). Nakon vrijednosnog usklađenja danih zajmova u 2017. godini, u 2018. nema promjena u istoj stavci (vrijednosno usklađenje provedeno je sukladno nagodbi). Također, Ledo je uspio od kupaca i Agrokor Grupe naplatiti potraživanja i tako ih u 2018. smanjiti za 67 milijuna kuna, no potraživanja su i dalje vrlo visoka te iznose više od 144 milijuna kuna. Najveće iznenađenje u kratkotrajnoj imovini predstavlja povećanje novca i novčanih ekvivalenata za 110 milijuna kuna, te trenutno stanje novca u bankama iznosi nešto više od 148 milijuna kuna. Dakako, novac većinom raste zbog naplate potraživanja. Od dugoročnih obveza, primjetno je smanjenje obveze poreza na dobit te su rezerviranja (za sudske sporove i otpremnine) porasla za malo više od 4 milijuna.

Prelazeći na kratkoročne obveze, obveze prema dobavljačima rastu za 20 milijuna, no zajmovi od povezanih društava smanjeni su za oko 143 milijuna kuna (najveći iznosi vraćeni su Agrokoru d.d. i Frikomu d.o.o.). Zajmovi vraćeni u 2018. godini bili su dobiveni uz kamatnu stopu koju propisuje Ministarstvo financija te je iznosila u rasponu od 4,50% do 5,50%. Kroz primljene zajmove, poduzeće je također smanjilo poreznu osnovicu plaćajući kamate, no kamate su plaćane na puno niže stope nego što iznosi porezna stopa za dobit. Tako da je Ledo (matica, ne grupa) ako se zbroje financijski rashodi u 2017. i 2018. umanjio poreznu osnovicu za gotovo 19 milijuna kuna i tako platio više od 3 milijuna kuna manje poreza na dobit. S druge strane ostaje pitanje zašto je Ledo trebao zajam, što može upućivati na loše poslovanje, manjak resursa i nelikvidnosti (što je zapravo i bio slučaj u prethodnim godinama). Naravno, bitno je spomenuti i rezerviranja za jamstva i u 2018. godini, pa je tako sukladno nagodbi knjiženo dodatnih 108 milijuna kuna u računu dobiti i gubitka, te trenutna rezerviranja u dugoročnim obvezama iznose 3 milijarde i 254 milijuna kuna. Na dodatnih 108 milijuna kuna za jamstva, Ledo je također umanjio poreznu osnovicu i tako platio preko 19 milijuna kuna dobiti manje.

Računovodstveno gledano cijela imovina se financira iz obveza te su ukupne obveze od kapitala veće za 5,8 milijardi kuna, no to nije prava slika. Ledo je prije danih jamstava imao i nešto vrjedniju imovinu nego u 2018., te su jamstva knjižena na teret računa dobiti i gubitka i prenesenu dobit te nije bilo odljeva novca, dapače u 2017. i 2018. financijski rashodi odnose se na primljene zajmove od banaka i povezanih društava. Ukupna imovina u 2018. smanjena je za oko 191 milijun kuna dok su ukupne obveze porasle za 5 milijuna kuna. Ukupna imovina ne samo da se financira iz tuđih izvora, već su kratkoročne obveze

veće od ukupne imovine za 2,4 puta (računovodstveno gledano). Ako se isključe jamstva iz pasive, ukupne obveze iznose 446 milijuna kuna, to jest jamstva ili rezerviranja čine 88 % ukupnih obveza. Ledo nema niti približno dovoljno kratkotrajne imovine, to jest 8 puta je manja od kratkoročnih obveza. Promatrajući financijske izvještaje, Ledo trenutno ima negativnu vrijednost, no radi se o fiktivnom iznosu, jer Ledo ima visoku tržišnu vrijednost.

Novčani tok od poslovnih aktivnosti raste za više od impresivnih 500% na preko 200 milijuna kuna u 2018., te novac generiran poslovanjem raste za 3800% na 235 milijuna kuna. U 2017. godini novčani tijek poslovnih aktivnosti bio je negativan zbog gubitka od preko 3 milijarde kuna radi formiranja rezervi za otplatu dugova, stoga je moguće dati mišljenje za novac od poslovanja, to jest situacija se lagano popravlja. Novčani tijek od investicijskih aktivnosti manji je za 50 %, najviše radi izdataka za odobrene zajmove, to jest nije bilo posudbi / zajmova.

U financijskim aktivnostima novčani tok doživljava svojevrsni šok (što je bilo očekivano) gdje sa 141 milijuna kuna salda u 2017., u 2018. dolazi u minus od gotovo 58 milijuna kuna, najviše radi smanjenja primljenih zajmova i kredita te otplate zajmova i kredita. Negativni saldo u investicijskim i financijskim tokovima pokriven je tokom iz poslovnih aktivnosti i pozitivno je vidjeti da Ledo nije odobrio zajmove, imao je manje primljenih kredita, te porast od 71% za vraćanje kredita i zajmova. Ukupni novčani tok raste za respektabilnih 110 milijuna kuna u 2018. godini, što daje zamah brzini oporavka od financijskih šokova u prijašnje tri godine. Oporavku svakako pridonose restrukturiranje i pametno upravljanje novcem i imovinom, no i činjenica da je 2019. bila godina rasta bruto domaćeg proizvoda i šesta godina zaredom u kojoj je broj turista rastao. (Državni zavod za statistiku, 28.2.2020.). Bitno je napomenuti da se novčani tok od poslovnih aktivnosti povećao u 2018. za oko 235 milijun kuna, što ujedno i predstavlja bit poslovanja. Novac generiran trebao bi dolaziti u najvećem postotku od poslovnih aktivnosti, to jest od *core business-a*.

U novčanom toku od investicijskih aktivnosti ostvaren je gubitak od 35 milijuna kuna, no 94% tog gubitka čini odljev novca za kupnju postrojenja, nekretnina, opreme i nematerijalne imovine. To znači da nije bilo nabave navedenih stavki, minus od investicijskih djelatnosti bio bi oko 2 milijuna kuna, no iako je došlo do odljeva novca, taj odljev može se umanjiti kroz manju osnovicu u računu dobiti i gubitka zbog obračuna amortizacije, pa će tako Ledo na 35 milijuna kuna vrijednu dugotrajnu imovinu platiti oko 6,3 milijuna kuna dobiti manje. (Ledo d.d., *Godišnje izvješće za 2018. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 18.06.2019.)

6.2. Analiza temeljnih financijskih izvještaja za 2019. godinu

Ukupni prihodi gledajući bilancu u 2019. u odnosu na prošlu godinu manji su za 179 milijuna kuna. Prihodi od prodaje padaju oko 182 milijuna kuna, no razliku u ukupnom prihodu kompenziraju ostali prihodi koji rastu za gotovo 3 milijuna kuna. U ostalim приходима dvije stavke su problematične: prihodi od prodaje materijala i naplate šteta od osiguranja. Kada proizvodno poduzeće prodaje materijal koji je neophodan za proizvodnju, to može ukazivati na problem, te što se tiče naplate šteta, ta stavka iako se prikazuje kao prihod, zapravo to i nije. Nastanak štete znači da je imovina djelomično ili potpuno oštećena, što znači da je naplata od osiguravajućeg društva samo pokrila iznos štete, poduzeće nije profitiralo od toga, dapače na taj prihod plaćen je i porez na dobit. Postoji mogućnost da je stvarni trošak veći od samog iznosa štete. Nije pohvalno što prihodi nakon rasta u 2018., u 2019. ponovno padaju, no zanimljiva je činjenica da u 2019. prihodi doživljavaju pad od 16%, no rashodi padaju za 24 %.

Troškovi sirovina, materijala i prodane trgovačke robe prate gotovo isti pad kao i rashodi, to jest padaju manje nego prihodi od prodaje. Troškovi osoblja i usluga padaju za nemalih 41 milijun. Stavka troška usluga sastoji se uglavnom od stavki gdje poduzeće racionalnim korištenjem može postići značajne uštede, kao na primjer: poštari, telefoni, trošak komunalnih usluga i slično, ali stavke poput marketinških usluga (iako je prisutan pad od oko 2 milijuna) ne bi trebalo smanjivati, jer marketing je ključ opstanka poslovanja na dugi rok.

Saldo financijskih prihoda i rashoda narastao je za negativnih 57 milijuna kuna u odnosu na 2018. godinu zbog kamata na dugove, što znači ako se promatra prošla godina, plaćeno je oko 54 milijuna kuna kamata više. Visok iznos, no poznata je situacija sa danim jamstvima i primljenim kreditima koji dolaze na naplatu, tako da je navedeni iznos težak „teret“, za jednu poslovnu godinu, no Ledo je pronašao sredstva.

Vrlo interesantna situacija nastupa u stavci neto dobiti. Uz veći navedenih 16% manjih prihoda i 24% manjih rashoda, Ledo 2019. završava sa 91% većom dobiti, to jest neto dobit iznosi gotovo 50 milijuna kuna. Zaključivo je da se smanjenje rashoda prelilo (umanjeni za porez na dobit) na neto dobit. U 2019. dugotrajna imovina raste za enormnih 579 milijuna kuna, ponajviše zbog nematerijalne imovine gdje se pojavljuju stavke „baza kupaca, brand i *goodwill*“. Također, ostvaren je i velik rast stavki nekretnina, postrojenja i opreme za oko 97 milijuna kuna. Prelazeći na kratkotrajnu imovinu, očekivan je pad zaliha, obzirom da su se prihodi smanjili. Pritom, zalihe padaju po većoj stopi nego prihodi, što

poduzeću ide u korist (ne naglašava se korist pada prihoda), jer zalihe predstavljaju trošak te su podložne smanjenju vrijednosti (pogotovo u situacijama gdje poduzeća poput Ledo proizvode kvarljive prehrambene proizvode).

Očigledno, prijašnje godine nisu bile poučne, pa tako Ledo nakon oporavka od danih zajmova u iznosu oko 6 milijuna kuna, u 2019. iznos danih zajmova povećao se na preko 146 milijuna kuna (stvarni iznos zajma iznosi 150 milijuna kuna), ali fakturirani su kreditni gubitci za razliku. Potraživanja su još uvijek slabija strana poslovanja Leda. U 2019. smanjila su se potraživanja za svega 16%, ali Ledo je računovodstveno gledano prihode (bez pokrića primicima) morao proknjižiti i platiti porez na dobit. Bitno je naglasiti da su se potraživanja od kupaca iz Fortanova Grupe smanjila za ugrubo 50%, jer upravo su kupci iz Fortanove (ponajviše Konzum) bili opterećeni vlastitim dugovima i nelikvidnošću. Potraživanja od ostalih kupaca smanjila su se za oko 13 milijuna (također premalo smanjenje), no kupci van grupe poput Kauflanda, Lidl-a i slično nemaju problema sa likvidnošću i naplata je sigurnija. Pod stavkom „ostala kratkotrajna imovina“ iznos u bilanci raste za preko 16 milijuna kuna od kojih dani predujmovi za zalihe čine gotovo 15 milijuna kuna.

Stavka novca i novčanih ekvivalenata raste za 17 milijuna, te ako se iznos stavi u kontekst sa smanjenjem prihoda, rastom imovine (troškovi / odljev novca), tada je to pozitivna činjenica. Ukupna imovina tako raste za 678 milijuna kuna u 2019. godini. Zaključni osvrt na ukupnu imovinu je da se ponovno neracionalno upravlja danim zajmovima i potrebno je brže naplatiti potraživanja zbog osiguranja likvidnosti.

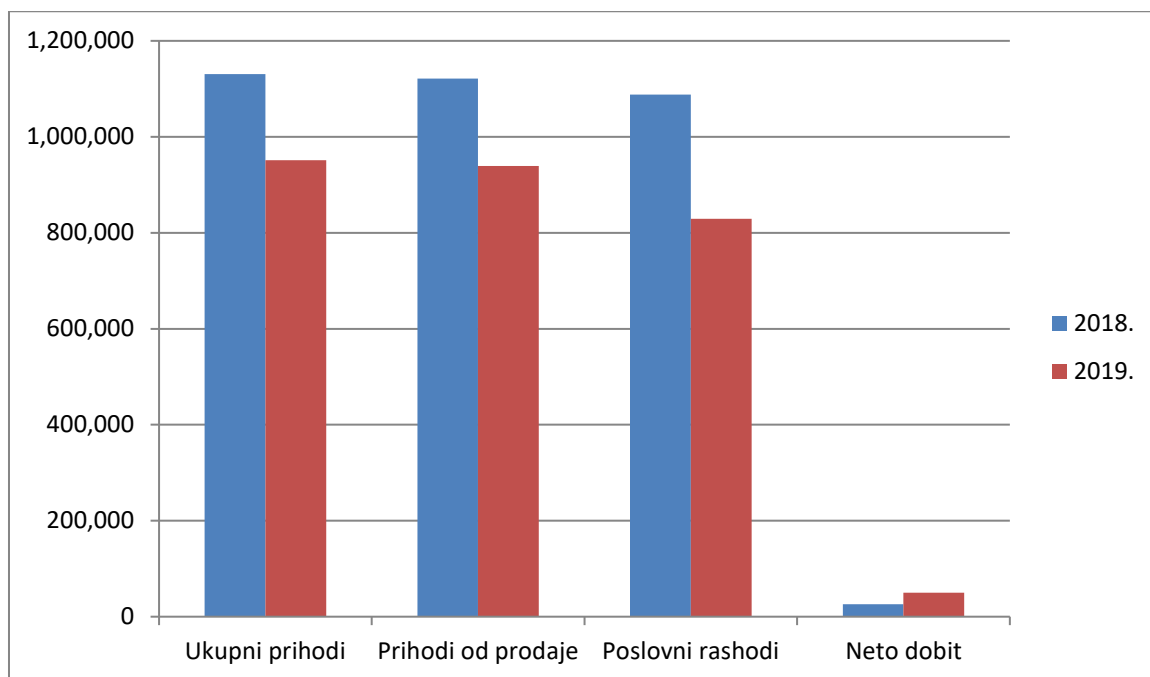
Prije prelaska na analizu pasive, bitno je napomenuti da je tijekom 2018. / 2019. osnovano novo poduzeće „Ledo plus d.o.o.“ na koje je prenesena imovina Leda d.d. . Stoga, temeljni kapital u 2019. iznosi 20.000,00 kuna, za razliku od prošle godine kada je iznosio 119 milijuna kuna. Nakon osnivanja novog poduzeća, prenesene su i obveze društva, pa je tako dug kompenziran, to jest matično društvo Fortanova Grupa d.d. je podiglo kredit u kojemu Ledo plus predstavlja djelomičnog jamca, pa tako u 2019. nastaju dugoročne obveze u iznosu od oko 1 milijarde i 552 milijuna kuna. Iz tog iznosa dio je odvojen u kapitalne rezerve, koje su u 2019. manje za oko 327 milijuna kuna. Ako je već ovakva situacija morala nastupiti, bitno je sagledati i pozitivne stvari. Na dug koje je podigla Fortanova Grupa d.d., Ledo plus plaća kamatnu stopu od 3,69%. Za investitore, vlasnike, novčani tok i račun dobiti i gubitka ovo je puno povoljnija situacija u kojoj dug / kredit prikriva računovodstveno ostvarenu dobit. Obzirom da Ledo plus plaća porez na dobit po stopi od 18%, plaćene kamate od 3,96% predstavljaju također odljev novca, no manji jer je manje poreza plaćeno. Pored toga, primljen je i zajam od gotovo 6 milijuna kuna za koji se plaća kamatna stopa od 3%.

U novoosnovanom poduzeću preneseni gubitak je brisan iz bilance te nema rezerviranja koja su u 2018. iznosila 3 milijarde i 254 milijuna kuna. Nakon prikaza loše naplate potraživanja, pohvalno je ogromno smanjenje obveza prema dobavljačima koje bilježe pad od 41% u odnosu na 2018. godinu. Ne puno manji pad (37%) bilježi i pad zajmova dobivenih od povezanih društava. Struktura pasive u 2019. izgleda puno bolje, to jest nastavlja se pozitivan trend uspostavljanja ravnoteže između stavki aktive i pasive i financijske stabilnosti. Ledo plus ima 3,5 puta više kratkotrajne imovine naspram kratkoročnih obveza, dok saldo pokrivanja dugoročnih obveza dugoročnom imovinom iznosi 40 milijuna, ali dugoročni krediti puno su povoljniji od kratkoročnih jer dugoročni kredit je primljen i njime poduzeće raspolaže, a kamate dolaze na naplatu u budućnosti. Dapače Ledo plus nema definiran rok dospijeca kompenzacijskog duga. Nakon analize bilance te računa dobiti i gubitka, svakako je neizbježan osvrt na novčane tokove radi boljeg uvida u poslovanje.

Novac generiran poslovanjem u 2019. raste za 10% na iznos od 259,5 milijuna kuna, te ukupni novčani tok od poslovnih aktivnosti raste za 21%, no mogao je biti i veći za otprilike 10 milijuna da ponovno nije bi vrijednosnih usklađenja potraživanja (gledajući iznos u računu dobiti i gubitka) i ulaganja u financijsku imovinu. Novčani tok on investicijskih aktivnosti nažalost i 2019. završava sa gubitkom većim za 46% u odnosu na prošlu godinu. Također i financijski tok završava sa negativnim predznakom no manji je za gotovo 76%. Sav iznos od 14.158.000,00 kuna negativnog financijskog toka odlazi na vraćanje glavnice kredita za primljene zajmove. Ukupno neto novčani tok u 2019. završava sa pozitivnim saldom više od 165 milijuna kuna. Prije detalja koji slijede za usporedbu neto novčanih tokova, bitno je napomenuti da se u financijskim izvještajima za 2019. u stavci novca i novčanih ekvivalenata (izvještaj o novčanom toku) ne nalazi neto novac generiran 2018., već je na početku 2019. vrijednost novca i novčanih ekvivalenata iznosila 20.000,00 zbog uplate temeljnog kapitala. Za podsjetnik, povećanje neto novčanog toka (u financijskom izvještaju za 2018) iznosilo je nešto više od 110 milijuna kuna. Poslovanjem kroz 2019. sa stabilnijim upravljanjem, novac i novčani ekvivalenti rastu za 165.547.000,00 kuna.

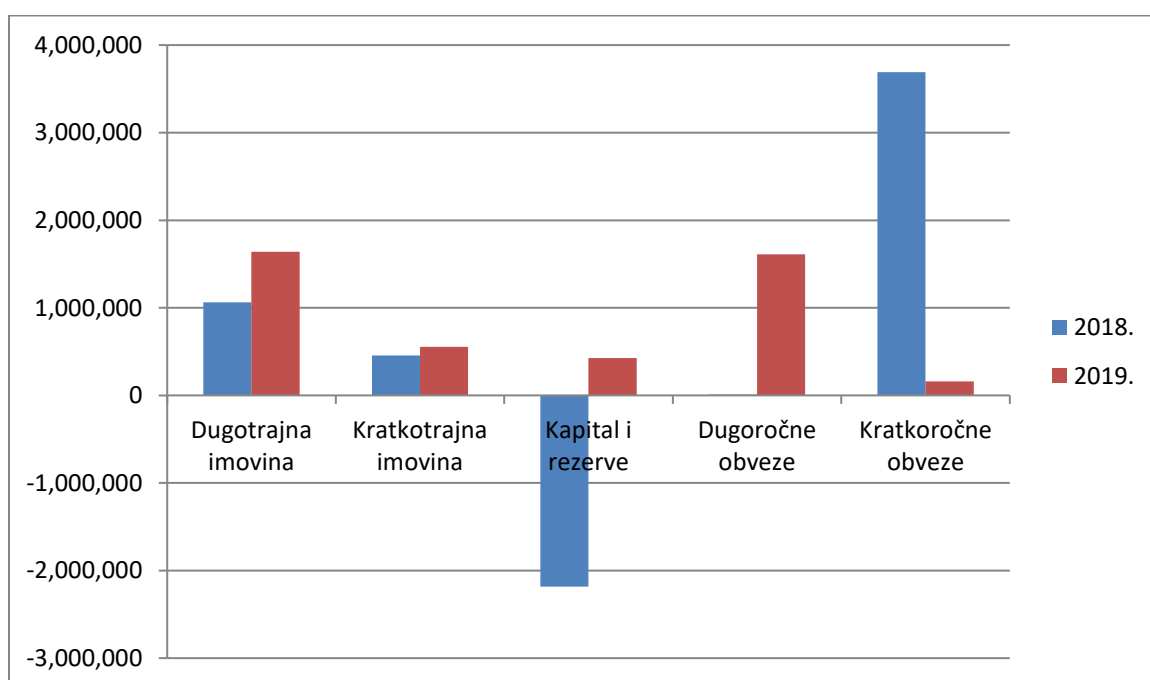
Promatrajući 2019. definitivno ostaje za zaključiti nagovještaj stabilnije aktive i održivije pasive. Može se reći da je Ledo pokazao žilavost u poslovanju (ali pod vodstvom sposobnijih ljudi) za 2019. gdje prihodi padaju, a dobit raste. Bitno je istaknuti kako su u istoj godini plaćene kamate na dug i zajmove u iznosu od gotovo 63 milijuna kuna, ali dobit je iznosila gotovo 50 milijuna kuna. Definitivno dolazi do racionalnijeg korištenja resursa, to jest kvalitetnijim upravljanjem smanjuju se troškovi. (Ledo plus d.o.o., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 27.08.2020.)

Grafikon 5: Prikaz kretanja pojedinih stavki iz računa dobiti i gubitka za 2018. i 2019. godinu



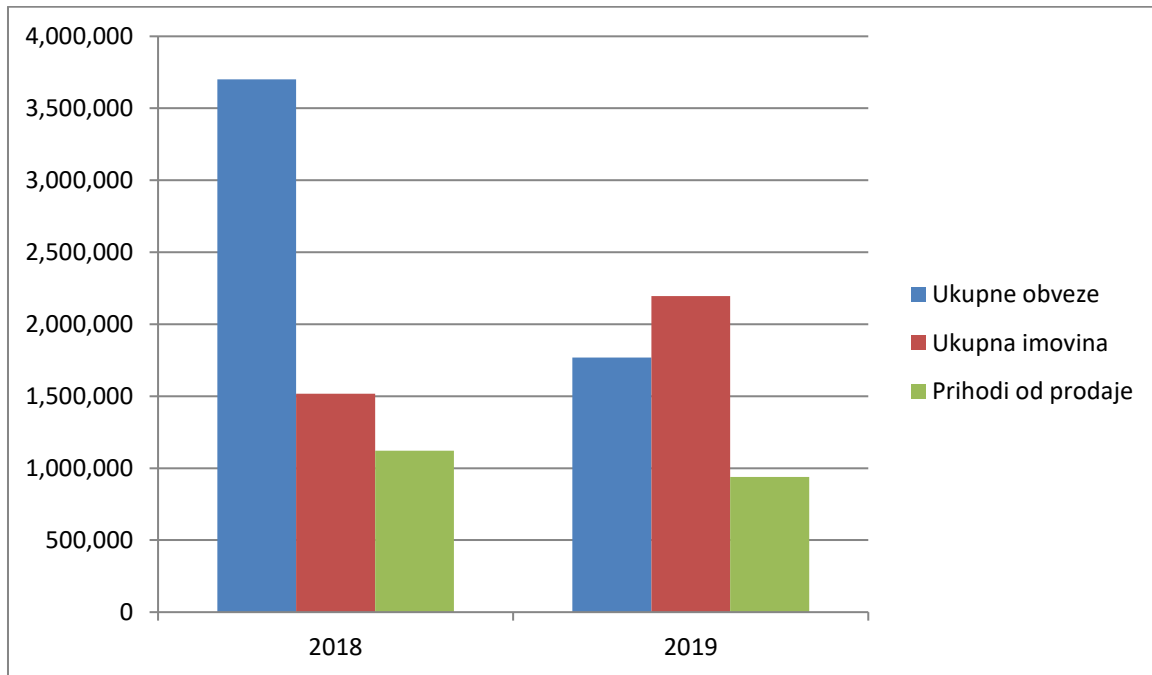
Izvor: (Ledo d.d., 18.06.2019., *Godišnje izvješće za 2018. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo plus d.o.o., 27.08.2020., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

Grafikon 6: Prikaz kretanja aktive i pasive kroz 2018. i 2019. godinu



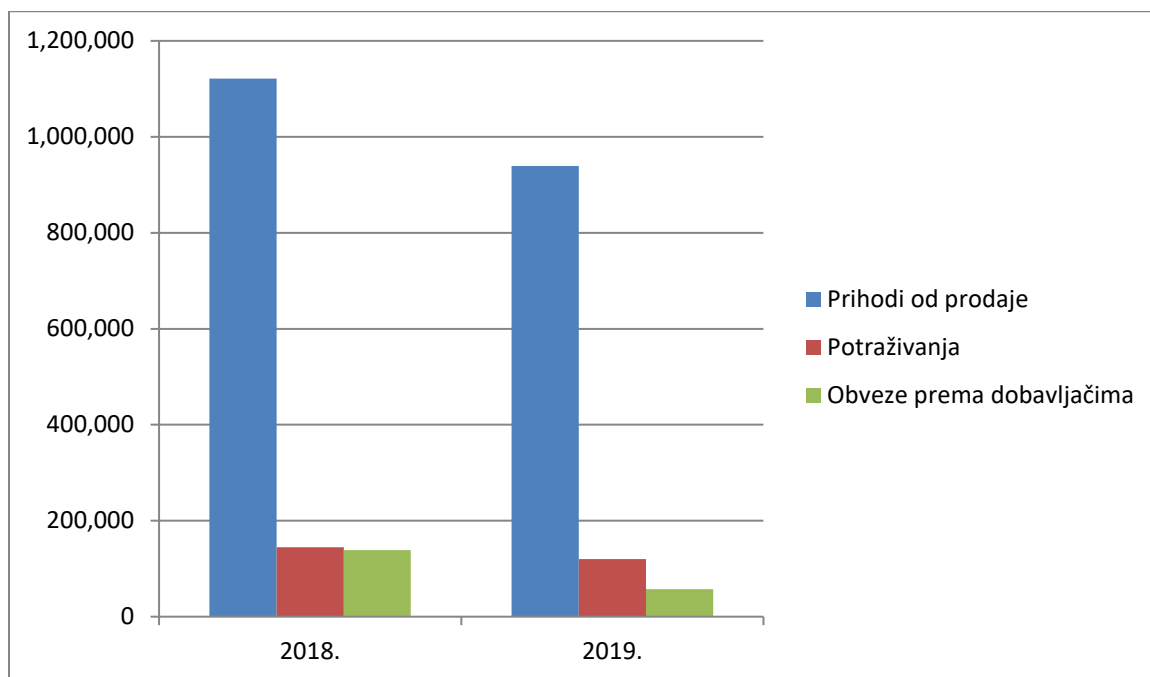
Izvor: (Ledo d.d., 18.06.2019., *Godišnje izvješće za 2018. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo plus d.o.o., 27.08.2020., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

Grafikon 7: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2018. i 2019. godinu



Izvor: (Ledo d.d., 18.06.2019., *Godišnje izvješće za 2018. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo plus d.o.o., 27.08.2020., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

Grafikon 8: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2018. i 2019 godinu



Izvor: (Ledo d.d., 18.06.2019., *Godišnje izvješće za 2018. godinu i izvješće neovisnog revizora*, Ledo plus d.o.o., 27.08.2020., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

U nastavku prikazana je usporedba ključnih stavki iz računa dobiti i gubitka i bilance gdje je za baznu godinu uzeta 2015. godina.

Tablica 1: Prikaz rezultata usporedbe određenih stavki iz računa dobiti i gubitka i bilance

2015. godina	2019. godina
Udio ukupnih obveza u ukupnim prihodima: 38%	Udio ukupnih obveza u ukupnim prihodima: 186%
Udio kamata u zajmovima i posudbama: 5,2%	Udio kamata u zajmovima i posudbama: 3,6%

Udio neto dobiti u zadržanoj dobiti: 16,3%	Udio neto dobiti u zadržanoj dobiti: 122%
Udio novca u ukupnim prihodima: 0,23%	Udio novca u ukupnim prihodima: 17,4%
Udio novca u neto dobiti: 1,7%	Udio novca u neto dobiti: 332%
Udio financijskih prihoda (kamata) u financijskoj imovini: 4,8%	Udio financijskih prihoda (kamata) u financijskoj imovini: 13%
Udio potraživanja u ukupnim prihodima: 13,7%	Udio potraživanja u ukupnim prihodima: 12,6%

(Izvor: Ledo d.d., 30.06.2016. *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora* ; Ledo plus d.o.o., 27.08.2020., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

7. Napredak u poslovanju usporedbom početnih i završnih financijskih izvještaja

Pod ovim naslovom uspoređeni su rezultati temeljnih financijskih izvještaja (i pojedinih stavki unutar istih) te izračunani financijski pokazatelji za 2015. i 2019. godinu radi analize napretka (ako postoji) i davanja zaključka o kretanju rezultata.

Tablica 2: Prikaz pojedinih stavki iz temeljnih financijskih izvještaja za 2015. i 2019. godinu

2015. godina	2019. godina
Ukupni prihod: 1.256.295.000,00 kuna	Ukupni prihodi: 951.476.000,00 kuna

Ukupni rashodi: 1.123.092.000,00 kuna	Ukupni rashodi: 828.960.000,00 kuna
Neto dobit i udio u prihodima: 168.135.000,00 kuna (13,4%)	Neto dobit i udio u prihodima: 49.869.000,00 kuna (5,2%)
Trošak sirovina i prodane robe: 700.478,00 kuna	Trošak sirovina i prodane robe: 518.996,00 kuna
Udio troška sirovina u prihodima: 56%	Udio troška sirovina u prihodima: 55%
Trošak osoblja: 122.537.000,00 kuna	Trošak osoblja: 132.168.000,00 kuna
Prosječan broj zaposlenih: 1.061 zaposlenih	Broj zaposlenih na 31.12.2019. : 951 zaposlenik
Udio troška osoblja u ukupnim prihodima: 9,7%	Udio troška osoblja u ukupnim prihodima: 14%
Dugotrajna imovina: 1.433.733.000,00 kuna	Dugotrajna imovina: 1.640.454.000,00 kuna
Kratkotrajna imovina: 970.351.000,00 kuna	Kratkotrajna imovina: 556.203.000,00 kuna
Ukupna imovina: 2.404.084.000,00 kuna	Ukupna imovina: 2.196.663.000,00 kuna
Potraživanja: 146.652.000,00 kuna	Potraživanja: 120.246.000,00 kuna
Dugoročne obveze: 167.233.000,00 kuna	Dugoročne obveze: 1.610.826.000,00 kuna
Kratkoročne obveze: 257.831.000,00 kuna	Kratkoročne obveze: 158.213.000,00 kuna
Ukupno obveze i udio u pasivi: 425.064.000,00 kuna (18%)	Ukupno obveze i udio u pasivi: 1.769.039.000,00 kuna (81%)
Kapital i rezerve: 1.979.019.000,00 kuna	Kapital i rezerve: 427.624.000,00 kuna
Zadržana dobit: 877.312.000,00 kuna	Zadržana dobit: 40.879.000,00 kuna
Novac i novčani ekvivalenti: : 2.760.000,00 kuna	Novac i novčani ekvivalenti 165.567.000,00 kuna

(Izvor: Ledo d.d., 30.06.2016. *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora* ; Ledo plus d.o.o., 27.08.2020., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*)

Iz prvih pet stavki u tablici zanimljivo je da se tokom proteka pet godina između financijskih izvještaja udio neto dobiti kao postotak u ukupnim prihodima smanjio, dok je trošak sirovina, materijala i prodane robe ostao na istim razinama kao udio u ukupnim troškovima. Iako je između pojedinih financijskih izvještaja dolazilo do poboljšanja upravljanjem troškova (pogotovo 2018. i 2019. godina), gledajući 2015. i 2019. definitivno je financijska kriza u Agrokor Grupi poremetila poslovanje poduzeća. Zanimljiva je situacija prisutna u troškovima osoblja gdje broj zaposlenih pada za oko 10 %, dok su nadnice i neto plaće ostale na 99% istog iznosa, a porezi, doprinosi iz plaća te doprinosi na plaće veći su u 2015. godini. Stavljajući u omjer neto plaće i nadnice te broj zaposlenih, neto plaća (nadnica) po zaposleniku je od 2015. do 2019. godine porasla sa prosječnih 70.000,00 kuna godišnje na 78.000,00 kuna. Vidljiv je porast troškova osoblja zbog pojave nove stavke „Ostala materijalna prava zaposlenih“ u 2019. u iznosu od 11.188.000,00 kuna.

Što se tiče usporedbe aktiva, ukupna imovina je manja za oko 8,6%, no problematičnije je što kratkotrajna imovina gubi 43% vrijednosti u 2019. godini. Već je naglašeno da bi se što više novca (i/ili kratkotrajne imovine) trebalo obrtati sa što manje dugotrajne imovine, jer ona predstavlja trošak održavanja i puno je manje likvidna te sa dugotrajnom imovinom poduzeće ne može otplaćivati dugoročne obveze. Sav teret, na primjer otplate dugova i zajmova pada na kratkotrajnu imovinu, to jest novac koji je generiran kroz prodaju, iako je kratkotrajna imovina generirana pomoću dugotrajne imovine. Realno je za očekivati da poduzeće neće prodati nekretninu u kojoj proizvodi proizvode kako bi otplatilo kredit.

U strukturi kratkotrajne imovine nije povoljno da poduzeće novac na računu ne koristi u na primjer investiranje u proizvodnju. Novac koji se nalazi u banci, a ne koristi se može indicirati na nesposobnost pronalaska drugih načini gdje se novac može investirati. Također Ledo ne uspijeva racionalno upravljati potraživanjima. U 2015. godini, 5% potraživanja su starija od 90 dana, a u 2019. čak 14% potraživanja starija su od 90 dana. Nelikvidnost Konzuma i financijska kriza 2017. koja je poremetila poslovanje Agrokor Grupe d.d. glavni su razlozi teške naplate potraživanja. Ledo najviše svojih proizvoda plasira putem Konzuma, što se očituje u potraživanjima gdje udio potraživanja od Konzuma u 2015. godini iznosi 37%, te u 2019. oko 23%.

Računovodstveno gledano, prodajom proizvoda nastaju prihodi koji se automatski knjiže u računu dobiti i gubitka, bez obzira je li prihod popraćen primicima. Na prihode (umanjene za rashode) obračunava se porez na dobit koji se mora uplatiti državi bez obzira kada će nastupiti primitak i stvara obveze koje poduzeće možda trenutno ne može platiti. 2015. godinu Ledo je trebao iskoristiti za poboljšanje financijske slike, prvenstveno neisplatom dividendi u iznosu od 133 milijuna kuna. Za primjer, iste te godine obveze prema

dobavljačima iznose nešto više od 136 milijuna kuna. Navedeni iznos ne podrazumijeva da je Ledo umjesto isplate dividendi, sav iznos trebao uplatiti dobavljačima, nego određenu svotu za prvenstveno najstarija dugovanja (dio duga prema dobavljačima sigurno je nastao u roku 60-90 dana prije datuma bilance, tako da je dio novca mogao ostati u poduzeću za poboljšanje likvidnosti). U 2015. godini 54% obveza čine kratkoročni i dugoročni primljeni zajmovi, no obveze ukupno u 2019. iznose 1.769.039.000,00 kuna gdje 87% čine primljeni zajmovi od povezanih društava (kredit / kompenzacijski dug prema Fortanova Grupi d.d.).

Zahvaljujući ogromnoj svoti zadržane dobiti u kapitalu (preko 877 milijuna kuna u 2015.), dana jamstva u 2017., to jest 2018. knjižena su na teret zadržanih zarada kada je računovodstveno gledano kapital bio negativan, te osnivanjem novog poduzeća Ledo plus d.o.o., ukupni kapital i rezerve iznose oko 427 milijuna kuna od čega 90% iznose kapitalne rezerve koje su stvorene prijenosom određenog iznosa iz kredita / duga. Da donesena kvalitetnija odluka o poslovanju poduzeća, novac i novčani ekvivalenti u 2015. bili bi veći za isplaćene dividende, to jest ne bi došlo do isplate jer je likvidnost nagrižena što se očitovalo i produbilo u idućim godinama. 2019. godinu Ledo plus završava sa preko 165 milijuna kuna vrijednosti novca i novčanih ekvivalenata.

Vraćajući se na prijašnje godine, Ledo je vrijednosno uskladio dane zajmove i kamate na zajmove u svoti od gotovo 778 milijuna kuna. Procjenu da li je došlo do progresa u poslovanju, teže je dati ako se gledaju samo pojedine stavke, no uzimajući u obzir sve stavke iz gornje tablice, može se zaključiti da je Ledo nakon krize u Agrokor Grupi d.d. postavljen na stabilne temelje, no financijska slika je lošije nego što je trebala biti. Ostaje još puno prostora i segmenata u kojima Ledo može ojačati svoje financije ali i poziciju na tržištu kroz: racionalno upravljati troškovima sirovina i materijala (smanjiti udio istih u ukupnim rashodima) i provoditi bržu naplatu potraživanja.

U nastavku slijedi izračun pojedinih financijskih izvještaja za 2015. i 2019. godinu radi prikaza napretka u poslovanju (ako postoji).

Prikaz rezultata pojedinih financijskih pokazatelja za 2015. godinu.

POKAZATELJI AKTIVNOSTI

Koeficijent obrtaja ukupne imovine (ukupni prihodi / ukupna imovina): **0,55**

Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine: (ukupni prihodi / kratkotrajna imovina): **1,59**

Koeficijent obrtaja potraživanja od kupaca (prihodi od prodaje / potraživanja od kupaca): **7,2**

Trajanje naplate potraživanja od kupaca (365 / koef. obrtaja potraživanja od kupaca): **50,69**

POKAZATELJI EKONOMIČNOSTI

Ekonomičnost ukupnog poslovanja (ukupni prihodi / ukupni rashodi): **1,18**

Ekonomičnost financijskih aktivnosti (financijski prihodi / financijski rashodi): **4,07**

POKAZATELJI LIKVIDNOSTI

Koeficijent trenutne likvidnosti (novac / kratkoročne obveze): **0,0094**

Koeficijent ubrzane likvidnosti (novac + kratkoročna potraživanja / kratkoročne obveze): **0,57**

Koeficijent financijske stabilnosti (dugotrajna imovina / kapital + dugoročne obveze): **0,68**

Koeficijent tekuće likvidnosti (kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze): **3,27**

Koeficijent financijske stabilnosti (dugotrajna imovina / dugoročne obveze + kapital): **0,68**

POKAZATELJI ZADUŽENOSTI

Koeficijent zaduženosti (ukupne obveze / ukupna imovina): **0,19**

Koeficijent financiranja (ukupne obveze / kapital): **0,24**

Pokriće troškova kamata (bruto dobit + rashodi financiranja / rashodi financiranja): **15,87**

Koeficijent vlastitog financiranja: (kapital / ukupna imovina): **0,81**

Faktor zaduženosti (ukupne obveze / zadržana dobit + amortizacija): **2,01**

POKAZATELJI PROFITABILNOSTI

Neto marža profita (neto dobit + rashodi financiranja / ukupni prihodi): **14%**

Neto rentabilnosti imovine (neto dobit + rashodi financiranja / ukupna imovina): **8%**

Rentabilnost vlastitog kapitala (neto dobit / kapital): **8,4%**

Prikaz rezultata pojedinih financijskih pokazatelja za 2019. godinu.

POKAZATELJI AKTIVNOSTI

Koeficijent obrtaja ukupne imovine (ukupni prihodi / ukupna imovina): **0,44**

Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine: (ukupni prihodi / kratkotrajna imovina): **1,72**

Koeficijent obrtaja potraživanja od kupaca (prihodi od prodaje / potraživanja od kupaca): **7,81**

Trajanje naplate potraživanja od kupaca (365 / koef. obrtaja potraživanja od kupaca): **46,73**

POKAZATELJI EKONOMIČNOSTI

Ekonomičnost ukupnog poslovanja (ukupni prihodi / ukupni rashodi): **1,07**

Ekonomičnost financijskih aktivnosti (financijski prihodi / financijski rashodi): **0,076**

POKAZATELJI LIKVIDNOSTI

Koeficijent trenutne likvidnosti (novac / kratkoročne obveze): **1,05**

Koeficijent ubrzane likvidnosti (novac + kratkoročna potraživanja / kratkoročne obveze): **1,81**

Koeficijent financijske stabilnosti (dugotrajna imovina / kapital + dugoročne obveze): **0,80**

Koeficijent tekuće likvidnosti (kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze): **3,52**

Koeficijent financijske stabilnosti (dugotrajna imovina / dugoročne obveze + kapital): **0,80**

POKAZATELJI ZADUŽENOSTI

Koeficijent zaduženosti (ukupne obveze / ukupna imovina): **0,81**

Koeficijent financiranja (ukupne obveze / kapital): **4,14**

Pokriće troškova kamata (bruto dobit + rashodi financiranja / rashodi financiranja): **2,12**

Koeficijent vlastitog financiranja: (kapital / ukupna imovina): **0,20**

Faktor zaduženosti (ukupne obveze / zadržana dobit + amortizacija): **17,88**

POKAZATELJI PROFITABILNOSTI

Neto marža profita (neto dobit + rashodi financiranja / ukupni prihodi): **11,24%**

Neto rentabilnosti imovine (neto dobit + rashodi financiranja / ukupna imovina): **4,89%**

Rentabilnost vlastitog kapitala (neto dobit / kapital): **11,66%**

Usporedbom rezultata financijskih pokazatelja ostaje za zaključiti da je Ledo u većini rezultata financijski bolje funkcionirao u 2015. godini. Negativna strana u 2015. bila je već spomenuta isplata dobiti kroz dividende, te je u toj godini narušena likvidnost koje se odrazila u nadolazećim godinama, pa tako i u 2019. godini. Veliku ulogu u formiranju rezultata financijskih pokazatelja za 2019. ima stavka dugoročnih obveza, gdje dobiveni zajam iznosi 1 milijarde i 500 milijuna kuna, za razliku od 2015. kada su ukupne obveze iznosile nešto više od 461 milijuna kuna.

8. Problemi u poslovanju i moguća rješenja

Promatrajući samo račun dobiti i gubitka, prve nevolje pojavljuju se u 2016. godini kada Ledo vrijednosno usklađuje potraživanja i ulaganja za oko 554 milijuna kuna, od toga 64% (356 milijuna) odnosi se na dane zajmove. Taj iznos pored nepotrebne isplate dividendi u 2015. godini nagrizao je neto novčani tok, to jest vrijednost novca u bilanci. U 2017. nažalost ponovno dolazi do vrijednosnog usklađenja istih stavki za gotovo 392 milijuna kuna. Zajedno u 2016. i 2017. vrijednosna usklađenja iznose oko 778 milijuna kuna, od toga 748 milijuna odnosi se na odobrene zajmove i pripadajuće kamate. Dodajući ukupnom iznosu usklađenja i 133 milijuna kuna koje su isplaćene vlasnicima u obliku dividendi u 2015. godini, novac u bilanci trebao je biti veći za oko 911 milijuna kuna. Za primjer, neto dobit u 2015. iznosila je bliže 163 milijuna kuna, što znači da je Ledo 5,6 godina (omjer 911 milijuna i 163 milijuna kuna) svoje računovodstvene dobiti doslovno izbrisao iz poslovanja, to jest iz financijskih izvještaja.

Ledo promatran kao jedinka unutar Agrokor Grupe d.d. vrlo je dobro poslovao tijekom 2014. i 2015. godine, no krivo donesenim odlukama postao je financijski izmoren. Iako su Konzum (kao najveći krivac u obliku pravne osobe) i Ledo imali istog vlasnika, ne znači da će dani zajmovi riješiti financijske probleme, već je potrebno restrukturiranje (u ovom slučaju Konzuma). Ostaje za pretpostaviti je jesu li članovi nadzornog odbora, uprave i drugih razina menadžmenta bili pod pritiskom da Ledo odobri zajmove Konzumu. Isplaćene dividende u 2015. odavale su dojam da Ledo dobro posluje, no dubljim uvidom u financijske izvještaje vidljivo je neracionalno upravljanje financijama, to jest kako bi javnost primijetila velike iznose za dividende, u pozadini napravljen je upravo suprotan čin (vrijednost novca u bilanci gotovo je nestala). Nije bitno kako javnost reagira na donesene odluke (iako javnost u većini slučajeva niti ne čita financijske izvještaje, pa je nezahvalno da takve osobe daju sud bez analize), već jesu li te odluke donesene u koristi svih ili makar većine. Naravno da bi javnost negativno reagirala da Ledo 2015. nije isplatio dividende, no pravilne i logične odluke zajedno sa upornošću kroz određeni period prikažu željene rezultate. Ledom je trebalo kvalitetnije upravljati, naplata potraživanja (iako u financijskim izvještajima piše da za sva potraživanja postoji instrument naplate) morala je biti brže provedena te za dane zajmove moralo se osigurati naplaćivanje, makar i faktoringom. Koju vrijednost je vlasnik izgubio govori i nedavno sklopljen kupoprodajni ugovor između Fortenova Grupe i Nomad Foods Limited u kojemu je Ledo plus d.o.o., Ledo Frikom d.o.o., Ledo Čitluk d.o.o. te nekoliko manjih povezanih društava prodano za iznos od 615 milijuna eura. (Fortenova Grupa, 29.03.2021.).

9. Zaključak

Predmet rada imao je za svrhu prikazati kako se Ledo kao poduzeće ponašao pod utjecajem krize (izazvane u Agrokor Grupi d.d.) te kako se je kretala financijska održivost tijekom pet analiziranih godina. Pod financijskom održivošću misli se na poslovanje u kojem se obveze uredno pomiruje, potraživanja se uredno naplaćuju, poduzeće nije pod pritiskom obveza većih nego što je imovina te ostvarenje dobiti. Ledo je stabilno poslovao tijekom 2014. i 2015. godine, no lošim odlukama usporava se rast prihoda, to jest prihodi padaju te je poslovanje bilo ugroženo pogotovo tijekom 2017 i 2018. godine. Dolaskom novih vlasnika, nove uprave, planom restrukturiranja te svježeg kapitala, 2019. Ledo se polako financijski oporavlja. No, u 2019. i nekoliko idućih godina Ledo zasigurno neće imati financijsku moć kao prije. Iako Ledo može najviše zahvaliti samom brandu kojim se predstavlja te reputacijom za kvalitetne proizvode, te iako su prijašnje godine (prije 2019.) bile financijski izazovne, Ledo je sa svojom imovinom koju i danas posjeduje uspio iznjedruti održivo poslovanje sa sigurnijim financijskih sredstvima.

Teret obveza koje Ledo danas nosi posljedica su krivo donesenih odluka kada je ugrožen opstanak poduzeća na dugi rok. Dakako da je Ledo zbog danih jamstava usporio tržišni rast, no niti u jednom trenutku nije bilo upitno hoće li Ledo preživjeti 2017. godinu. Na temelju prijašnjih godina kada je stvorena imovina ogromnog iznosa te veličina zadržane dobiti od preko 900 milijuna kuna u 2015. godini, Ledo, naravno bez pomoći dobivenih kredita, to jest tuđih izvora financiranja ne bih mogao nastavio normalno poslovati.

10. Popis literature

Državni zavod za statistiku, (2020.), *Robna razmjena Republike Hrvatske s inozemstvom u 2019.*, preuzeto 7.06.2021. s https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2020/04-02-02_01_2020.htm

Državni zavod za statistiku, 28.2.2020., „*Dolasci i noćenja turista u 2019.*“, preuzeto 6.05.2021. s https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2019/04-03-02_01_2019.htm

Fortenova Grupa d.d. 29.03.2021., *Fortenova Grupa s tvrtkom Nomad Foods potpisala ugovor za dezinvestiranje svoje djelatnosti smrznute hrane*, preuzeto 12.05.2021, s <https://fortenova.hr/Vijesti/Vijest/133/fortenova-grupa-s-tvrtkom-nomad-foods-potpisala-ugovor-za-dezinvestiranje-svoje-djelatnosti-zamrznute-hrane->

Grupa Agrokor, 15.10.2018., *Konsolidirani financijski izvještaji za 2017. godinu i izvješće neovisnog revizora*, preuzeto 12.02.2021. s <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do>

Hrvatska gospodarska komora, bez dat., Digitalna komora (informacije o poduzećima), preuzeto 16.02.2021. s <https://digitalnakomora.hr/poslovni-subjekti/profil/71330/analiza-poslovanja>

Ledo d.d., 11.10.2017., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, preuzeto 24.02.2021. s <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do>

Ledo d.d., 18.06.2019., *Godišnje izvješće za 2018. godinu i izvješće neovisnog revizora*, preuzeto 15.03.2021. s <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do>

Ledo d.d., 25.07.2018., *Godišnje izvješće za 2017. godinu i izvješće neovisnog revizora*, preuzeto 2.3.2021. s <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do>

Ledo d.d., 30.06.2016., *Financijski izvještaji za 2015. godinu, godišnje izvješće o stanju društva i izvješće neovisnog revizora*, preuzeto 24.02.2021. s <https://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do>

Ledo plus d.o.o. (bez dat.), preuzeto 11.02.2021. s <https://www.ledo.hr/hr> i <https://www.ledo.ba/ba/o-nama/povijest>

Ledo plus d.o.o., 27.08.2020., *Godišnje izvješće za 2019. godinu i izvješće neovisnog revizora*, preuzeto 25.03.2021. s <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do>

Orsag, S. (2015.). *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis

11. Popis slika

Slika 1: Ledo d.d., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 11.10.2017., str. 18.

Slika 2: Ledo d.d., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 11.10.2017., str. 44.

Slika 3: Ledo d.d., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 11.10.2017., str. 18.

Slika 4: Ledo d.d., *Godišnje izvješće za 2016. godinu i izvješće neovisnog revizora*, 11.10.2017., str. 20.

12. Popis tablica

Tablica 1: Prikaz rezultata usporedbe određenih stavki iz računa dobiti i gubitka i bilance za 2015. i 2019. godinu (str. 28.).

Tablica 2: Prikaz pojedinih stavki iz temeljnih financijskih izvještaja za 2015. i 2019. godinu (str. 29.).

13. Popis grafikona

Grafikon 1: Prikaz kretanja pojedinih stavki iz računa dobiti i gubitka za 2015., 2016. i 2017. godinu (str. 18.)

Grafikon 2: Prikaz kretanja aktive i pasive kroz 2015., 2016. i 2017. godinu (str. 19.)

Grafikon 3: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2015., 2016. i 2017. godinu (str. 19.)

Grafikon 4: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2015., 2016. i 2017. godinu (str. 20.)

Grafikon 5: Prikaz kretanja pojedinih stavki iz računa dobiti i gubitka za 2018. i 2019. godinu (str. 27.)

Grafikon 6: Prikaz kretanja aktive i pasive kroz 2018. i 2019. (str. 27.)

Grafikon 7: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2018. i 2019. godinu (str. 28.)

Grafikon 8: Usporedba pojedinih stavki iz bilance i računa dobiti i gubitka za 2018. i 2019. godinu (str. 29.)