

# Identificiranje financijske nestabilnosti poduzeća pomoću financijskih pokazatelja

---

Vdović, Tamara

Master's thesis / Diplomski rad

2019

*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:211:067225>

*Rights / Prava:* [Attribution 3.0 Unported/Imenovanje 3.0](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-20**



*Repository / Repozitorij:*

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



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

**Tamara Vdović**

**IDENTIFICIRANJE FINANCIJSKE  
NESTABILNOSTI PODUZEĆA POMOĆU  
FINANCIJSKIH POKAZATELJA**

**DIPLOMSKI RAD**

**Varaždin, 2019.**

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

**Tamara Vdović**

**Matični broj: 45657/17-R**

**Studij: Ekonomika poduzetništva**

**IDENTIFICIRANJE FINANCIJSKE NESTABILNOSTI PODUZEĆA**  
**POMOĆU FINANCIJSKIH POKAZATELJA**

**DIPLOMSKI RAD**

**Mentor/Mentorica:**

**Dr. sc. Suzana Keglević Kozjak**

**Varaždin, rujan 2019.**

*Tamara Vdović*

### **Izjava o izvornosti**

Izjavljujem da je moj završni/diplomski 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/Autorica potvrdio/potvrdila prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi*

---

## **Sažetak**

U početnom dijelu rada prikazan je regulatorni okvir stečajnog postupka te su navedeni tuzemni i inozemni prognostički modeli ranog upozorenja na financijsku nestabilnost. Analizirani su financijski izvještaji, financijski pokazatelji i izračunat je Altmanov model vjerojatnosti nastupanja stečaja s ciljem ispitivanja prognostičkih mogućnosti modela na primjeru stvarnog poduzeća. U ovom radu za analizu je odabrana Grupa Uljanik d.d. jer je aktualna tema u Republici Hrvatskoj. Rezultati provedene analize ukazuju da u razdoblju od 2014. do 2017. Grupi prijete stečaj i da posluje pod značajnom financijskom nestabilnošću. Grupa je nelikvidna, pojavljuje se insolventnost, teško naplaćuje svoja potraživanja, a svake godine dugovi se gomilaju. Altmanov model pokazuje alarmantno stanje već od 2014. godine gdje postoji velika mogućnost da Grupa Uljanik d.d. se nađe u stečaju što se i 2019. godine ostvaruje.

**Ključne riječi:** financijski pokazatelji; financijska nestabilnost; stečajni postupak; Altmanov model vjerojatnosti nastupanja stečaja; Grupa Uljanik d.d.

# Sadržaj

1. Uvod .....	1
1.1. Predmet rada .....	1
1.2. Metode i tehnike rada .....	1
1.3. Struktura rada .....	2
2. Važni elementi stečajnog postupka .....	4
2.1. Regulatorni okvir stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj i oblici stečajnog postupka .....	4
2.2. Ekonomski aspekti stečajnog postupka .....	6
2.3. Usporedba novog i starog Stečajnog zakona .....	8
3. Modeli ranog upozorenja na financijsku nestabilnost .....	11
3.1. Modeli razvijeni u inozemstvu .....	11
3.1.1. Beaverov model predviđanja vjerojatnosti bankrota pojedinačnim financijskim pokazateljima .....	12
3.1.2. Ohlsonov model vjerojatnosti predviđanja stečaja .....	13
3.1.3. Kralicekov brzi test financijske (ne)stabilnosti i DF pokazatelj .....	15
3.1.4. Zmijewski model .....	16
3.1.5. Altman model vjerojatnosti nastupanja stečaja .....	17
3.1.6. Deakinova diskriminacijska analiza u kontekstu predviđanja poslovnog neuspjeha .....	18
3.2. Modeli razvijeni u Hrvatskoj .....	19
3.2.1. Model ocjene vremenske neograničenosti poslovanja poduzeća .....	19
3.2.2. Model procjene uspješnosti poduzeća temeljen na novčanom tijeku .....	20
3.2.3. Logistička regresijska analiza .....	21
3.2.4. Predviđanje stečaja poduzeća koristeći statističke tehnike .....	22
4. Primjena analize financijskih pokazatelja i Altmanovog modela na primjeru Grupe Uljanik d.d. ....	24
4.1. Opće informacije o Grupi Uljanik d.d. ....	24
4.2. Temeljne kategorije financijskih izvještaja koje upućuju na razvoj financijske nestabilnosti u Grupi Uljanik d.d. ....	27
4.3. Analiza financijskih pokazatelja te njihov utjecaj na financijsku nestabilnost .....	39
4.4. Ispitivanje efikasnosti Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja Grupe Uljanik d.d. ....	45
5. Kritični čimbenici koji su doveli poduzeće do ulaska u stečaj .....	47
5.1. Otkazivanje narudžba .....	47

5.2. Obustava rada .....	48
5.3. Nelikvidnost .....	49
5.4. Pojava insolventnosti.....	50
6. Zaključak .....	51
Literatura .....	53
Popis slika .....	56
Popis tablica .....	56
Popis grafova.....	56

# 1. Uvod

## 1.1. Predmet rada

Diplomski rad vezan je uz uočavanje financijske nestabilnosti unutar Grupe Uljanik d.d.. Od izuzetne je važnosti da poduzeća na vrijeme uoče prve simptome financijske nestabilnosti kako ne bi završili u stečaju i kako bi na vrijeme i na pravilan način reagirali. Grupa Uljanik je državna firma i od velike je važnosti za Republiku Hrvatsku. Lider u brodogradnji, veliki broj zaposlenih i veliki izvoz karakteristike su Uljanika koji predvodi svojom djelatnošću u Hrvatskoj. Kraha Grupe Uljanik d.d. nanosi značajnu štetu za Republiku Hrvatske u smislu gubitka velikog broja radnih mjesta, gubitka malih poduzeća povezanih s Grupom i dugu tradiciju brodogradnje. Cilj rada je identificiranje financijske nestabilnosti poduzeća proučavajući temeljne kategorije bilance i računa dobiti i gubitka, izračun i pojašnjenje financijskih pokazatelja koji upućuju na nastanak nestabilnosti te utvrđivanje točnosti Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja. Stečaj Grupe Uljanik d.d. aktualna je tema u Republici Hrvatskoj stoga predstavlja logičan izbor za predmet istraživanja ovog rada.

## 1.2. Metode i tehnike rada

U ovom radu korišteno je više metoda koje su pridonijele lakšem savladavanju teme. Ponajprije, koristila se metoda dedukcije kojom su objašnjene činjenice vezane uz poslovanje Grupe. Metodom analize složeniji pojmovi vezani uz financijske izvještaje Grupe pretvoreni su u jednostavnije zaključke tako što su se velike promjene u glavnim financijskim izvještajima potkrijepili bilješkama i ostalim izvorima sa interneta kako bi se ustanovilo zašto je do nekih promjena i na prvom mjestu uopće došlo. Pomoću metode generalizacije od pojedinačnih opažanja izvodili su se opći zaključci tako da se je od nekih pojedinačnih financijskih pokazatelja zaključivalo da li je poduzeće likvidno, financijski stabilno i sl. Metoda koja se najviše koristila u ovom radu je metoda deskripcije gdje su se opisivale i očitavale činjenice koje su zabilježene u glavnim financijskim izvještajima poduzeća, kao i konsolidiranom financijskom izvještaju Grupe.

Praktični dio rada odnosi se na izračun financijskih pokazatelja i odgovarajućeg Altmanovog modela. Kako bi se utvrdilo kako je poduzeće poslovalo izračunati su financijski pokazatelji vezani uz likvidnost, zaduženost, aktivnost, ekonomičnost, profitabilnost i investiranje.



*„Likvidnost poduzeća je svojstvo imovine ili njezinih pojedinih dijelova da se mogu pretvoriti u gotovinu dostatnu za pokriće preuzetih obveza“.* (Posloni dnevnik, Leksikon) Iz te skupine pokazatelja izračunati su koeficijent ubrzane likvidnosti, koeficijent tekuće likvidnosti i koeficijent financijske stabilnosti. Pokazatelji zaduženosti pokazuju kako poduzeće financira svoju imovinu, tj. da li je poduzeće sposobno podmiriti sve kratkoročne obveze. Iz te skupine prikazan je izračun 3 pokazatelja, a to su koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja i odnos duga i kapitala. Navedene dvije skupine pokazatelja upućuju na sigurnost poduzeća.

Kako bi se utvrdila uspješnost poduzeća izračunati su pokazatelji profitabilnosti i ekonomičnosti. *„Pokazatelji ekonomičnosti mjere odnos prihoda i rashoda i pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda, a računaju se na temelju podatka iz računa dobiti i gubitka“.* (Mesarić, 2009., str 7) Izračunati i prikazani su koeficijenti ekonomičnosti ukupnog poslovanja, poslovnih aktivnosti te ekonomičnosti financiranja. Pokazatelji koji su važni za očitavanje profitabilnosti su neto marža profita, neto rentabilnost imovine i rentabilnost vlastitog kapitala. Jedini pokazatelji koji se iskazuju kao postotak su upravo financijski pokazatelji profitabilnosti. Svako poduzeće ima svoju strategiju i može se reći da ti pokazatelji pokazuju učinkovitost ostvarenja odabrane strategije poduzeća

Pokazatelji aktivnosti su jedini pokazatelji koji ukazuju na uspješnost i sigurnost poduzeća. *„Pokazatelji aktivnosti ukazuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovnom procesu“.* (Mesarić, 2009., str 7) U dijelu rada vezanog uz pokazatelje aktivnosti korišteni su: koeficijent obrtaja ukupne imovine, koeficijent obrtaja potraživanja, trajanje naplate potraživanja, koeficijent obrtaja zaliha i dani vezivanja zaliha.

S obzirom da je Uljanik dioničko društvo izračunavati su i pokazatelji investiranja. Pomoću tih pokazatelje može se utvrditi uspješnost ulaganja u dionice. Za tu skupinu pokazatelja koristili su se najučestaliji pokazatelji investiranja, a to su dobit po dionici i ukupna rentabilnost dionice.

### **1.3. Struktura rada**

Diplomski rad se sastoji od 2 dijela. Prvi dio vezan je uz uvod u rad i opisivanje teorije, a drugi dio uz praktičnu provedbu teorije. Svaki dio rada sastoji se od nekoliko poglavlja pa tako ukupni rad ima 6 poglavlja od kojih 3 poglavlja se ubrajaju pod uvod i opisivanje teorije, a ostalih 3 uz praktičnu provedbu teorije na Grupi.

U prvom poglavlju opisan je predmet rada, metode i tehnike koje su se koristile kao i struktura rada. Drugim poglavljem opisan je stečajni postupak, tj. njegovi regulatorski okviri,

oblici stečajnog postupka, ekonomski aspekti te se usporedio novi sa starim Stečajnim zakonom. Treće poglavlje, koje je zadnje vezano uz teorijski dio rada, opisuje modele ranog upozorenja na financijsku nestabilnost koji su razvijeni u inozemstvu i oni koji su razvijeni u Hrvatskoj. Inozemni modeli koji su detaljnije opisani u radu su: Beaverov model predviđanja vjerojatnosti bankrota pojedinačnim financijskim pokazateljima, Ohlsonov model vjerojatnosti predviđanja stečaja, Kralicekov brzi test financijske (ne)stabilnosti i DF pokazatelj, Zmijewski model, Altmanov model vjerojatnosti nastupanja stečaja i Deakinova diskriminacijska analiza u kontekstu predviđanja poslovnog neuspjeha. Tuzemni modeli koji su prikazani su: Model ocjene vremenske neograničenosti poslovanja poduzeća, Model procjene uspješnosti poduzeća temeljen na novčanom tijeku, Logistička regresijska analiza i Predviđanje stečaja poduzeća koristeći statističke tehnike.

Četvrto poglavlje započinje opisom Grupe i bitnim informacijama vezanim uz poslovanje prije krize. U tom poglavlju navedena su poduzeća koja se nalaze unutar Grupe, godina osnivanja poduzeća, sjedište i njihova glavna djelatnost. Provedena je analiza bilance i računa dobiti i gubitka unatrag 4 godine od početka stečaja te su izračunati financijski pokazatelji i odgovarajući Altmanov model. Kroz četvrto poglavlje detaljnije se objašnjavaju glavne kategorije financijskih izvještaja pomoću raznih grafova i tablica. U petom poglavlju opisani su kritični čimbenici koji su doveli Grupi do stečaja, a zadnji dio praktičnog rada završava zaključkom gdje su navedena sva saznanja, zaključci, kao i sami odgovori na pitanja koja se protežu u početnom dijelu rada.

## 2. Važni elementi stečajnog postupka

Nijedan vlasnik ne može se pomiriti sa „umiranjem“ vlastitog poduzeća pa takav scenarij pokušavaju izbjeći jer je to težak i traumatičan postupak. U Republici Hrvatskoj propalo poduzeće i „propalog“ vlasnika okolina smatra neodgovornim i nevještim poduzetnikom, a samog vlasnika i sama pomisao na stečaj zbog tog mišljenja okoline je sramotna i odbojna stvar. Takvo mišljenje naravno nije prihvatljivo jer u praksi i najveći poduzetnici koji su prolazili kroz takvo traumatično iskustvo osnovali su novo poduzeće i s njime uspješno poslovali.

Stečaj se ne može promatrati kao jedna točka u vremenu, tj. kao završeni postupak, nego riječ 'stečaj' se odnosi na 'stečajni postupak' koji se odnosi na cjelokupni proces. Također, bitno je napomenuti da 'stečaj' i 'insolventnost' nisu istoznačnice. „*Insolventnost se u Stečajnom zakonu definira kao dužnikova nesposobnost za plaćanje, i to ukoliko postoje nepodmirene obveze kod banke koja za dužnika obavlja poslove platnog prometa u razdoblju duljem od 60 dana*“. (Sajter, 2008., str. 13)

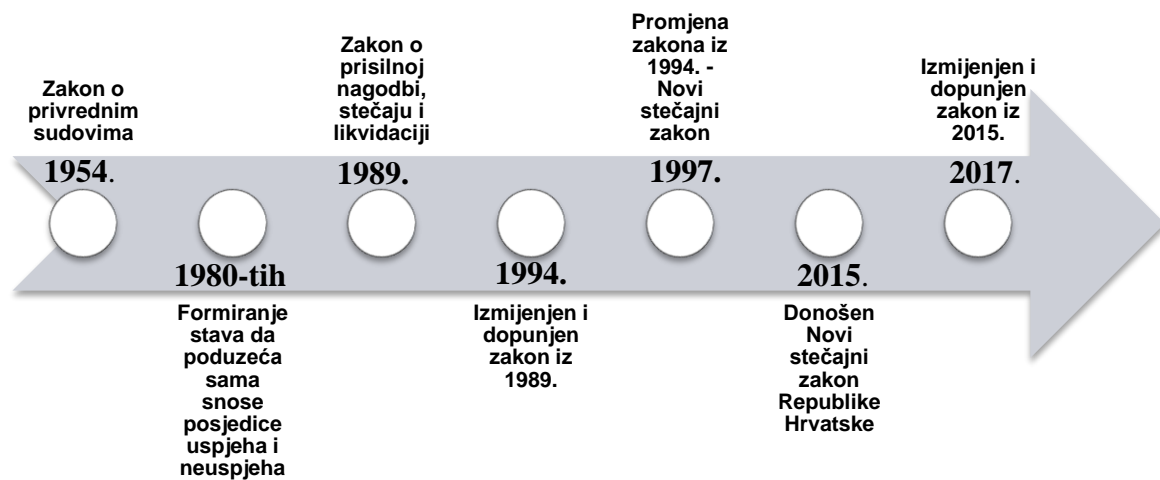
Na spomen pojma 'stečaj' svi pomisle na prestanak rada poduzeća, ali to nije tako. *Stečaj ne mora završiti otpuštanjem svih radnika, prodajom imovine, i zatvaranjem poslovanja, već se u stečajnom postupku može provesti i restrukturiranje*“. (Sajter, 2008., str. 20) Ako se pokrene postupak restrukturiranja stečajni dužnik opstaje i nastavlja poslovanje u više ili manje izmijenjenom obliku. Zaključno, ako se pokrene stečajni postupak postoje dvije mogućnosti, a to su: provođenje redovnog stečajnog postupka ili provedba restrukturiranja u stečaju. (Sajter, 2008., str. 20)

Stečaj je sudski postupak koji se provodi radi skupnog namirenja vjerovnika, unovčenjem imovine stečajnog dužnika i podjelom prikupljenih sredstava vjerovnicima. „*Tijekom stečaja moguće je provesti stečajni plan kako bi se održavala djelatnost stečajnog dužnika. Stečajni postupak u skladu sa Stečajnim zakonom provode trgovački sudovi. Stečajni postupak se provodi nad trgovačkim društvima ili imovinom obrtnika i trgovca pojedinca. Vjerovnici u stečajnom postupku su pravne i fizičke osobe koje imaju potraživanje prema stečajnom dužniku*“. (Vukelić, Osnovno o stečaju)

### 2.1. Regulatorni okvir stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj i oblici stečajnog postupka

Stečajnim zakonom detaljno je propisan stečajni postupak u Republici Hrvatskoj, a stečajni postupci se vode pred trgovačkim sudovima. Hrvatsko stečajno zakonodavstvo i praksa imaju

relativno dugu tradiciju koja započinje još davne 1954. godine, a Novi stečajni zakon donesen je 2015. godine. Razvoj stečajnog zakonodavstva može se vidjeti na slici 1.



Slika 1: Vremenski razvoj stečajnog zakonodavstva

Samostalna izrada prema Sajter, 2008., str. 24.-25.

Nakon osamostaljenja i tranzicije Republika Hrvatska gradi svoj stečajni sustav na uzor njemačkom modelu. Najvećim dijelom Stečajni zakon je preuzet iz njemačkog stečajnog zakona koji je stupio na snagu 1.1.1999. *Zakoni ne spadaju pod intelektualno vlasništvo i ne podliježu autorskim pravima, a potrebno je puno znanja i iskustva da se donese kvalitetan zakon, mudro je preuzeti određeni zakon iz zemlje koja ima više tradicije, znanja i iskustva*“.  
(Sajter, 2008., str. 25)

Ni u Hrvatskoj, a ni u inozemstvu ne postoji jedinstvena forma stečajnog postupka. Pravna procedura kojom se rješava pitanje stečaja poduzeća može imati više oblika. Uz klasični likvidacijski stečajni postupak, postoji još 6 oblika, a to su (Sajter, 2008., str. 35.-43.):

- **Prethodni stečajni postupak** – nije obavezan i ne provodi se uvijek. Utvrđuje se postoje li razlozi za pokretanje „pravog“, klasičnog stečajnog postupka. Prethodni stečajni postupak nije obavezan ukoliko dužnik sam predlaže stečaj ili prizna insolventnost ili prezaduženost pa sudac ne mora pokrenuti prethodni stečajni postupak već može odmah otvoriti „pravi“ stečajni postupak.
- **Skraćeni stečajni postupak** – naziva se skraćeni je se može otvoriti i zatvoriti u istom trenutku. U skraćenom stečajnom postupku nema opsežnih postupanja nego

se poduzeće briše iz registra i nestaje kao pravna osoba. Ako se utvrdi da je imovina dužnika neznatna stečajni će sudac otvoriti i zaključiti postupak u istom trenutku.

- **Stečaj male vrijednosti** – ovaj postupak se provodi ako je imovina dužnika manja od 2 milijuna kuna, ili je veća od navedenog iznosa ali se većinom sastoji od lako unovčivih pokretnina, sudac može odlučiti da se stečaj vodi „po pravilima male vrijednosti“. Procedura u takvim slučajevima je pojednostavljena, ali se nigdje ne navodi kako i u kojem opsegu. Može se zaključiti da je stečaj male vrijednosti jednak stečaju velike vrijednosti, jedino je pristojba za otvaranje stečaja niža i nema odbora vjerovnika.
- **Osobna uprava** – to je specifičan stečajni postupak jer dužnik može sam upravljati i raspolagati stečajnom masom pod nadzorom stečajnog povjerenika. U ovom obliku se ne imenuje stečajni upravitelj koji preuzima sve funkcije, ovlasti, prava i obveze uprave dužnika, nego već postojeća uprava nastavlja voditi tvrtku, ali pod nadzorom stečajnog povjerenika.
- **Restrukturiranje u stečaju (stečajni plan)** – hrvatski Stečajni zakon provodi ideju rehabilitacije poduzeća i objašnjava stečaj ne samo kao izmirenje dugova, već i kao novu priliku za dužnika. Nova se prilika predlaže kao restrukturiranje poduzeća i nastavka poslovanja i nakon stečaja. Kako bi poduzeće nastavilo poslovati potrebno je provesti sveobuhvatnu reviziju i sanaciju poslovanja.
- **Međunarodni stečaj** – svako poslovanje može prelaziti granice države pa tako poduzeća ostvaruju ekonomsko-pravne veze s inozemstvom. Stečajni zakoni imaju različite forme u različitim državama pa stečajni postupak postaje izrazito kompleksno područje. Kako bi se procedura pojednostavila UNCITRAL – Komisija Ujedinjenih naroda za međunarodno trgovačko pravo izdaje opći model stečajnog zakona koji bi se trebao primjenjivati među državama članica i unutar Europske unije.

## 2.2. Ekonomski aspekti stečajnog postupka

Elementi poduzeća nad kojim je otvoren stečajni postupak (ili se razmatra mogućnost o otvaranju stečajnog postupka) ili elementi stečajnog postupka koji zahtijevaju ekonomsku analizu tvore ekonomske aspekte stečajnog postupka. U ovoj se fazi može potvrditi insolventnost poduzeća, ali se poduzeće i dalje može spasiti kroz proces restrukturiranja u stečaju. (Sajter, 2008., str. 91)

Ekonomski ciljevi poduzeća su opće primjenjivi i univerzalni, bez obzira na državu u kojoj se stečaj provodi, specifičnostima konkretnog stečajnog dužnika, pravnom sustavu i

favoriziranju pojedine strane stečajnog postupka od strane stečajnog zakona neke države. Dobar stečajni zakon implementira sve ciljeve, a ne samo neke od njih. Ciljevi su (Sajter, 2008., str. 92):

- restrukturiranje održivih društava i likvidacija neodrživih,
- maksimiziranje novčane vrijednosti koja će biti podijeljena u stečajnom postupku,
- očuvanje redoslijeda potraživanja prije i tijekom stečaja.

Republika Hrvatska naklonost ima više prema vjerovnicima, identično kao i Njemačka jer je zakon rađen po njihovom stečajnom zakonu. Prioriteti potraživanja u stečaju su različiti u svim državama, a neki od prioriteta potraživanja u stečaju u određenim državama mogu se vidjeti u tablici 1.

Tablica 1: Prioriteti potraživanja u stečajnom postupku

PRIORITETI		
RAZLUČNI VJEROVNICI	RADNICI	POREZI
Njemačka / Hrvatska	Brazil	Bosna i Hercegovina
Belgija	Francuska	Čile
Bugarska	Grčka	Egipat
Finska	Indija	Jamajka
Kanada	Poljska	Turska
Kina	Rusija	Uganda

Izvor: Samostalna izrada prema Sajter, 2008., str. 94

Kada se otvori stečajni postupak za neko poduzeće potrebno je odrediti iznos stečajne mase. Stečajna masa se odnosi na ukupnu imovinu dužnika, a tu imovinu valja percipirati prema računovodstvenoj definiciji. Drugim riječima, imovina obuhvaća svu aktivu gdje se nalaze i patenti, licence, koncesije, intelektualna i druga prava, nenaplaćena potraživanja. Stečajna masa obuhvaća i ove elemente dugotrajne i nematerijalne kratkotrajne imovine. Kada se odredi vrijednost imovine i obveza može se započeti rasprodaja koja se najčešće odvija ispod realne vrijednosti. (Sajter, 2008., str. 102)

Kako bi se poduzeće spasilo od likvidacije procjenu mogućnosti restrukturiranja potrebno je učiniti što ranije. Mogućnost restrukturiranja ovisi o iznosu imovine dužnika, održivosti poslovanja i adekvatnoj kadrovskoj podršci. Ako dužnik ima imovinu uz koju bi se mogao

vezati njegov opstanak, ako postoje ključni kadrovi i ako je samo poslovanje održivo barem u jednom dijelu, može se početi razmatrati o restrukturiranju. (Sajter, 2008., str. 104)

Što se tiče troškova, u Hrvatskoj svaki vjerovnik snosi svoje troškove u stečajnom postupku, ali onaj koji je pokrenuo stečajni postupak dužan je uplatiti uz redovnu sudsku pristojbu također i dodatnu pristojbu u iznosu 10 000 kuna. Sudac autonomno i samostalno određuje iznos predujma, a vjerovnik uz pristojbu taj predujam mora platiti. Nakon uplate predujma i pristojbe, vjerovnici su dužni uplatiti još naknadnih 500 kuna za prijavu tražbine. Zaključno se može reći da su troškovi visoki i da se kod manjih potraživanja otvaranje stečajnog postupka uopće ne isplati. (Sajter, 2008., str. 105)

### 2.3. Usporedba novog i starog Stečajnog zakona

Stari Stečajni zakon veže se još za davnu 1996. godinu kada je donesen, a stupio je na snagu 1. siječnja 1997. Od stupanja na snagu izmijenjen je i dopunjen sedam puta, sve s ciljem stvaranja uvjeta za učinkovitiju provedbu stečajnog postupka. Kao što je vidljivo Stečajni zakon se je dosta mijenjao, a nova verzija Stečajnog zakona vrijedi od 1. rujna 2015. godine.

Po novom zakonu predstečaj i stečaj poduzeća će se odvijati na sudu, a FINA će u predstečajnom postupku imati samo ulogu tehničke pomoći sudovima. Također, FINA je obvezna pokrenuti stečaj bilo koje tvrtke čiji su računi blokirani dulje od 120 dana. To je dužna pokrenuti u roku od osam dana. Poduzeća koja imaju makar jednu zaposlenu osobu, 120 dana blokade do otvaranja stečaja počelo se brojiti od stupanja novog stečajnog zakona na snagu. Za pokretanje stečaja uz blokadu koja je od 120 dana, dovoljna je i činjenica da poduzeće tri mjeseca uzastopno nije isplatilo plaće svojim radnicima. *„Predstečajni postupak mogu pokrenuti i vjerovnici ako se s time složi dužnik, a predstečaj je moguć za poduzeća koja nemaju uvjeta za stečaj te ga nagodbom s vjerovnicima žele izbjeći. Novim zakonom uređuje se i prodaja imovine u stečaju u najviše pet krugova koji se moraju odviti u roku od godine dana. Zakon propisuje da se cijena iz prvog kruga ruši na tri četvrtine u drugom, na polovicu u trećem, na jednu četvrtinu u četvrtom krugu te u petom cijena može biti jednu kunu ili više.“* (www.virtualni-ured.net) Osim direktora i članova uprave, po novom se zakonu odgovornim osobama smatraju i članovi nadzornog odbora te osnivač društva. Prije su stečajni postupci trajali i po 10 godina, a sada bi se postupak trebao završiti unutar godine i pol. (www.virtualni-ured.net)

Ministarstvo pravosuđa je 2016. godine osnovalo radnu skupinu za analizu i praćenje učinka Stečajnog zakona. Članovi navedene radne skupine su sljedeće institucije (Analiza i praćenje učinka Stečajnog zakona, 2017.): Ministarstvo pravosuđa, Visoki trgovački sud Republike Hrvatske, Trgovački sud u Zagrebu, Financijska agencija, Ministarstvo financija - Porezna uprava,

Nezavisni hrvatski sindikati, Matica hrvatskih sindikata, Savez samostalnih sindikata Hrvatske, Hrvatska udruga poslodavaca i Državni zavod za statistiku.

U navedenom dokumentu mogu se vidjeti podaci o broju stečajna ukupno, broju stečajna po vrsti stečajnog postupka, po vrsti spora i slično. U danjem dijelu rada uspoređene su 2017. i 2016. godina i može se vidjeti da li se unutar jedne godine učinak Stečajnog zakona poboljšao.

U tablici 2 se može vidjeti da se je sveukupan broj stečajna skoro prepolovio. Najviše se smanjio broj skraćnih stečajnih postupaka i to za više od 4 000 slučajeva.

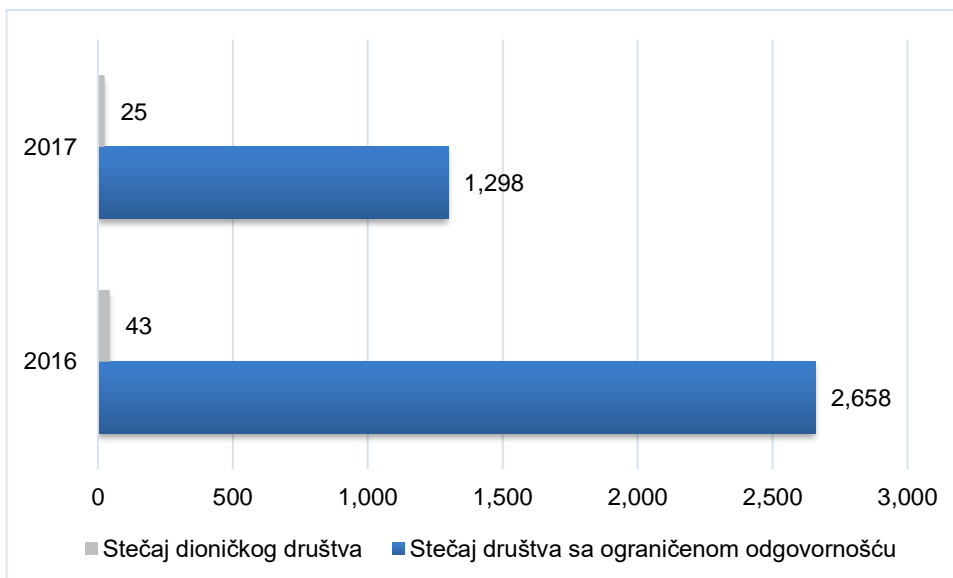
Tablica 2: Predmeti za stečaj po vrsti spora

Vrsta spora	2016.	2017.
Postupak predstečajne nagodbe	405	95
Predstečajni postupak	180	169
Skraćeni stečajni postupak	9 567	5 188
Stečajni postupak do otvaranja stečaja	5 985	2 930
Stečajni postupak	2 780	1 500
<b>SVEUKUPNO</b>	<b>18 917</b>	<b>9 882</b>

Izvor: Samostalna izrada prema Analiza i praćenje učinka Stečajnog zakona, 2017., str. 10.-11.

Ako iz tablice 2 izdvojimo samo „pravi“ stečajni postupak, kojih u 2016. godini ima 2 780, a u 2017. godini 1 500, možemo vidjeti da se taj broj također skoro prepolovio. Na grafu 1 može se vidjeti detaljniji prikaz stečajnog postupka za dionička društva i društva s ograničenom odgovornošću koja prednjače tom vrstom stečaja. Puno više ima otvorenih stečajnih postupka za društva s ograničenom odgovornošću, što je i za očekivati s obzirom da takvih ustroja poduzeća ima puno više nego kao dioničkih društva.

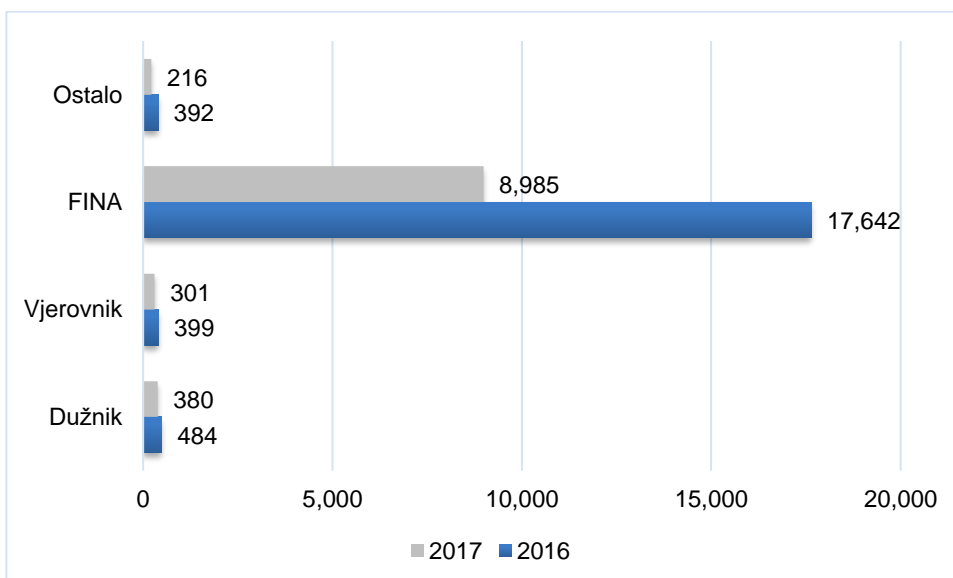




Graf 1: Stečajni postupak za dionička društva i društva s ograničenom odgovornošću

Izvor: Samostalna izrada prema Analiza i praćenje učinka Stečajnog zakona, 2017., str. 10.-11.

Na grafu 2 se može vidjeti broj započetih stečajnih postupaka prema podnositelju prijedloga (vjerovnik, dužnik, FINA – za skraćene stečajne postupke, ostalo). Najviše pokrenutih postupaka ima FINA, pa dužnici, vjerovnici i na kraju ostali.



Graf 2: Započeti stečajni postupci prema podnositelju prijedloga

Izvor: Samostalna izrada prema Analiza i praćenje učinka Stečajnog zakona, 2017., str. 13.-14.

### 3. Modeli ranog upozorenja na financijsku nestabilnost

U svijetu postoje razni modeli koji bi na vrijeme upozorili neko poduzeće da ne posluju na efikasan način i da im se približava financijska kriza. Ako poduzeće ne prebrodi financijsku krizu ono ulazi u stečaj. Kao što je i cilj ovog rada utvrditi zašto poduzeća nisu ranije uvidjela mogući ulazak u stečaj prvo je potrebno objasniti osnovne pojmove koji se nadovezuju na krizu u poduzeću i ulazak u stečaj.

Kada poduzeće ulazi u financijsku krizu mora prihvatiti činjenicu da dosadašnji rad poduzeća zbog nekog razloga nije bio dobar. Način da se takav rad promjeni je restrukturiranje poduzeća. „*Pod pojmom restrukturiranja podrazumijevaju se pravne, organizacijske, upravljačke, tehnološke, financijske i stale promjene u poduzeću*“. (Trstenjak i Altaras Penda, 2018., str. 171) Restrukturiranje bi trebalo dovesti poduzeće do sanacije, odnosno ozdravljenja poduzeća i nestanka krize koja ga je zadesila. (Trstenjak i Altaras Penda, 2018., str. 171)

Ako poduzeće ne ozdravi nakon rekonstrukcije i nastavi s lošim poslovanjem koje osim njega šteti i stakeholderima i shareholderima onda ono ulazi u stečaj. Prema stečajnom zakonu definicija stečaja je *“postupak koji se provodi radi skupnog namirenja vjerovnika stečajnoga dužnika, unovčenjem njegove imovine i podjele prikupljenih sredstava vjerovnicima”*. (Stečajni zakon, NN 71/2015, čl. 2.) Najčešći razlog otvaranja stečajnog postupka nalazi se i u samoj definiciji stečaja, a to je ne mogućnost za plaćanje obaveza i sama prezaduženost poduzeća.

U sljedeća dva podnaslova detaljnije su objašnjeni modeli ranog upozorenja na financijsku krizu. Različiti modeli razvili su se na različitim dijelovima svijeta pa se tako modeli dijele na one koji su se razvili u inozemstvu i modele koji su razvijeni u Hrvatskoj. Na temelju toga prikazana je razlika između modela i otkriveno je koji model se najčešće koristi te dali odabrani model predviđa ulazak Grupe Uljanik u stečaj.

#### 3.1. Modeli razvijeni u inozemstvu

U ovom poglavlju razmatra se više modela koji su se razvili u inozemstvu, a to su: Beaver model predviđanja vjerojatnosti bankrota pojedinačnim financijskim pokazateljima, Ohlsonov model vjerojatnosti predviđanja stečaja, Kralicekov brzi test financijske (ne)stabilnosti i DF pokazatelj, Zmijewski model, Altman model vjerojatnosti nastupanja stečaja i Deakinova diskriminacijska analiza u kontekstu predviđanja poslovnog neuspjeha.

### **3.1.1. Beaverov model predviđanja vjerojatnosti bankrota pojedinačnim financijskim pokazateljima**

Beaver isprobava korisnost financijskih pokazatelja na primjeru predviđanja financijskog neuspjeha, a pod neuspjehom podrazumijeva nesposobnost poduzeća da podmiri dospjele financijske obveze. Istraživanje se provodilo na uzorku od 158 proizvodnih poduzeća čijim s dionicama javno trgovalo. Uzorak se sastojao od 79 poduzeća koja su ušla u stečaj u razdoblju od 1954. do 1964. godine, a drugi dio uzorka sastojao se od istog broja zdravih poduzeća. (Zenzerović i Peruško, 2006., str. 9)

*„Jedno od prvih istraživanja koje je imalo značajan utjecaj na daljnja istraživanja i razvoj korištenja financijskih pokazatelja kao alata za predviđanje stečaja proveo je William H. Beaver 1966. godine dok je bio docent na sveučilištu University of Chicago“.* (Ježovita, 2014., str. 198) Objavio je članak naziva “Financijski pokazatelji kao prediktori neuspjeha”(engl. Financial Ratios as Predictor of Failure) u kojemu objašnjava da korisnost financijskih pokazatelja može, ali ne mora biti predviđanje propasti poslovanja poduzeća. U radu je istaknuto da osnovni problem nije predviđanje neuspjeha samo po sebi, nego korištenje financijskih pokazatelja kao prediktora važnih događaja, a gdje je samo jedan od tih važnih događaja neuspjeh poduzeća. Najveća zapreka istraživanja bila je odabir uzorka i prikupljanje podataka za neuspješna poduzeća. Kao izvor mu je poslužila baza Moody's Industrial Manual koja je sadržala podatke iz financijskih izvještaja za industrijska poduzeća u javnom vlasništvu. (Ježovita, 2014., str. 198)

Za svako poduzeće koje se analiziralo izračunat je set od 30 pojedinačnih financijskih pokazatelja. *„Pokazatelji koji su uključeni u analizu birani su prema kriteriju popularnosti, odnosno učestalosti pojavljivanja u literaturi temeljem kriterija prema kojem su pojedini pokazatelji pokazali dobre rezultate u prethodnim istraživanjima. Treći kriterij prema kojem su birani financijski pokazatelji u istraživanju su pokazatelji koji se temelje na konceptu novčanog toka“.* (Ježovita, 2014., str. 199)

U tablici 3 može se vidjeti da je Beaver pokazatelje grupirao u 6 skupina. Svaka skupina pokazuje neki omjer dok je ukupni broj pokazatelja 30. Grupe je posložio tako da se mogu vidjeti omjeri tijeka novca, neto dobiti, duga i ukupne imovine, tekuće i ukupne imovine, tekuće imovine i kratkoročnih obaveza te omjeri obrtaja.

Tablica 3: Odabrani Beaverovi pokazatelji

GRUPA I	GRUPA II	GRUPA III
OMJERI TIJEKA NOVCA	OMJERI NETO DOBITI	OMJERI DUGA I UKUPNE IMOVINE
Tijek novca (dobit + deprecijacija + amortizacija) / prihod od prodaje	Neto dobit / prihod od prodaje	Kratkoročne obveze / ukupna imovina
Tijek novca / ukupna imovina	Neto dobit / ukupna imovina	Dugoročne obveze / ukupna imovina
Tijek novca / Neto vrijednost	Neto dobit / neto vrijednost	Kratkoročne + dugoročne obveze / ukupna imovina
Tijek novca / ukupan dug	Neto dobit / ukupan dug	Kratkoročne + dugoročne obveze + povlaštene dionice / ukupna imovina
GRUPA IV	GRUPA V	GRUPA VI
OMJERI TEKUĆE I UKUPNE IMOVINE	OMJERI TEKUĆE IMOVINE I KRATKOROČNIH OBVEZA	OMJERI OBRTAJA
Novac / ukupna imovina	Novac / kratkoročne obveze	Novac / prihodi od prodaje
Novac + potraživanja / ukupna imovina	Novac + potraživanja / kratkoročne obveze	Potraživanja / prihodi od prodaje
Kratkotrajna imovina / ukupna imovina	Kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze	Zalihe / prihodi od prodaje
Radni kapital / ukupna imovina		Novac + potraživanja / prihodi od prodaje
		Kratkotrajna imovina / prihodi od prodaje
		Radni kapital / prihodi od prodaje
		Tržišna vrijednost / prihodi od prodaje
		Ukupna imovina / prihodi od prodaje
		Novac / Operativni troškovi–deprecijacija–amortizacija
		Novac+potraživanja / Operativni troškovi–deprecijacija–amortizacija
		Novac + potraživanja –kratkoročne obveze / Operativni troškovi–deprecijacija–amortizacija

Izvor: Samostalna izrada prema Beaver, W., 1966., str. 78

### 3.1.2. Ohlsonov model vjerojatnosti predviđanja stečaja

Djelo Jamesa A. Ohlsona 1980. godine jedno je od najznačajnijih djela vezano uz modele ocjene poslovanja koji je za razliku od svih drugih autora koristio 10-K, umjesto Moody's Manual-a kao bazu podataka za formiranje uzorka, a umjesto višestruke diskriminacijske analize upotrijebio je logičku regresiju. Osnovni skup poduzeća u stečaju uzimao je za razdoblje od 1970. do 1976. Godine pod uvjetom da se kapitalom poduzeća trgovalo na nekom od tržišta kapitala te da je poduzeće klasificirano kao industrijsko. Tom kvalifikacijom je iz osnovnog skupa isključio komunalne usluge, transportne usluge i financijske usluge. (Ježovita, 2014., str. 215)

Podaci za istraživanje su prikupljeni iz financijskih izvještaja za zadnje tri godine prije nastupa stečaja. U slučaju da je u zadnjem revizorskom izvještaju bilo istaknuto da je poduzeće podnijelo stečajni zahtjev, onda su se prikupljali podaci iz financijskih izvještaja i za četvrtu godinu. „Konačni uzorak imao je 105 neuspješnih poduzeća, od kojih je 17% imalo revizorovo izvješće u kojem je priložena naznaka stečaj... Podaci za stabilna poduzeća prikupljeni su iz baze podataka Compustat iz koje je uvažujući ograničavajuće čimbenike prema djelatnosti prikupljeno ukupno 2.058 financijskih izvještaja“. (Ježovita, 2014., str. 216)

Prilikom istraživanja nisu se upotrebljavali novi pokazatelji nego su se koristili već poznati. Izabrano je devet nezavisnih ključnih pokazatelja koji je mogu vidjeti u tablici 4. Temeljem tih pokazatelja razvijena su 3 modela. (Ježovita, 2014., str. 216-217)

Tablica 4: Nezavisni ključni pokazatelji

POKAZATELJ	OPIS	POŽELJAN PREDZNAK KEFICIJENTA
SIZE	Log(ukupna imovna/indeks cijene BDP-a)	-
TLTA	Ukupne obaveze / ukupna imovina	+
WCTA	Radni kapital / ukupna imovina	-
CLCA	Kratkoročne obveze / kratkotrajna imovina	+
OENEG	1= ukupna obveze>ukupna imovina, inače 0	0
NITA	Neto dobit / ukupna imovina	-
FUTL	Sredstva pribavljena poslovanjem / ukupne obveze	-
INTWO	1 ako je neto dobit negativna zadnje 2 god., inače 0	+
CHIN	NOVA DATOTEKA - FORMULA	-

Izvor: Ježovita, 2014., str. 216

Ohlson opisuje model 1 tako da on predviđa stečaj unutar jedne godine, model 2 unutar dvije godine, ali pod pretpostavkom da poduzeće nije otišlo u stečaj unutar sljedeće godine te model 3 predviđa stečaj unutar jedne ili dvije godine. (Ježovita, 2014., str 217) “U sva 3 modela, veličina se čini kao važan čimbenik u predviđanju. To je konzistentno s Horriganovom studijom ocjena obveznika, gdje je isto zaključio da je veličina važna determinanta. Netko bi mogao reći da taj zaključak nije validan jer se tvrtke u bankrotu i one koje to nisu izvlače iz različitih populacija. Specifično, ne može se biti siguran da bi sve ne-bankrotirane tvrtke bile na Compustatu da nisu propale.” (Ohlson, 1980., str. 122) U tablici 5 mogu se vidjeti navedena 3 modela logističke regresije i njihova klasifikacijska točnost.

Tablica 5: Prikaz modela - Ohlson

	MODEL 1		MODEL 2		MODEL 3	
	PROCJENA	T-TEST	PROCJENA	T-TEST	PROCJENA	T-TEST
SIZE	-0,407	-3,78	-0,519	-5,34	-0,478	-6,23
TLTA	6,03	6,61	4,76	5,46	5,29	7,72
WCTA	-1,43	-1,89	-1,71	-1,78	-0,990	-1,74
CLCA	0,0757	0,761	-0,297	-0,733	0,062	0,738
OENEG	-1,72	-2,450	-1,98	-2,42	-1,91	-3,11
NITA	-2,37	-1,85	-2,74	-1,80	-4,62	-3,60
FUTL	-1,83	-2,36	-2,18	-2,73	-2,25	-3,42
INTWO	0,285	0,812	-0,780	-1,92	-0,521	-1,73
CHIN	-0,521	-2,21	0,4218	2,10	0,212	1,30
CONST	-1,32	-0,970	1,84	1,38	1,13	1,15
			INDEKS OMJERA VJEROJATNOSTI		% TOČNO PREDVIĐENIH	
MODEL 1			0,8388		96,12	
MODEL 2			0,7970		95,55	
MODEL 3			0,7190		92,84	

Izvor: Samostalna izrada prema Ohlson, 1980., str. 121

### 3.1.3. Kralicekov brzi test financijske (ne)stabilnosti i DF pokazatelj

Austrijski znanstvenik češkog podrijetla Peter Kralicek razvio je 90-ih godina 20. st. jedan od prepoznatljivih modela namijenjen za procjenu insolventnosti na temelju poslovanja austrijskih, švicarskih i njemačkih poduzeća. Prvi pristup koji je nazvan "brzim testom" temelji se na izračunu četiri osnovna financijska pokazatelja kojima će se ocijeniti financijska (ne)stabilnost poduzeća temeljem njihovih postavljenih standardnih vrijednosti. Kasnije se taj model nadograđivao kako bi se poboljšala točnost predviđanja. (Ježovita, 2014., str. 224)

Kralicek poboljšavajući razradu "brzog testa" i tražeći ostale mogućnost diferenciranja zdravih od financijski ugroženih poduzeća je postupkom višestruke diskriminacijske analize razvio mogućnost izračuna funkcije diskriminacije (DF). (Ježovita, 2014., str 226) *"Razvijeni model predstavlja funkciju koja se sastoji od šest pokazatelja koji su uvjetovani zadanim ponderima. Odabrani pokazatelji ponderirani su primjenom diskriminacijske analize, a zatim je utvrđena poželjna standardna vrijednost te mogućnost klasifikacije u razrede. Pojednostavljena metoda u velikoj je mjeri orijentirana na zarade (dobit i novčani tok). Šest odabranih pojedinačnih pokazatelja mogu se vrlo brzo izračunati i prikupiti potrebne informacije za ocjenu poslovanja, što kod ostalih metoda nije tako jednostavno. Što je vrijednost dobivene diskriminacijske funkcije viša, poslovanje poduzeća je bolje."* (Ježovita, 2014., str. 224) U tablici 6 mogu se vidjeti navedeni pokazatelji.

Tablica 6: Odabrani pokazatelji za Kralicekov brzi test

OZNAKA POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
X1	Čisti novčani tok	Ukupne obveze
X2	Ukupna imovina	Ukupne obveze
X3	Dobit prije kamata i poreza	Ukupna imovina
X4	Dobit prije kamata i poreza	Ukupni prihodi
X5	Zalihe	Ukupni prihodi
X6	Poslovni prihodi	Ukupna imovina

Izvor: Ježovita, 2014., str. 226

Izvedeni model poprimio je sljedeći izgled:

$$DF = 1,5 X1 + 0,08 X2 + 10 X3 + 5 X4 + 0,3 X5 + 0,1 X6$$

Navedeni DF model može poprimiti i negativne i pozitivne vrijednosti. Ako model poprimi negativne vrijednosti to ukazuje na insolventnost poduzeća, a ako poprimi pozitivne vrijednosti onda model ukazuje na solventnost poduzeća. Ako je DF pokazatelj viši poslovanje poduzeća je stabilnije, a u suprotnom, ako je pokazatelj niži ili negativan poslovanje je sve manje stabilno. Točne kritične vrijednosti DF pokazatelja mogu se vidjeti u tablici 7. (Ježovita, 2014., str. 226-227)

Tablica 7: Kritične vrijednosti DF pokazatelja

VRIJEDNOST DF POKAZATELJA	FINANCIJKA STABILNOST
> 3,0	Izvrсна
> 2,2	Vrlo dobra
> 1,5	Dobra
> 1,0	Osrednja
> 0,3	Loša
≤ 0,3	Početak insolventnosti
≤ 0,0	Umjerena insolventnost
≤ -1,0	Izrazita insolventnost

Izvor: Ježovita, 2014., str. 227

### 3.1.4. Zmijewski model

U svom istraživanju 1984. godine Zmijewski za istraživanje modela ranog upozorenja na financijsku krizu ne koristi jednaki broj pod uzorka (nije jednaki broj poduzeća u stečaju i onih koji to nisu) nego koristi uzorak od 81 poduzeća koja jesu u stečaju i 1600 poduzeća koja nisu. Ako je dobivena vjerojatnost manja od 0,5 riječ je o firmi koja se ne treba bojati financijske krize, a ako je vjerojatnost veća od 0,5 riječ je o poduzeću koje ima velike šanse za stečaj. Na temelju istraživanja došao je do formule koja glasi:

$$X = -4.3 - 4.5 X_1 + 5.7 X_2 - 0.004 X_3$$

od kojih je:

X - vrijednost Zmijewski modela,

X1 - neto dobit / ukupna imovina,

X2 - ukupne obveze / ukupna imovina,

X3 - kratkoročna imovina / kratkoročne obveze.

(Zmijewski, 1984., str. 59.-82.)

### 3.1.5. Altman model vjerojatnosti nastupanja stečaja

Altman je svoj model Z-score razvio davne 1968. godine. Bez obzira na veliku razliku u godinama od kad je model razvijen do danas, model se u sadašnjosti koristi najčešće od svih drugih modela. Osim za provjere zdravlja poduzeća, s Altmanovim modelom može se ocijeniti i bonitet poduzeća. U rujnu 1968. godine dok je bio docent na sveučilištu New York University objavio je članak naziva 'Financijski pokazatelji, diskriminantna analiza i predviđanje korporativnog stečaja' (engl. 'Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy') kojim je u velikoj mjeri unaprijedio korisnost pojedinačnih financijskih pokazatelja razvojem jedinstvenog modela kojim je moguće prognozirati vjerojatnost nastupanja stečaja poduzeća. (Ježovita, 2014., str. 203)

Altman (kao što citiraju Keglević Kozjak, Šestanji-Perić i Bešvir, 2014., str 3) koristi 5 varijabla, a njegova formula glasi:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

od kojih je:

Z' – vrijednost Altmanovog Z' – score modela

X1 – radni kapital (kratkoročna imovina – kratkoročne obveze) / ukupna imovina

X2 – zadržani dobitak / ukupna imovina

X3 – EBIT / ukupna imovina

X4 – knjigovodstvena glavnica / ukupni dug



U tablici 8 mogu se vidjeti zaključci o vjerojatnosti stečaja. Postoje 3 varijante od kojih je prva da poduzeće nije u stečaju što znači da je poduzeće zdravo, druga varijanta vezana je uz sivu zonu gdje su moguće greške u izračunu. Naravno, ako je u sivoj zoni poduzeće bliže koeficijentu 2,90 znači da je sigurnije, a dok je bliže 1,23 znači da postoje veće šanse za ulazak u stečaj. Treća varijanta govori o ozbiljnim šansama za ulazak poduzeća u stečaj.

Tablica 8: Zaključak o vjerojatnosti stečaja

INTERVALI	ZAKLJUČAK O VJEROJATNOSTI STEČAJA
$Z' > 2,90$	Nema stečaja
$2,90 > Z' > 1,23$	Siva zona ili zona neznanja
$Z' < 1,23$	Mogućnost stečaja vrlo velika

Izvor: Samostalna izrada prema Keglević Kozjak, Šestanjan-Perić i Bešvir, 2014., str. 3

### 3.1.6. Deakinova diskriminacijska analiza u kontekstu predviđanja poslovnog neuspjeha

Edward B. Deakin predložio je alternativni model za predviđanje stečaja koji je na tragu Altmanovog iz 1968. i Beaverovog iz 1967. i 1968. godine. Deakin u prvom dijelu istraživanja replicira Beaverov pristup univarijatne analize temeljem istih pokazatelja, a nakon toga linearnom kombinacijom temeljem istih pokazatelja oblikovao je model koje će najbolje predvidjeti neuspjeh poduzeća i to u svakoj godini od pet godina prije neuspjeha. (Ježovita, 2014., str. 212)

Deakin je koristio uzorak od 32 neuspješna poduzeća i 32 zdrava poduzeća odabrana slučajnim uzorkom iz Moody's Industrial Manual-a za razdoblje od 1962. do 1966. godine. Temeljem 14 financijskih pokazatelja provedena je višestruka diskriminacijska analiza koja se može vidjeti u tablici 9. *“Relativni značaj doprinosa svake pojedine varijable diskriminanti (diskriminantnoj funkciji) može se vidjeti ako usporedimo element skaliranog vektora za tu varijablu s elementima skaliranog vektora za sve ostale varijable. Npr. U skaliranom vektoru za 5. godinu prije “propasti” element radni kapital / ukupna imovina ima vrijednost 1,163. S obzirom da je to najveća vrijednost u vektoru, pokazuje da taj omjer ima značajni utjecaj na diskriminantnu mogućnost funkcije. Slično, vrijednost 0,036 elementa kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze govori nam da taj omjer doprinosi malo.”* (Deakin, 1972., str. 172)

Tablica 9: Višestruka Deakinova diskriminacijska analiza

POKAZATELJI	GODINE PRIJE NEUSPJEHA				
	5	4	3	2	1
Novčani tok / ukupne obveze	-0,562	0,222	0,271	-0,085	-0,009
Neto dobit / ukupna imovina	0,139	0,294	-0,450	0,256	0,097
Ukupne obveze / ukupna imovina	-0,956	-0,197	0,417	-0,327	-0,401
Kratkotrajna imovina / ukupna imovina	0,721	-0,080	0,804	0,772	-0,198
Brzo unovčiva imovina / ukupna imovina	-0,245	-0,073	-0,608	0,484	0,252
Radni kapital / ukupna imovina	1,163	-0,084	0,172	0,191	-0,462
Novac / ukupna imovina	0,440	-0,245	-0,098	-0,209	-0,213
Kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze	0,036	-0,004	-0,617	0,346	0,426
Brzo unovčiva imovina / kratkoročne obveze	0,694	0,085	0,226	-0,996	-0,375
Novac / kratkoročne obveze	-0,727	0,364	0,298	0,392	0,112
Kratkotrajna imovina / prihodi od prodaje	-0,139	1,008	1,874	-0,290	-0,084
Brzo unovčiva imovina / prihodi od prodaje	0,915	0,326	0,925	-0,064	-0,312
Radni kapital / prihodi od prodaje	-0,061	0,669	-2,615	0,625	0,316
Novac / prihodi od prodaje	-0,592	-0,486	-0,027	0,215	0,202

Izvor: Samostalna izrada prema Deakin, 1972., str. 174

## 3.2. Modeli razvijeni u Hrvatskoj

U Hrvatskoj se modeli za predviđanje stečaja razvijaju kasnije nego u ostatku svijeta, a za analizu se koriste višestruka diskriminacijska analiza i logistička regresijska analiza kao najpopularnije metode. Modeli koji će se u ovom poglavlju razmatrati su: model ocjene vremenske neograničenosti poslovanja poduzeća, model procjene uspješnosti poduzeća temeljen na novčanom tijeku, logistička regresijska analiza i predviđanje stečaja poduzeća koristeći statističke tehnike.

### 3.2.1. Model ocjene vremenske neograničenosti poslovanja poduzeća

Zenzerović svoj model temelji na uzorku od 110 poduzeća, od kojih je 55 financijski stabilno i drugih 55 financijski nestabilno. Poduzeća su strukturirana po veličini i po djelatnosti, a podatke je uzimao sa javno dostupnih financijskih izvješća trgovačkih društva čije dionice

kotiraju na hrvatskoj burzi i Fina-e. „*Informacije se odnose na različite pozicije iz financijskih izvještaja koje su prikupljene za godinu prije nego što je društvo bankrotiralo ili su objavili gubitak iznad kapitala*“. (Zenzerović, 2009., str. 5)

Model se mijenjao kako je Zanzerović uočavao da se promijenom nekih pokazatelja povećava točnost modela, a konačan model koji donosi točnost kvalifikacije poduzeća u iznosu od 95,5% glasi:

$$\text{CGE3} = -1,74 + 1,517 \text{ RK/I} - 1,079 \text{ Z} - 0,601 \text{ SF} - 0,008 \text{ FZ} + 3,151 \text{ A} + 2,771 \text{ EUP}$$

od kojih je:

RK/I - radni kapital / ukupna imovina

Z - ukupne obveze / ukupna imovina

SF - vlastita imovina / ukupna imovina

FZ - ukupne obveze / (zadržani dobitak + deprecijacija)

A - zadržana dobit / ukupna imovina

EUP - ukupni prihodi / ukupni rashodi

(Zenzerović, 2009., str. 11)

U cjelokupnom istraživanju su korištene dvije metode, a to su diskriminacijska analiza i logit analiza te je pomoću njih predstavio ukupno 10 modela. Zenzerović je stvorio pet modela primjenjujući diskriminacijsku analizu i pet modela primjenjujući logit analizu. Koristeći obje metode izveo je dva modela korisna za sva poduzeća, dva modela korisna za mala i srednje velika poduzeća, dva modela za velika poduzeća, te po dva modela za poduzeća koja se bave proizvodnom djelatnošću i uslužnom djelatnošću. (Ježovita, 2014., str. 241)

### **3.2.2. Model procjene uspješnosti poduzeća temeljen na novčanom tijeku**

Željana Aljinović Barać 2008. godine oblikovala je optimalni model za procjenu uspješnosti za poduzeća čije dionice kotiraju na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj. Srž njezinog istraživanja obuhvaća oblikovanje i empirijsko testiranje predloženog modela za procjenu uspješnosti poduzeća na temelju financijskih pokazatelja novčanog tijeka kao i njegovih alternativa. Uzorak se sastojao od podatka prikupljenih kroz promatranih sedam

godina gdje je uključeno ukupno 1.328 godišnjih financijskih izvještaja poduzeća. Pri kreiranju uzorka temeljem kojeg je provedeno istraživanje postavljena su četiri kriterija:

- poduzeće ima više od 100 dioničara, a njegov temeljni kapital iznosi najmanje 30 milijuna kuna
- dionicama poduzeća se trguje na tržištu kapitala u Hrvatskoj (Zagrebačka burza ili Varaždinska burza)
- postoje financijski izvještaji poduzeća za minimalno pet godina, od 2006. godine retrogradno
- poduzeće ne pripada sektoru financijskih institucija i društava za osiguranje

(Ježovita, 2014., str. 244-245)

Kako bi se oblikovao model bilo je potrebno izračunati 12 financijskih pokazatelja koji su temeljeni na financijskim izvještajima, a koji se temelje na obračunskim kategorijama i 13 financijskih pokazatelja koji se temelje na novčanom tijeku za svako poduzeće i godinu u uzorku. U konačnici model glasi:

$$\text{USPJEŠNOST} = 0,795 \text{ FS} + 0,506 \text{ CROE} - 0,253 \text{ PCFR}$$

Od kojih je:

FS – financijska snaga

CROE – gotovinski povrat na vlastiti kapital

PCFR – odnos tržišne cijene i novčanog tijeka

(Ježovita, 2014., str. 246-248)

### 3.2.3. Logistička regresijska analiza

Šarlija se u svom modelu baziran na nelikvidnost poduzeća, a nelikvidna poduzeća smatra ona čiji je žiro račun kontinuirano najmanje 3 mjeseca u blokadi. Ideja joj je bila napraviti model za predviđanje kratkotrajne nelikvidnosti koja može, ali i ne mora, dovesti do insolventnosti. Uzorak se sastojao od 75 145 poduzeća u Hrvatskoj koja su predala financijske izvještaje u FINA - u 2006. godine, a gdje nisu obuhvaćene banke, štedionice i društva za osiguranje. (Šarlija, Penavin i Harc, 2009., str. 28)

U tablici 10 može se vidjeti da se model sastoji od 18 varijabli od kojih su 2 djelatnost i županija, a ostale se odnose na financijske pokazatelje. Za sve modele likvidnosti vrijedi da

što su oni veći manja je šansa da postanu nelikvidni. Za koeficijente zaduženosti vrijedi obrnuto pravilo, što su koeficijenti zaduženosti veći to je i veća vjerojatnost da poduzeća postanu nelikvidna. Za koeficijente obrta ukupne imovine i kratkotrajne imovine vrijedi trend rasta jer regresijski koeficijenti pokazuju kako s njihovim porastom pada vjerojatnost nelikvidnosti. Smanjenjem koeficijenta trajanja kreditiranja od dobavljača, trajanje naplate potraživanja i dane vezivanja zaliha smanjuje se vjerojatnost nelikvidnosti. Ako raste ekonomičnost pada vjerojatnost za nelikvidnost poduzeća osim kod ekonomičnosti financiranja gdje vjerojatnost nelikvidnosti raste ako raste i koeficijent. Vjerojatnost nelikvidnosti će također rasti ako raste i koeficijent neto profitne marže.

Tablica 10: Financijski pokazatelji i p-vrijednost

VARIJABLA	P-vrijednost
Djelatnost	< .0001
Županija	< .0001
<b>LIKVIDNOST</b>	
Koeficijent tekuće likvidnosti	< .0001
Neto obrtni kapital	< .0001
Kratkotrajna imovina prema ukupnoj imovini	< .0001
<b>ZADUŽENOST</b>	
Faktor zaduženosti	< .0001
Stupanj pokrića 1	0.0046
Odnos obveza prema kapitalu	0.0081
Pokriće troškova kamata	< .0001
<b>ATKIVNOST</b>	
Koeficijent obrta ukupne imovine	< .0001
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	< .0001
Trajanje kreditiranja od dobavljača	< .0001
Trajanje naplate potraživanja	< .0001
Dani vezivanja zaliha	0.0155
<b>EKONOMIČNOST</b>	
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	< .0001
Ekonomičnost poslovnih aktivnosti	0.0021
Ekonomičnost financiranja	< .0001
<b>PROFITABILNOST</b>	
Neto profitna marža	< .0001

Izvor: samostalna izrada prema Šarlija, Penavin i Harc, 2009., str 33

### 3.2.4. Predviđanje stečaja poduzeća koristeći statističke tehnike

Ivica i Maja Pervan te Bruno Vukoja razvili su model za predviđanje stečaja samo pomoću javno dostupnih informacija. Analizu su proveli za razdoblje od siječnja do lipnja za 2010. godinu. Tom analizom otkrili su da je 78 poduzeća iz sektora proizvodnje i trgovine otišlo u stečaj. Zajedno sa zdravim poduzećima ukupan uzora bio je 156 poduzeća. Kao važan element analize naznačuju odabir financijskih pokazatelja koji bi objasnili vjerojatnost stečaja.

U odabiru omjera odlučili su koristiti sve glavne skupine pokazatelja: likvidnost, aktivnost, financijsku strukturu, profitabilnost i novčani tijek. (Pervan, Pervan i Vukoja, 2011., str. 162)

Tablica 11 pokazuje pokazatelje koji su odabrani izbjegavajući problem multikolinearnosti (jer neki pokazatelji koriste iste varijable prilikom izračuna). Kada su takvi pokazatelji bili izbačeni dobio se model od 6 pokazatelja.

Tablica 11: Odabrani pokazatelji za model

<b>FINANCIJSKI POKAZATELJI</b>	<b>OPIS</b>
Tekuća likvidnost	Kratkotrajna imovina / Kratkoročne obveze
Neto radni kapital	(Kratkotrajna imovina – kratkoročne obveze) / kratkotrajna imovina
Koeficijent tekuće imovine	Tekuća imovina / Ukupna imovina
Poluga	Ukupne obaveze / ukupna imovina
Koeficijent obrtaja imovine	Prihodi od prodaje / Ukupna imovina
EBIT	EBIT / Ukupna imovina

Izvor: samostalna izrada prema Pervan, Pervan i Vukoja, 2011., str. 163

Analizom odabranih pokazatelja može se vidjeti da se pretežno radi o pokazateljima likvidnosti poslovanja poduzeća (3 koeficijenta), jedan pokazatelj iz skupine zaduženosti, jedan iz aktivnosti i jedan iz profitabilnosti. Pervan i sur. oblikovali su regresijski model na način da koeficijent tekuće likvidnosti predstavlja zavisnu, a ostali pokazatelji nezavisne varijable. U pokušaju da oblikuju model za predviđanje stečaja pored diskriminacijske analize koriste također i logističku regresijsku analizu. Razlika između diskriminacijske analize i logističke regresije je pokazatelj likvidnosti. U logističkoj regresiji bitan pokazatelj je pokazatelj tekuće imovine, a u modelu diskriminacijske analize važan pokazatelj je koeficijent tekuće likvidnosti. (Ježovita, 2014., str. 251-251)

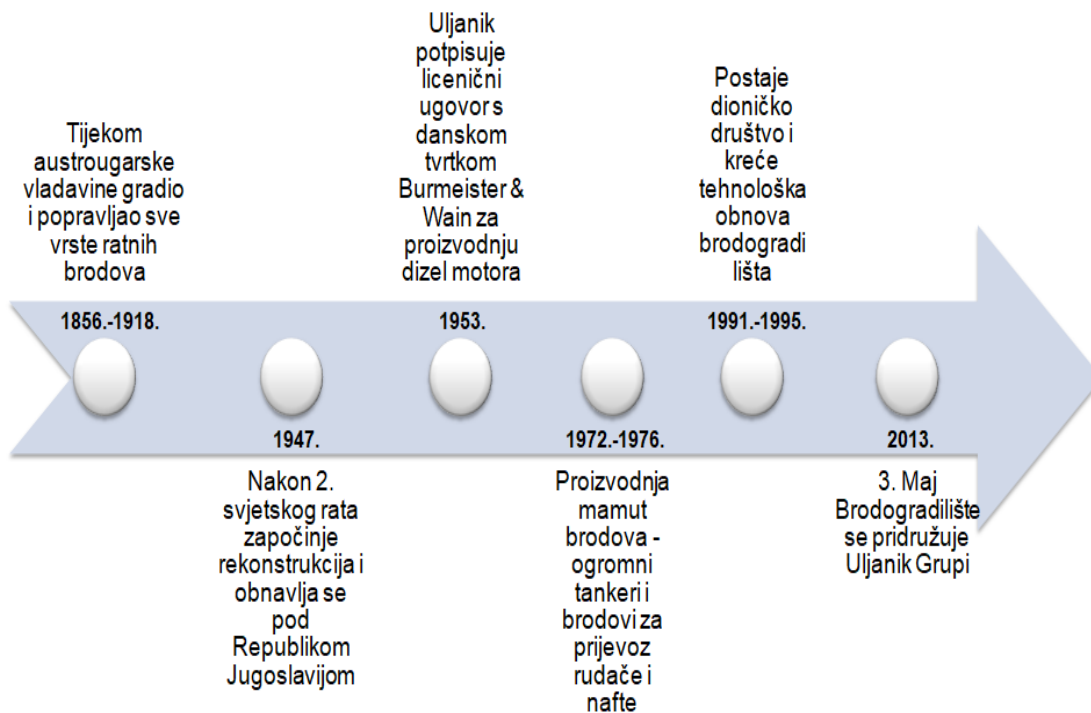
## **4. Primjena analize financijskih pokazatelja i Altmanovog modela na primjeru Grupe Uljanik d.d.**

U naredih nekoliko poglavlja predstavljena je Grupa i opisani su dobiveni rezultati analize. Analiza financijskih izvještaja jedna je od najvažnijih analiza poslovanja društva pa tom dijelu poduzeća posvećuju veliku pažnju. Analiza omogućava odgovor na pitanje kako je poduzeće poslovalo u prethodnom razdoblju i kako poboljšati rezultat u narednom razdoblju. Nakon analize izvještaja slijedi analiza financijskih pokazatelja. Kao što je već navedeno, pokazatelji su izračunati za razdoblje od 2014. godine do 2017. godine. Na kraju poglavlja opisan je Altmanov model vjerojatnosti nastupanja stečaja.

### **4.1. Opće informacije o Grupi Uljanik d.d.**

Uljanik je osnovan davne 1856. godine u Puli u Pulskom zaljevu kao glavna ratna luka i pomorska baza Austro-Ugarske Monarhije. Ime Uljanik proizašlo je iz jednog otoka u zaštićenom Pulskom zaljevu (Sv. Florijan) kojeg je Austro-Ugarska otkupila i na njemu izgradila brodogradilište te je otad na Otoku smještena gradnja trupa, dok su Upravna zgrada, skladišta i radionice na kopnu. (Službena stranica Uljanik d.d.)

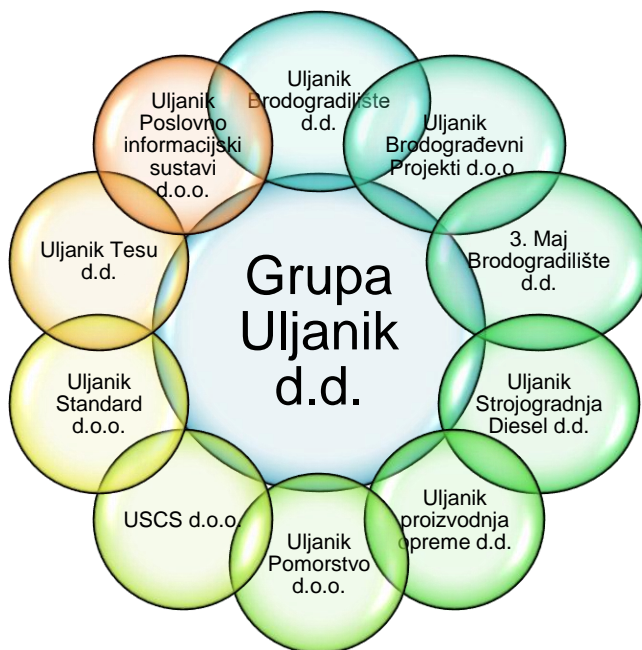
Grupa Uljanik d.d. je osnovana 1992. godine, te je registrirana na Trgovačkom sudu u Rijeci. Sjedište Grupe nalazi se u Puli, Flaciusova 1, Hrvatska. Glavne djelatnosti Grupe su upravljanje povezanim društvima te pružanja usluga nabave, prodaje, projekta i financijskih usluga podružnicama. Glavne aktivnosti Grupe su izgradnja brodova visokog stupnja složenosti i brodskih motora, te izrada ostalih metalnih konstrukcija. (Bilješke uz konsolidirane financijske izvještaje, 2017.). Ostale bitne godine za Grupu mogu se vidjeti na vremenskoj leti ispod.



Slika 2: Vremenska lenta poslovanja Grupe Uljanik

Izvor: Službena stranica Uljanik d.d.

Uljanik Grupa sastoji se od 10 poduzeća koja su različitim godina nastala unutar Grupe ili pridružila Uljanik Grupi. Sva su navedena poduzeća u 100% vlasništvu Uljanik Grupe, osim poduzeća 3.Maj Brodogradilište d.d. gdje Uljanik d.d. ima 88,27% temeljnog kapitala. Poduzeća se mogu vidjeti na slici 3.



Slika 3: Poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d. (Izvor: Vlasta izrada autora)



U tablici 12 mogu se vidjeti osnovne informacije za poduzeća koja su pridružena Grupi.

Tablica 12: Sastav Grupe Uljanik d.d.

Naziv poduzeća	Osnivanje	Sjedište	Glavna djelatnost
Uljanik Brodogradilište d.d.	1856.	Flaciusova 1 Pula	Brodograđevna djelatnost
Uljanik Brodograđevni Projekti d.o.o.	1989.	Flaciusova 1 Pula	Razrada projekta te poslovi konstrukcije
3. Maj Brodogradilište d.d.	1993.	Liburnijska 3 Rijeka	Brodograđevna djelatnost
Uljanik Strojogradnja Diesel d.d.	2016. (spajanjem 3.Maj MID i Uljanik Strojogradnja d.d.)	Flaciusova 1 Pula	Proizvodnja motora
Uljanik proizvodnja opreme d.d.	zasebno 1981., a 1856. kao dio Uljanik Grupe	Željeznička 23 Vodnjan	Proizvodnja metalnih konstrukcija i izrada brodske opreme i bravarskih proizvoda
Uljanik Pomorstvo d.o.o.	1991.	Flaciusova 1 Pula	Uslužne djelatnosti u vezi s vodenim prijevozom
USCS d.o.o.	1994. (od 2014. u Uljanik Grupi)	Flaciusova 1 Pula	Razvoj i uvođenje CAE/CAD/CAM i PDM sustava u brodograđevnu industriju
Uljanik Standard d.o.o.	1992.	Flaciusova 1 Pula	Ugostiteljska djelatnost, pružanje usluga u samačkim hotelima i trgovina na malo
Uljanik Tesu d.d.	1952.	Flaciusova 1 Pula	Projektiranje, proizvodnja i prodaja elektroopreme
Uljanik Poslovno informacijski sustavi d.o.o.	1991.	Flaciusova 1 Pula	Usluge računovodstva, pravnih poslova, kadrovski poslovi te ostalo

Izvor: Vlastita izrada autora

Kako bi se utvrdilo čemu Uljanik teži, koje su njegove aspiracije i smjer u kojem se poduzeće želi razvijati možemo zaviriti u njegovu viziju koja glasi: *“ULJANIK je vodeća kreativna i inovativna poslovno-proizvodna Grupa koja suvremenim načinom i sinergijskim učinkom (kada se postižu učinci veći od običnog zbrajanja učinaka pojedinačnih dijelova) stvara nove vrijednosti.”* (Službena stranica Uljanik d.d.). Na temelju vizije može se vidjeti da je ona zastarjela i da se poduzeće ne vodi njome. Možda je ta vizija bila dobra prije 15 godina, ali u sadašnjosti poduzeće više nije vodeća kreativna i inovativna poslovno-proizvodna Grupa.

Nakon vizije potrebno je uspostaviti tehnike, metode i pravila kako bi se vizija ostvarila. Misija predstavlja osnovu za uspostavljanje ciljeva i donošenje odluka, a za Uljanik ona glasi: *“Snagom poslovnog ugleda, kvalitetom i pouzdanošću proizvoda i usluga, ULJANIK pridonosi razvoju i zadovoljstvu svojih radnika, uspostavljanjem i razvojem primjerenih poslovnih odnosa s kupcima i poslovnim partnerima.”* (Službena stranica Uljanik d.d.). Može se vidjeti da ni misija više ne odgovara trenutnom stanju Uljanika, te da je potrebno promijeniti misiju kako bi se lakše donosili pravilni ciljevi i pravilne odluke.



Slika 4: Logo Grupe Uljanik d.d. (Izvor: Službena stranica Uljanik d.d.)

## **4.2. Temeljne kategorije financijskih izvještaja koje upućuju na razvoj financijske nestabilnosti u Grupi Uljanik d.d.**

U tablici 13 prikazana je bilanca Grupe za razdoblje od 2014. godine do 2017. godine. Brojevi u tablicama su prikazani u tisućama kuna ( '000 kn). U tablici se odmah može uočiti da aktiva i pasiva su podjednake vrijednosti u svim godinama osim 2016. godine gdje ta vrijednost prelazi 4 milijarde kuna. To je veliko povećanje vrijednosti s obzirom na 2015. godinu, također kao i veliko smanjenje te vrijednosti opet u 2017. godini. Može se vidjeti da na to povećanje utječe i dugotrajna i kratkotrajna imovina.

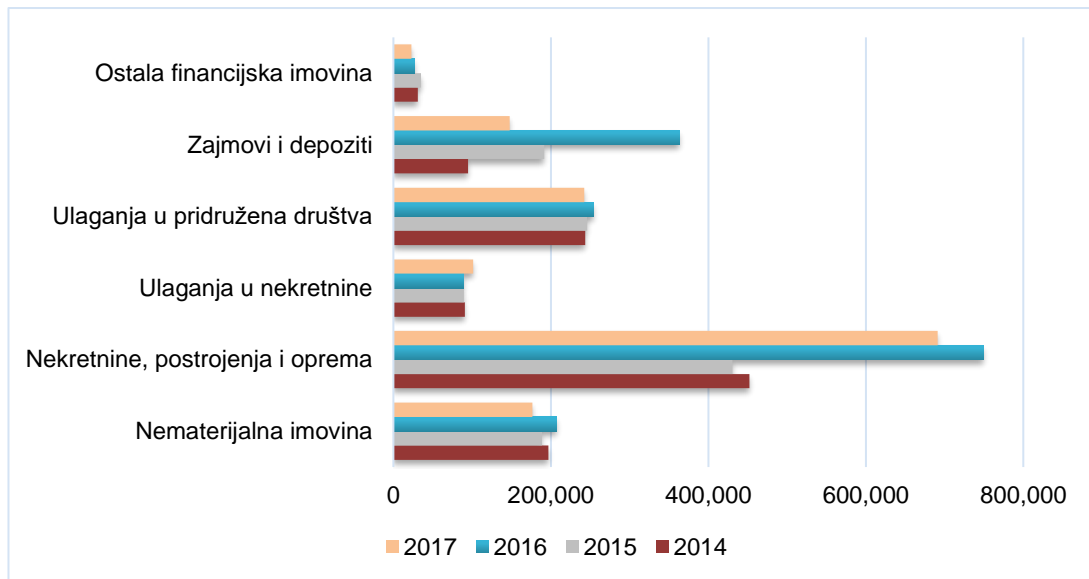
U svim promatranim godinama najveći udio u aktivi ima kratkotrajna imovina. Kratkotrajna imovina se najvećim dijelom sastoji od zaliha, potraživanja od kupaca, zajmova i depozita te novca i novčanih ekvivalenata. Kroz sve godine najveći udio u pasivi imaju kratkoročne obveze. Kategorije koje imaju najveći udio unutar kratkoročnih obveza su rezerviranja, posudbe, obveze prema dobavljačima i obveze za primljene predujmove.

Tablica 13: Bilanca Grupe Uljanik d.d. (u 000 kn)

	2014.	2015.	2016.	2017.
<b>AKTIVA</b>	2,584,685	2,973,078	4,085,545	2,954,846
<b>DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	1,109,499	1,181,605	1,689,269	1,382,284
Nematerijalna imovina	197,045	188,623	207,177	176,455
Nekretnine, postrojenja i oprema	452,368	430,576	749,344	691,372
Ulaganja u nekretnine	90,609	89,664	88,719	101,234
Ulaganja u pridružena društva	243,627	246,094	254,722	242,591
Zajmovi i depoziti	94,857	191,437	362,735	147,849
Ostala financijska imovina	30,993	35,211	26,572	22,783
<b>KRA TKOTRAJNA IMOVINA</b>	1,475,186	1,791,473	2,396,276	1,572,562
Zalihe	287,962	292,640	856,282	648,686
Potraživanja od kupaca i ostala	983,840	1,094,462	1,418,967	686,221
Zajmovi i depoziti	92,703	122,693	17,246	182,399
Novac i novčani ekvivalenti	110,681	281,678	103,781	55,256
<b>PASIVA</b>	2,584,685	2,973,078	4,085,545	2,954,846
<b>KAPITAL I REZERVE</b>	169,226	120,958	20,164	-1,833,662
Dionički kapital	302,063	100,688	100,688	100,688
Kapitalne rezerve	15,191	216,566	216,566	216,566
Vlastite dionice	-4,697	-4,697	-4,697	-4,697
Rezerve za vlastite dionice	4,700	4,700	4,700	4,700
Ostale pričuve	5	10,342	23,475	33,957
Rezerve iz prera čuna valuta	28,514	39,637	66,384	30,089
Revalorizacijske pričuve	0	0	34,867	30,660
Preneseni gubici	-286,470	-371,037	-550,510	-2,353,908
Nekontrolirajući interes	109,920	124,759	128,691	108,283
<b>DUGORO ČNE OBVEZE</b>	381,858	710,073	742,232	1,141,115
Obveze prema dobavlja čima	0	0	17,586	27,707
Odgođena porezna obveza	0	0	19,537	18,613
Posudbe	147,929	651,220	686,603	506,349
Rezerviranja	233,929	58,853	18,506	588,446
<b>KRA TKORO ČNE OBVEZE</b>	2,033,601	2,142,047	3,323,149	3,647,393
Dobavlja ča i ostale obveze	432,441	433,844	669,157	763,522
Obveze za primljene predujmove	405,499	873,494	1,340,963	874,882
Posudbe	975,088	660,495	1,220,722	1,530,420
Rezerviranja	220,573	174,214	92,307	478,569

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

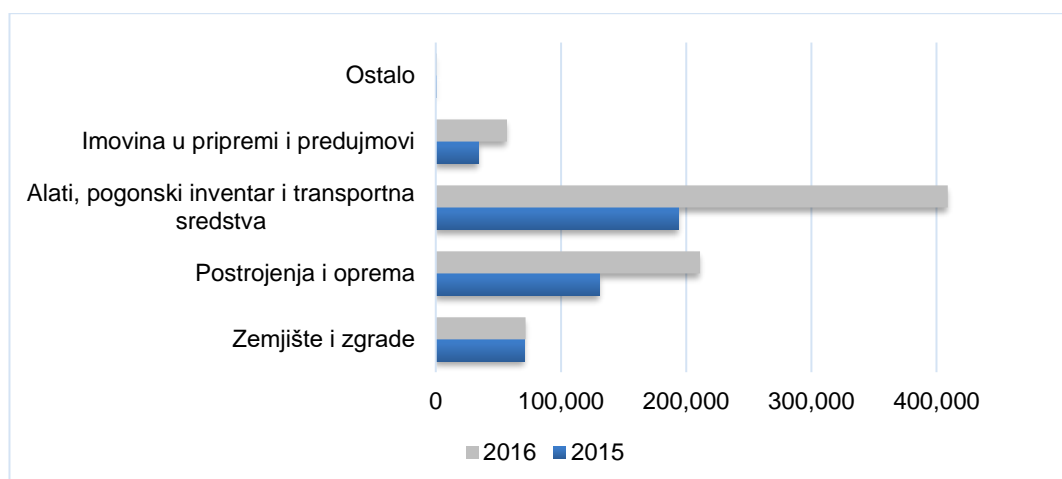
Dugotrajna imovina raste za 507 milijuna kuna u razdoblju od 2015. do 2016. godine, a stavka koja tome najviše pridonosi su nekretnine, postrojenja i oprema. Detaljniji pregled stavaka dugotrajne imovine prikazan je na grafu 3.



Graf 3: Stavke dugotrajne imovine Grupe Uljanik d.d. (u 000 kn)

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Na grafu 3 mogu se vidjeti sve stavke dugotrajne imovine u razdoblju od 2014. do 2017. godine. Najveću udio u dugotrajnoj imovini imaju nekretnine, postrojenje i oprema, a najmanji ostala financijska imovina. Također, može se vidjeti da 2016. godine Grupa Uljanik povećava dugoročne zajmove i depozite.



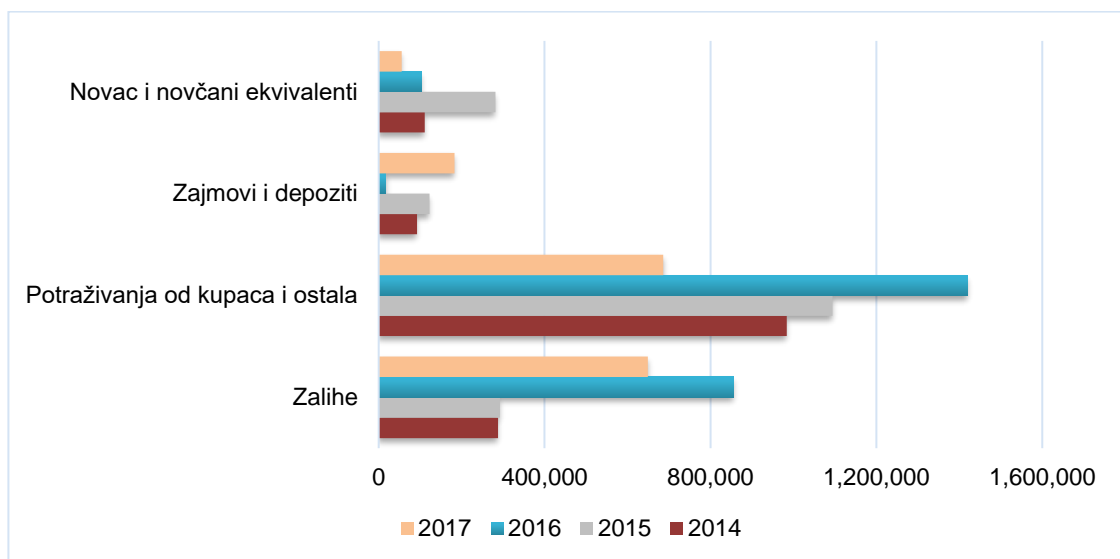
Graf 4: Stavke nekretnina, postrojenja i oprema

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2015. i 2016. godinu Grupe Uljanik d.d.

Na grafu 4 mogu se vidjeti stavke koje spadaju pod nekretnine, postrojenja i opremu kao i njihove vrijednosti za 2015. i 2016. godinu. Najviše raste stavka alati, pogonski inventar i

transportna sredstva. U bilješkama kod financijskih izvještaja pronađena je informacija da Grupa posjeduje 2 plovila (brodovi za prijevoz vlastitih tereta) knjigovodstvene vrijednosti u iznosu od 367 milijuna kuna na dan 31. prosinca 2016. godine.

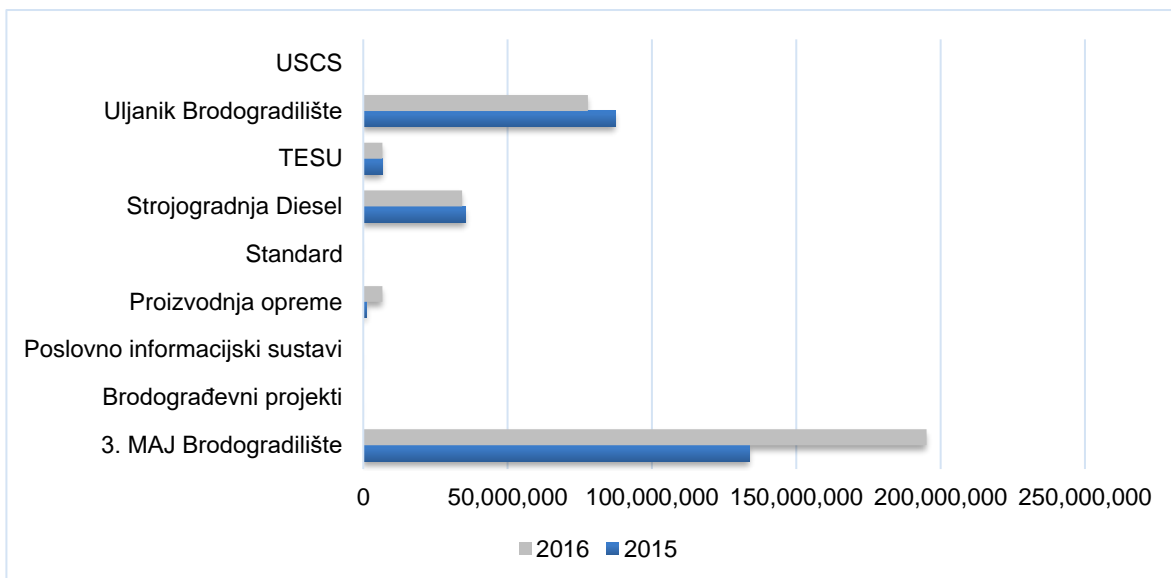
Pod kratkotrajnom imovinom u 2016. godini najviše rastu zalihe i potraživanja što je vidljivo u tablici 13. Prema bilješkama uz financijske izvještaje zalihe rapidno rastu zbog povećanja sirovina i materijala za više od 500 milijuna kuna, a potraživanja rastu zbog povećanja potraživanja unutar grupe, predujmova i slično za više od 250 milijuna kuna naspram 2015. godine.



Graf 5: Stavke kratkotrajne imovine Grupe Uljanik d.d. (u 000 kn)

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvještajima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

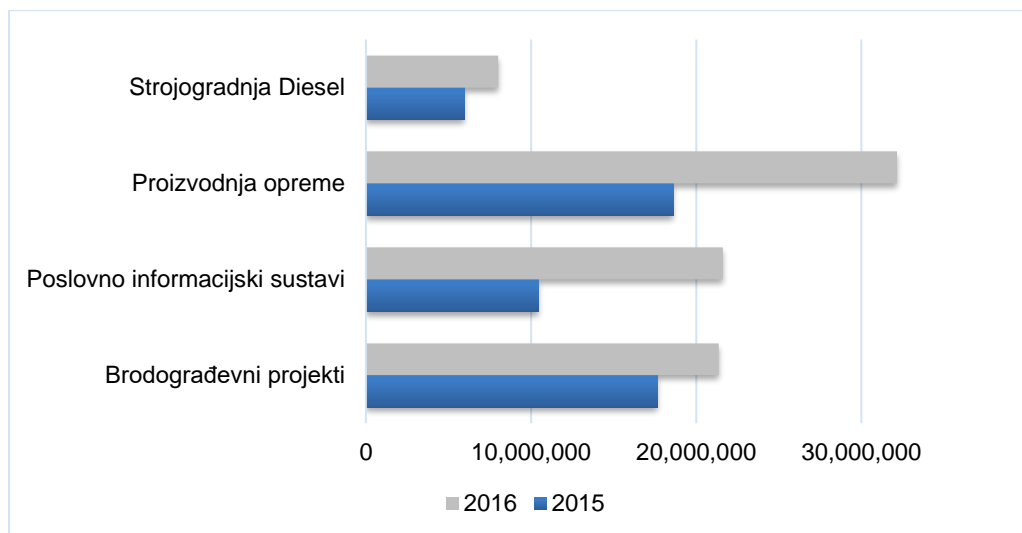
Na grafu 5 mogu se vidjeti stavke kratkotrajne imovine za razdoblje od 2014. do 2017. godine. Najveći udio unutar kratkotrajne imovine imaju potraživanja od kupaca i ostala potraživanja te zalihe. Nasuprot dugoročnih zajmova i depozita, kratkoročni zajmovi i depoziti najmanji su 2016. godine.



Graf 6: Vrijednost zaliha za 2015. i 2016. godinu

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2015. i 2016. godinu

Na grafu 6 može se vidjeti koje poduzeće najviše pridonosi rastu zaliha u 2016. godini, a to je 3. Maj Brodogradilište d.d.. U bilješkama je pronađeno da mu zalihe rastu zbog povećanja zaliha sirovina i materijala što može značiti da su se zalihe brzo gomilale, a brodovi se nisu u tom tempu gradili. Na dan 31.12.2016. godine 3. Maj Brodogradilište je imalo sklopljene ugovore za izgradnju 11 brodova po kojima su radovi započeti, ali nisu bili dovršeni.



Graf 7: Potraživanja prema povezanim poduzećima

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2015. i 2016. godinu

Na grafu 7 mogu se vidjeti poduzeća koja imaju najveća potraživanja od povezanih poduzeća unutar Grupe. Sva navedena poduzeća imaju najviše potraživanja prema Uljanik

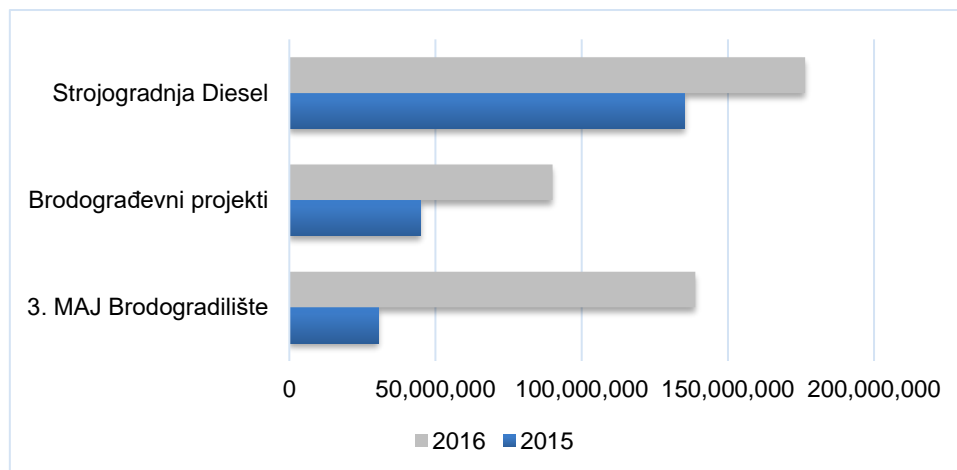
Brodogradilištu d.d., čak i preko 50% potraživanja odnose se na Brodogradilište. Može se zaključiti da u 2016. godini Brodogradilište je zaprimalo puno novca od povezanih poduzeća. Također, može se uočiti da su potraživanja rasla naspram 2015. godine.

Završno za aktivu se može reći da sve vrijednosti padaju (osim ulaganje u nekretnine i zajmovi i depoziti) u 2017. godini naspram 2016. godine. Najveći pad može se vidjeti kod kratkotrajne imovine koja pada za oko 800 milijuna kuna. Unutar kratkotrajne imovine najviše se smanjuju potraživanja i to za oko 730 milijuna kuna. Stavke koje su naplaćene su potraživanje za državne potpore, potraživanje od Ministarstva financija koje se odnosi na potraživanje temeljem uplaćenih iznosa po Arbitražnom procesu u svezi raskinutog ugovora o gradnji te su smanjeni predujmovi za više od 300 milijuna kuna.

Nakon aktive prelazi se na pasivu. Opet su najzanimljivije godine 2015., 2016. i 2017. jer pasiva naglo raste u 2016. godini i naglo pada u 2017. godini. Na kapital i rezerve, kao što je vidljivo u tablici 13, najviše utječe preneseni gubitak koji se iz godine u godinu sve više gomila. U 2016. godini na veliki rast pasive utječu kratkoročne obveze. Obveze za primljene predujmove i posudbe su stavke koje se najviše povećavaju.

Prema bilješkama utvrđeno je da posudbe rastu najviše zbog tekućih dospijeća dugoročnih obveza od banaka koje se povećavaju naspram 2015. godine za oko 730 milijuna kuna. Financijski krediti kod poslovnih banaka većinom su iskorišteni za financiranje tekuće proizvodnje. Predujmovi rastu zbog rasta obveza prema ugovoru o izgradnji.

Posudbe od 3. Maj Brodogradilište odnose se većim dijelom na obveze prema matičnom društvu Uljanik zbog zajma za financiranje novogradnji, a manjim dijelom na primljen zajam od strane TransMadrid 2016. godine za izgradnju broda, što prikazuje graf 6. Bitno je naglasiti da prije spajanja 3. Maj je bio pred stečajem, a ulaskom u Grupi započinje njegovo restrukturiranje. U tom razdoblju dosta novca je trošeno upravo za njegovo restrukturiranje. Brodograđevni projekti ima zajmove unutar Grupe prema samom Uljaniku d.d. (90 milijuna kn) i prema 3. Maj Brodogradilištu (45 milijuna kn). Strojogradnja je primila zajam od 3. Maja koji ima dospijeće do 2017. godine



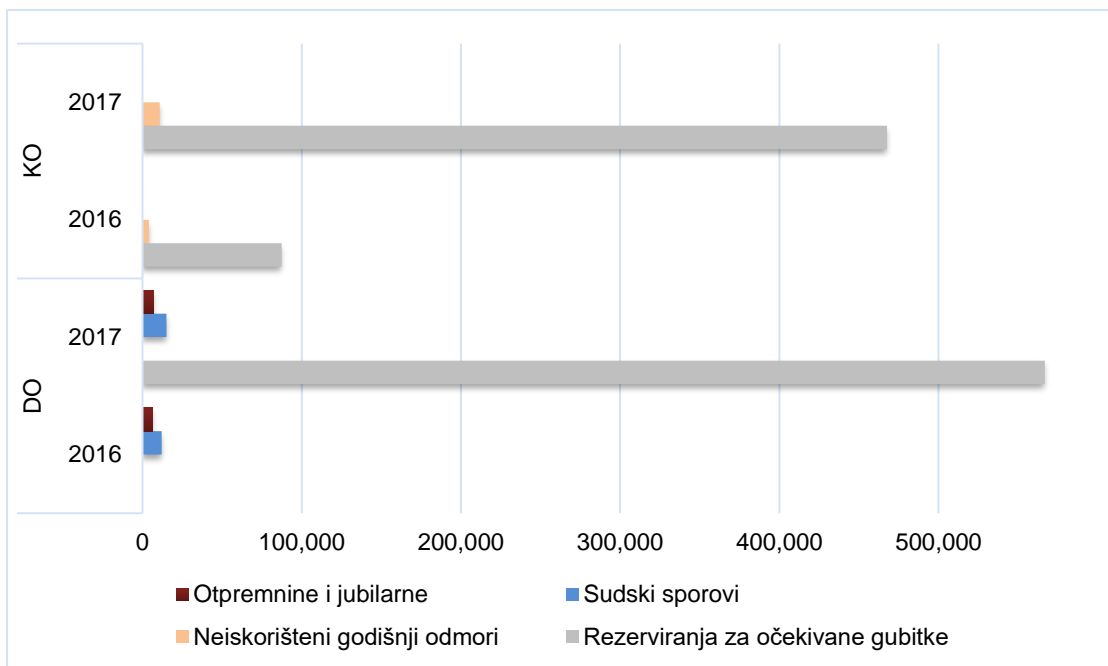
Graf 8: Obveze prema kreditima u 2015. i 2016. godini

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2015. i 2016. godinu

Na grafu 8 mogu se vidjeti obveze s osnove primljenih kredita između povezanih društva za poduzeća Strojogradnja Diesel, Brodograđevni projekti i 3. Maj Brodogradilište. U 2016. i 2015. godini najviše posudba ima Strojogradnja Diesel. Posudbe od 3. Maj Brodogradilište odnose se većim dijelom na obveze prema matičnom društvu Uljanik zbog zajma za financiranje novogradnji, a manjim dijelom na primljen zajam od strane TransMadrid 2016. godine za izgradnju broda, što je proučeno iz bilješka uz financijske izvještaje za 3. Maj Brodogradilište. Bitno je naglasiti da prije spajanja 3. Maj je bio pred stečajem, a ulaskom u Grupu započinje njego restrukturiranje. U tom razdoblju dosta novca je trošeno upravo za njegovo restrukturiranje. U bilješkama je također vidljivo da poduzeće Brodograđevni projekti ima zajmove unutar Grupe prema samom Uljaniku d.d. (90 milijuna kn) i prema 3. Maj Brodogradilištu (45 milijuna kn), a Strojogradnja je primila zajam od 3. Maja koji ima dospijeće do 2017. godine

Kapital i rezerve u 2017. godini prelaze u veliki minus što prikazuje bilanca u tablici 13. Preneseni gubici se iz godine u godinu povećavaju, a na kraju promatranog razdoblja prelaze nevjerojatnih 2,3 milijarde kuna. Osim tog indikatora velike financijske nestabilnosti unutar poduzeća mogu se navesti još i rezerviranja koja u 2017. godini također rastu.



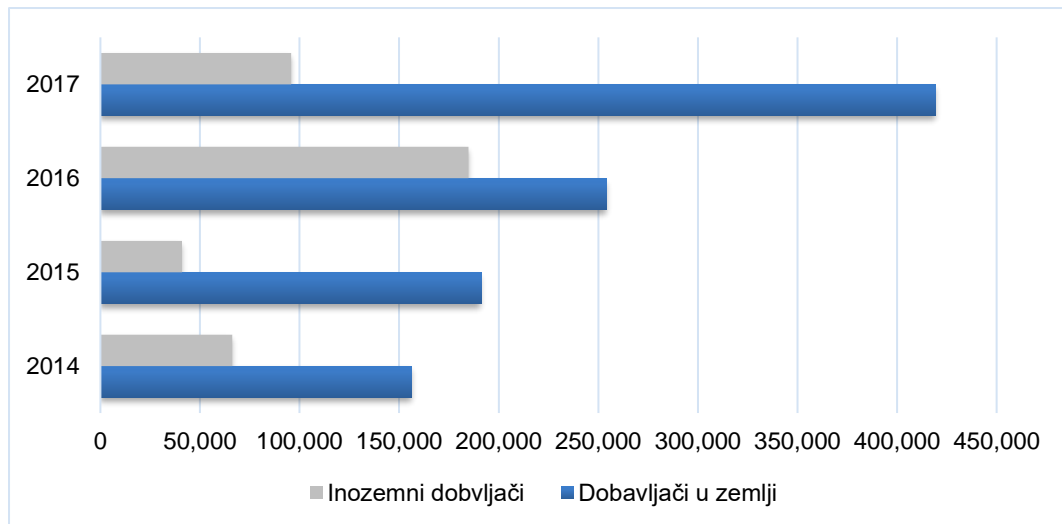


Graf 9: Dugoročna i kratkoročna rezerviranja za 2016. i 2017. godinu (u 000 kn) za Grupu Uljanik d.d.

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2016. i 2017. godinu

Dugoročna i kratkoročna rezerviranja naspram 2016. godine se povećavaju za nekoliko stotina milijuna kuna što je vidljivo i na grafu 9. Graf prikazuje dugoročne obveze za 2016. godinu (DO) i kratkoročne obveze za 2016. godinu (KO) te isto tako obveze za 2017. godinu. Uočljivo je da najveći dio rezerviranja su rezerviranja za očekivane gubitke.

Prema bilješkama Grupe u tu kategoriju su ukalkulirani gubici koji će teretiti novogradnje do njihove konačne isporuke. Očekivani gubici su dobiveni kao razlika procijenjene očekivane cijene pojedinog ugovora i prodajne cijene te očekivanih troškova penala za kašnjenja u isporukama. Očekivani gubici su procijenjeni za ugovore po kojima su radovi započeli, kao i za ugovore po kojima radovi još nisu započeli. Za pojedine ugovore za koje postoji realna mogućnost raskida, rezervirani su procijenjeni gubici koji bi teretili Grupu u slučaju raskida ugovora. Samim time može se vidjeti da se Grupa spremala na otkazivanje ugovora i kašnjenje s gradnjom.



Graf 10: Obveze prema dobavljačima (u 000 kn) Grupe Uljanik d.d.

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

U tablici 13 vidljivo je da obveze prema dobavljačima svake godine sve više rastu i unutar promatranog razdoblja narasla su za više od 300 milijuna kuna. Ako detaljnije promatramo obveze prema dobavljačima, na grafu 10, može se vidjeti da kroz sve godine rastu obveze prema domaćim dobavljačima, a obveze za inozemne dobavljače se u 2015. naspram 2014. godine smanjuju, isto kao i 2017. godine naspram 2016. godine. Time se može uvidjeti da su se obveze prema inozemnim dobavljačima podmirivale u nekim iznosima, a prema domaćim dobavljačima obveze su se samo gomilale.

Zaključno za bilancu, sigurnost poslovanja i likvidnost kroz godine nije zadovoljavajuća jer kroz cijelo promatrano razdoblje kratkotrajna imovina je manja od kratkoročnih obveza što znači da poduzeće ne posjeduje neto rani kapital. Zaduženost Grupe je velika jer u svim godinama kapital i rezerve nemaju ni 1% udjela unutar pasive. Zaduženost je velika zbog brojnih posudba i predujmova koje su primili tokom godina.

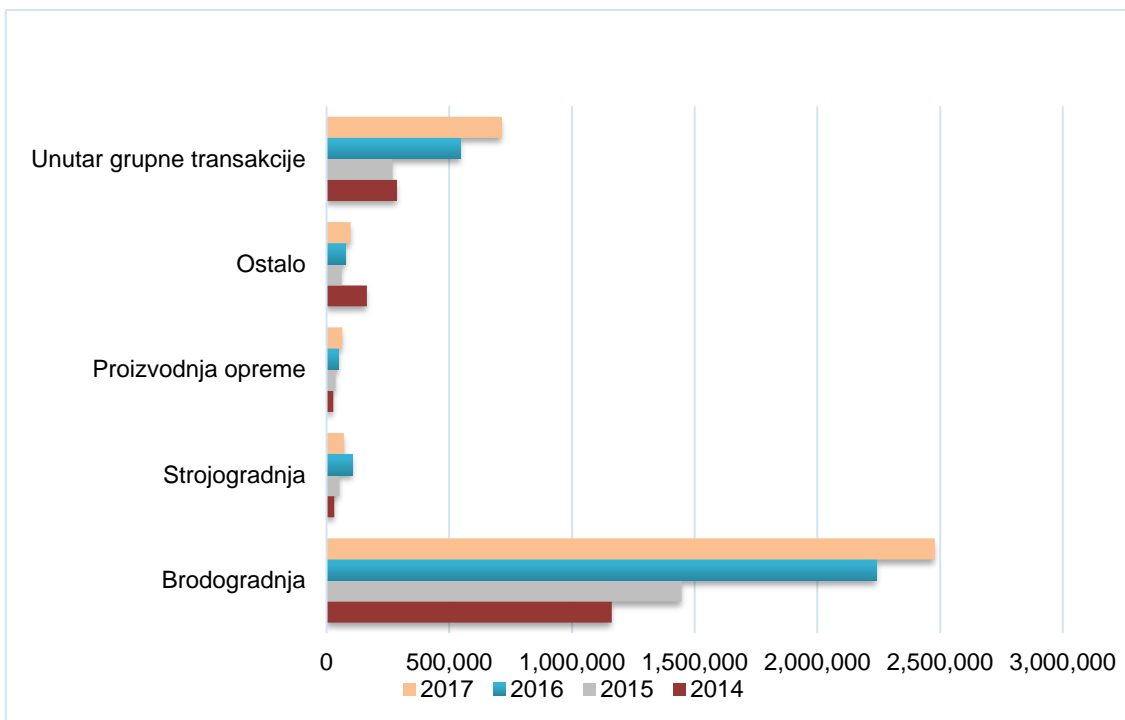
Sljedeće izvješće gdje se može vidjeti financijska nestabilnost Grupe je račun dobiti i gubitka. U tablici 14 mogu se vidjeti glavne kategorije računa dobiti i gubitka kroz promatrano razdoblje. Brojevi su prikazani u tisućama kuna. Ako gledamo poslovne prihode može se vidjeti veliki pad poslovnih prihoda u 2017. godini. Razlog tome su promjene rezervacija za očekivane gubitke koji su detaljnije objašnjeni iznad u radu. Poslovni rashodi rastu kroz sve promatrane godine i najveće su 2017. godine. Grupa ostvaruje u svim godinama gubitak, a najveći je 2017. godine.

Tablica 14: Račun dobiti i gubitka Grupe Uljanik d.d.(u 000 kn)

	2014.	2015.	2016.	2017.
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	1,088,548	1,698,233	2,212,381	1,096,281
Prihodi od prodaje	1,098,952	1,328,176	1,930,765	1,994,953
Promjena rezervacija za očekivane gubitke	-289,516	181,060	83,989	-946,251
Državne potpore	253,875	137,198	141,733	0
Ostali prihodi	25,237	51,799	55,894	47,579
<b>POSLOVNI RASHODI</b>	-1,502,854	-1,661,466	-2,276,941	-2,808,604
Troškovi materijala i usluga	-844,201	-977,312	-1,509,363	-1,936,359
Troškovi osoblja	-529,824	-526,174	-578,301	-645,470
Amortizacija	-55,046	-61,062	-65,150	-70,323
Ostali poslovni rashodi	-73,783	-96,918	-124,127	-156,452
<b>FINANCIJSKI PRIHODI</b>	47,758	49,503	78,848	83,432
<b>FINANCIJSKI RASHODI</b>	-132,331	-153,342	-173,787	-191,604
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	1,136,306	1,747,736	2,291,229	1,179,713
<b>UKUPNI RASHODI</b>	-1,635,185	-1,814,808	-2,450,728	-3,000,208
<b>DOBITAK/GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	-498,879	-67,072	-159,499	-1,820,495
Porez na dobit	-1,231	-3,509	-13,529	884
Porez po tonaži	0	0	0	-70
<b>DOBITAK/GUBITAK ZA GODINU</b>	-500,110	-70,581	-173,028	-1,819,681

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

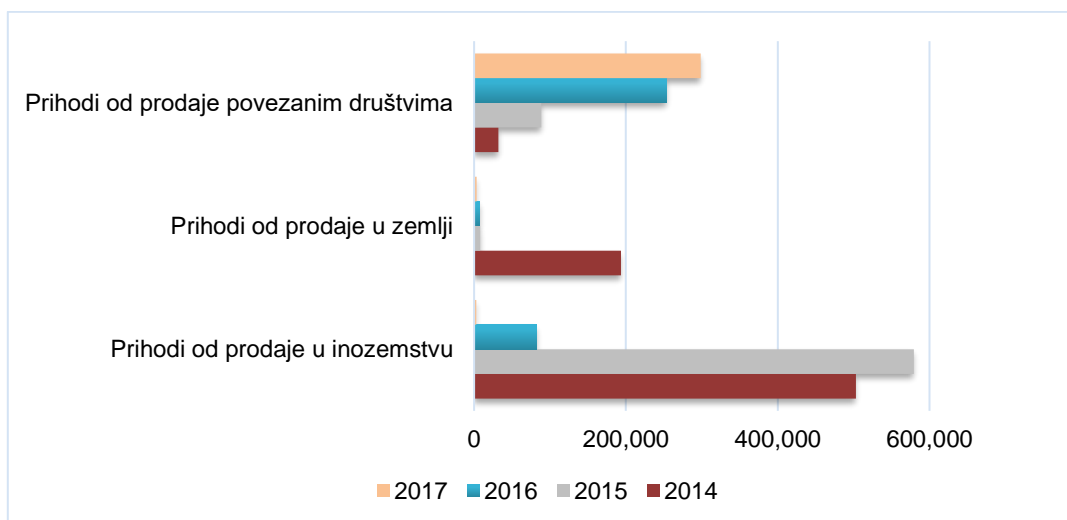
Grupa najviše prihoda ostvaruje od prodaje brodova, a manje od potpora, promjena rezervacija za očekivane gubitke i ostalih prihoda. Rezervacije za očekivane gubitke dobivene su kao razlika procijenjene očekivane cijene pojedinog ugovora i prodajne cijene te očekivanih troškova penala za kašnjenja u isporukama. Kako bi se prihodi od prodaje detaljnije opisali prikazani su na grafikonu na sljedećoj stranici.



Graf 11: Prihodi od prodaje po segmentima (u 000 kn) za Grupu Uljanik d.d.

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Prihodi od prodaje svake godine rastu, a na grafu 11 mogu se vidjeti segmenti poslovanja Grupe i njihove vrijednosti prihoda od prodaje. Najveći udio unutar prihoda od prodaje ima brodogradnja. Važno je napomenuti da prihodi od prodaje imaju najveći udio unutar ukupnih prihoda za što je zaslužna brodogradnja, točnije Brodogradilište Uljanik i 3. Maj Brodogradilište.



Graf 12: Prihodi od prodaje za Uljanik Brodogradilište d.d. (u 000 kn)

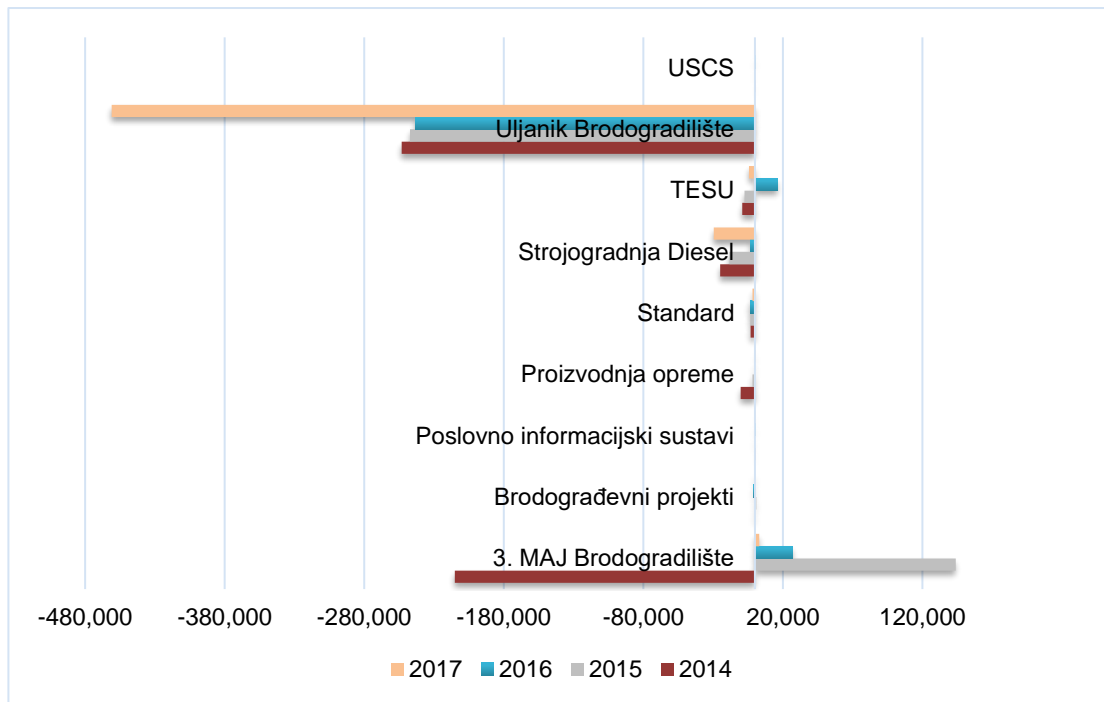
Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Glavne kategorije, segmenta brodogradnje, prihoda od prodaje su prihodi u inozemstvu, prihodi u zemlji i prihodi od prodaje povezanim društvima. U financijskim izvještajima 3. Maj Brodogradilište nema nekih većih promjena u strukturi prihoda od prodaje, što znači da većina prihoda od prodaje dolazi sa inozemnih tržišta. Nasuprot 3. Maju, Uljanik Brodogradilište ima promjena u strukturi prihoda od prodaje što je vidljivo na grafu 12. Prvih dvije godine (2014. i 2015.) glavni izvor prihoda su mu bili prihodi od prodaje u inozemstvu. U bilješkama uz financijske izvještaje poduzeća Uljanik Brodogradilište uočeno je da prema sjedištu kupaca najveći dio prihoda dolazi od Luksemburga, Nizozemske, Rusije i Turkmenistana. Zadnje dvije promatrane godine (2016. i 2017.) Uljanik Brodogradilište najviše prihoda od prodaje ostvaruje zahvaljujući prodaji povezanim društvima. Glavni izvor prihoda Grupe su prihodi od prodaje brodova inozemstvu, a Brodogradilište Uljanik u zadnje dvije promatrane godine ostaje bez navedenog glavnog izvora prihoda. Prodaja povezanim društvima kroz godine raste što ne nadomješćuje izgubljene prihode iz inozemstva. Također, to znači da obveze prema povezanim društvima unutar Grupe rastu (jer su poduzeća unutar Grupe kupile nešto od Uljanik Brodogradilišta) i da ti prihodi od prodaje povezanim društvima Uljanik Brodogradilišta ne pridonose oporavku Grupe.

Poslovni rashodi kroz sve godine rastu jer se povećavaju sve stavke rashoda, tablica 14. Najviše se povećavaju troškovi materijala i usluga koju su se kroz 4 promatrane godine povećali za više od milijardu kuna. U bilješkama Grupe Uljanik je uočeno da unutar troškova i usluga kategorije koje rastu su utrošene sirovine i materijal te vanjske usluge na izradi proizvoda.

Financijski rashodi su puno veći od financijskih prihoda, također tablica 14. U bilješkama Grupe Uljanik kroz sve promatrane godine najviši udio u financijskih rashodima imaju kamate. Kamate se kroz sve promatrane godine povećavaju te su se sa 64 milijuna u 2014. godini popele na 117 milijuna u 2017. godini. Grupa se sve više zadužuje.

Grupa kroz sve promatrane godine posluje s gubitkom. Najveći gubitak ima 2017. godine gdje posluje s gubitkom od 1,8 milijardi kuna, tablica 14. Ukupni rashodi rastu puno više nego ukupni prihodi što dovodi to takve situacije. 2017. godine se čak ukupni prihodi znatno smanjuju.



Graf 13: Dobit/gubitak po poduzećima ( u 000 kn)

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Na grafu 13 mogu se vidjeti gubici i dobiti krajem razdoblja za poduzeća unutar Grupe. Uljanik Brodogradilište vuče Grupnu prema stečaju. Uvjerljivo najveće gubitke ostvaruje Uljanik brodogradilište naspram ostalih poduzeća. Situaciju pokušava popraviti 3. Maj Brodogradilište, ali unatoč ostvarenom dobitku zadnjih 3 godine Uljanik Brodogradilište ima puno veće gubitke.

Nakon provedbe analize računa dobiti i gubitka može se zaključiti da poduzeće u nijednoj godini nije bilo ekonomično jer su ukupni rashodi veći od ukupnih prihoda. Sve stavke kod rashoda se kroz godine povećavaju, a stavke unutar poslovnih prihoda variraju. Kako poduzeće se sve više zadužuje, tako kroz godine rastu i financijski rashodi.

### 4.3. Analiza financijskih pokazatelja te njihov utjecaj na financijsku nestabilnost

U tablici 15 prikazani su pokazatelji likvidnosti. Kao što se već pretpostavilo proučavajući bilancu Grupa nije likvidna ni u jednoj godini. Koeficijent tekuće likvidnosti bi trebao u pravilu biti blizu 2, no on kroz sve godine je manji od 1. To znači da je Grupa kroz godine imala više obveza koje dolaze na naplatu, nego gotovine, potraživanja i zaliha. Koeficijent ubrzane likvidnosti također je sve godine ispod 1, a 2017. se čak i približava nuli. To ukazuje da Grupa svojom likvidnom imovinom ne može podmiriti kratkoročne obveze. Navedeni koeficijent se od

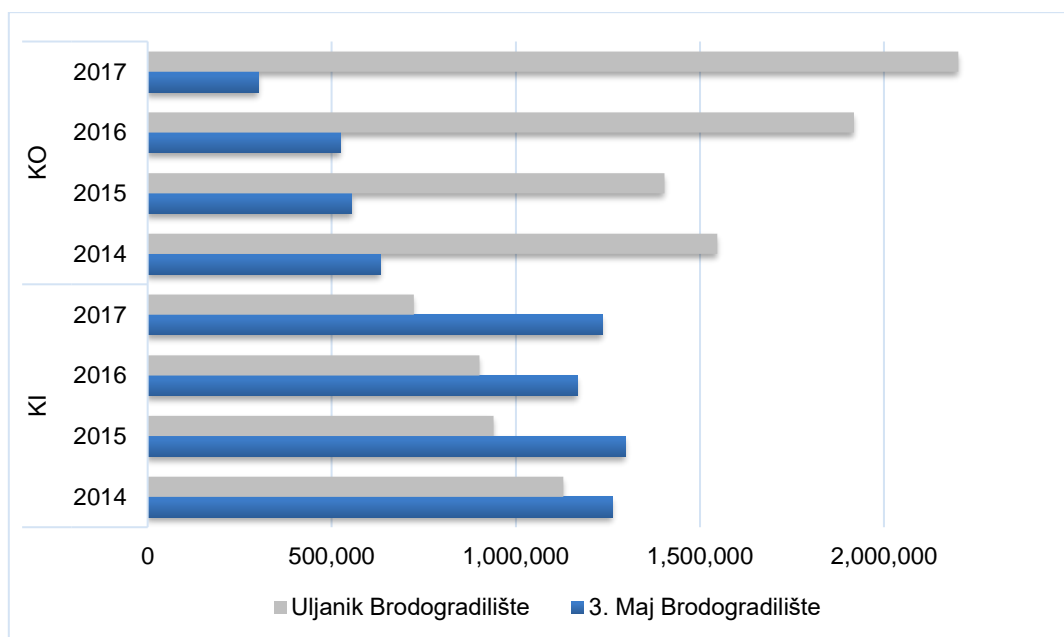
2015. godine sve više smanjuje te 2017. dolazi do 0.253 što znači da su likvidna sredstva sve manja, a obveza je sve više. Koeficijent financijske stabilnosti bi trebao biti najviše 1, a u prve tri godine on je značajno preko 1. Smanjenje pokazatelja financijske stabilnosti je pozitivna tendencija, jer to pokazuje da se sve veći dio kratkotrajne imovine financira iz dugoročnih izvora financiranja, a to ukazuje na financijsku stabilnost. U zadnjoj promatranoj godini taj koeficijent je manji od 1 (iznosi -1,996) što opet nije dobro jer je predznak negativan zbog negativnog predznaka ispred kapitala i rezerva.

Tablica 15: Pokazatelji likvidnosti za Grupu Uljanik d.d.

Naziv pokazatelja	2014.	2015.	2016.	2017.
Koeficijent tekuće likvidnosti	0.725	0.836	0.721	0.431
Koeficijent ubrzane likvidnosti	0.584	0.700	0.463	0.253
Koeficijent financijske stabilnosti	2.013	1.422	2.216	-1.996

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

S obzirom da se za likvidnost najviše uspoređuju kratkoročne obveze i kratkotrajna imovina na sljedeće grafikonu prikazane su navedene dvije stavke za Uljanik Brodogradilište i 3. Maj Brodogradilište.



Graf 14: Kratkotrajna imovina i kratkoročne obveze 3. Maja Brodogradilište d.d. i Uljanika Brodogradilište d.d. (u 000 kn)

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Na grafu 14 mogu se vidjeti kratkoročne obveze (KO) i kratkotrajna imovina (KI) dva najveća poduzeća unutar Grupe. Na grafikonu je jasno vidljivo da 3. Maj Brodogradilište svake godine ima veću kratkotrajnu imovinu od kratkoročnih obveza što znači da je poduzeće likvidno. Nasuprot njemu, Uljanik brodogradilište ima izrazito lošu likvidnost. U 2017. godini kratkoročne obveze su skoro duplo veće od kratkotrajne imovine.

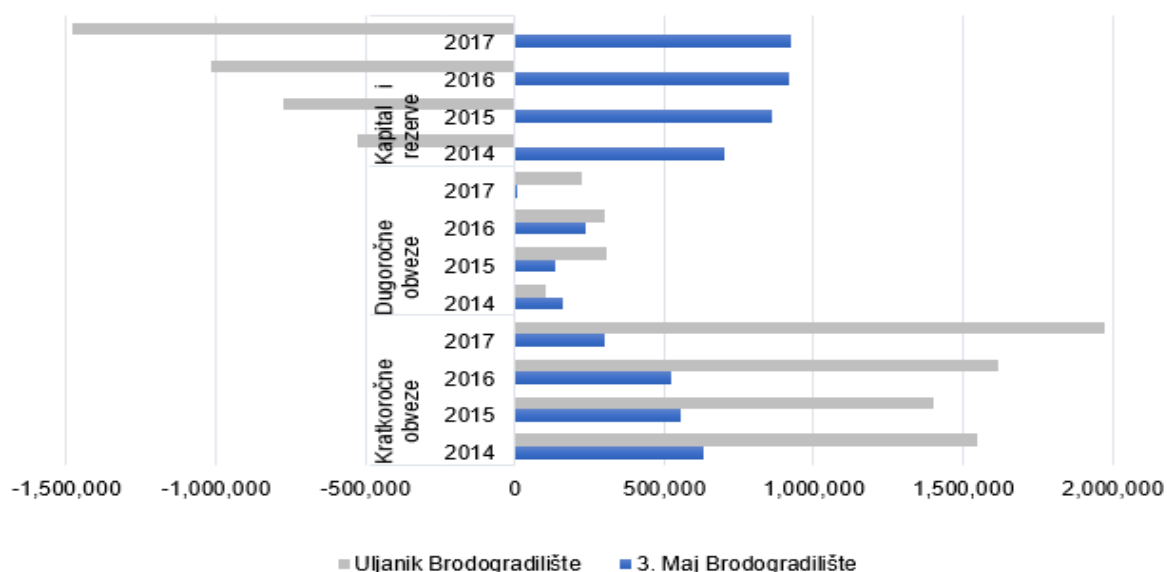
Pokazatelji zaduženosti pokazuju pravu sliku Grupe, a prikazani su u tablici 16. Prva dva pokazatelja mogu se povezati. Koeficijent zaduženosti govori da se Grupa kroz sve godine financira više od 93% tuđim izvorima. Vlastita sredstva financiranja se kroz promatrane godine smanjuju, a da bi se 2017. godine Grupa financirala samo tuđim izvorima financiranja. Ako gledamo koeficijent financiranja, možemo vidjeti da on svake godine raste što znači da su ukupne obveze Grupe kroz godine sve veći, a kapital sve manji. U 2017. godini kapital dobiva predznak minus što dovodi i do negativnog koeficijenta.

Tablica 16: Pokazatelji zaduženosti za Grupu Uljanik d.d.

Naziv pokazatelja	2014.	2015.	2016.	2017.
<b>Koeficijent zaduženosti</b>	0.935	0.959	0.995	1.621
<b>Koeficijent vlastitog financiranja</b>	0.065	0.041	0.005	-0.621
<b>Koeficijent financiranja</b>	14.274	23.579	201.616	-2.611

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Kako se pokazatelji zaduženosti baziraju na pasivu bilance, na grafu 13 prikazana je pasiva bilance za Uljanik Brodogradilište i 3. Maj brodogradilište. Kategorije koje su obuhvaćene u pasivi su kapital i rezerve, dugoročne obveze i kratkoročne obveze.



Graf 15: Stavke pasive za 3. Maj Brodogradilište d.d. i Uljanik Brodogradilište d.d. (u 000 kn)

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu



Iz grafa 15 je vidljivo da 3. Maj pokušava popraviti sliku Grupe, ali Uljanik Brodogradilište svojim velikim kratkoročnim obvezama i kapitalom koji je svake godine u sve većem minusu vodi Grupu prema stečaju. Razlog tome su veliki iznosi kumuliranog gubitka svake godine.

Prihodi i rezultat poslovanje detaljnije su proučeni kod računa dobiti i gubitka, a pokazatelji ekonomičnosti u tablici 17 potvrđuju prethodne činjenice. Ukupni rashodi veći su od ukupnih prihoda pa je zato koeficijent ekonomičnosti ukupnog poslovanja kroz sve promatrane godine manji od 1. Najveća razlika između ukupnih prihoda i rashoda je u 2017. godini gdje su rashodi puno veći od prihoda. Kod ekonomičnosti poslovnih aktivnosti može se vidjeti da se u 2015. godini ostvarivalo 1,022 kn prihoda na 1 kunu rashoda. Koeficijent ekonomičnosti financiranja najveći je bio 2016. godine gdje se ostvarivalo 0,454 kuna financijskih prihoda na 1 kunu rashoda.

Tablica 17: Pokazatelji ekonomičnosti za Grupu Uljanik d.d.

Naziv pokazatelja	2014.	2015.	2016.	2017.
<b>Koeficijent ekonomičnosti ukupnog poslovanja</b>	0.695	0.963	0.935	0.393
<b>Koeficijent ekonomičnosti poslovnih aktivnosti</b>	0.724	1.022	0.972	0.390
<b>Koeficijent ekonomičnosti financiranja</b>	0.361	0.323	0.454	0.435

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

U tablici 18 prikazani su pokazatelji profitabilnosti. Neto marža profita je dobar financijski pokazatelj konačnih učinaka realiziranih poslova poduzeća, a pokazuje koliki postotak ostvarenih prihoda ostaje u vidu dobiti s kojom se može raspolagati. Pošto je pokazatelj u svim godinama negativan, znači da Grupa nema zaradu unutar ukupnih prihoda. Neto rentabilnost imovine jedino je pozitivna 2015. godine što znači da je poduzeće zarađivano 0,003% na svaku kunu imovine. Vlasnici nemaju nikakvu zaradu jer je rentabilnost kapitala negativna.

Tablica 18: Pokazatelji profitabilnosti za Grupu Uljanik d.d.

Naziv pokazatelja	2014.	2015.	2016.	2017.
<b>Neto marža profita</b>	-0.440	-0.040	-0.076	-1.542
<b>Neto rentabilnost imovine</b>	-0.169	0.003	-0.017	-0.576
<b>Rentabilnost vlastitog kapitala</b>	-2.955	-0.584	-8.581	-0.992

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

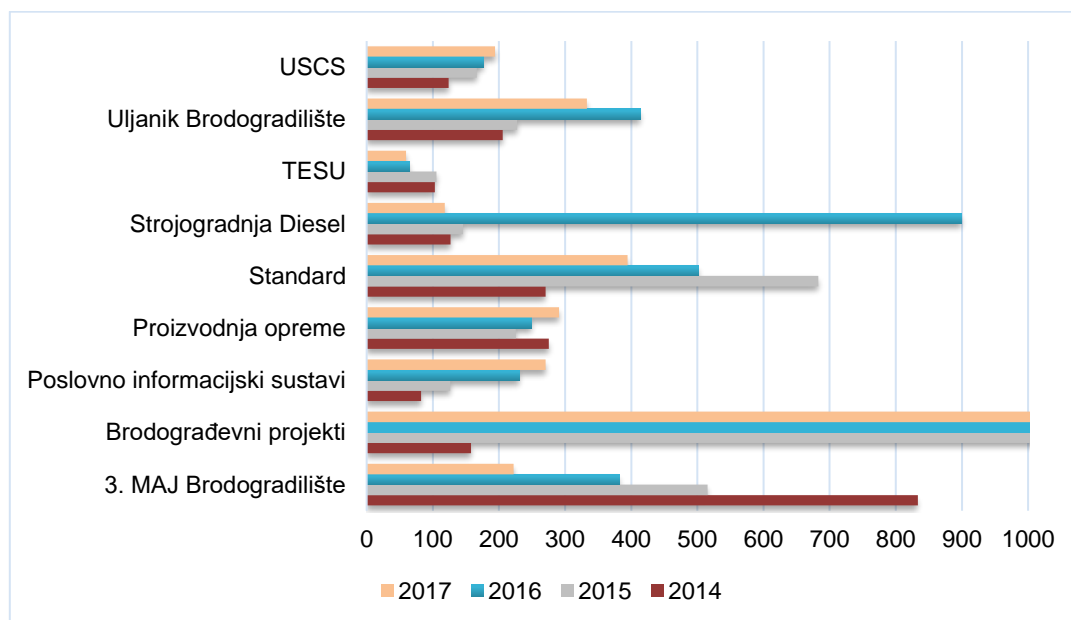
Pošto se radi o brodogradnji, gdje se za proizvod čeka dugi vremenski period od ugovaranja posla do prodaje gotov proizvoda, koeficijenti obrtaje ukupne imovine ne mogu biti jako veliki. U tablici 19 pod 2017. godini koeficijent je najmanji i iznosi 0,399. Koeficijent obrtaja potraživanja bi trebao biti što veći kako bi poduzeće bez ikakvih problema naplaćivalo svoja potraživanja. U ovom slučaju je obrtaj potraživanja jako mali, čak nije ni 3 puta godišnje, a to potvrđuje i prosjek trajanje naplate potraživanja koji iznosi više od 255 dana. Kako se brodovi baš i nisu gradili tako se ni zalihe nisu obrtale i one su se u prosjeku vezivale za skladište 114 dana.

Tablica 19: Pokazatelji aktivnosti za Grupu Uljanik d.d.

Naziv pokazatelja	2014.	2015.	2016.	2017.
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	0.440	0.588	0.561	0.399
Koeficijent obrtaja potraživanja	1.117	1.214	1.361	2.907
Trajanja naplate potraživanja	326.767	300.772	268.248	125.552
Koeficijent obrtaja zaliha	3.816	4.539	2.255	3.075
Dani vezivanja zaliha	95.642	80.421	161.875	118.685

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

S obzirom da je koeficijent obrtaja potraživanja jako mali, a trajanje naplate potraživanja traje u nekim godinama i više od 300 dana, na grafu 14 može se vidjeti detaljniji prikaz trajanje naplate potraživanja po poduzećima.



Graf 16: Trajanje naplate potraživanja za poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d.

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Iz grafa 16 je vidljivo da ekstremi koji vuku prosjek trajanje naplata potraživanja u 2014., 2015. i 2016. godini preko 260 dana su poduzeća 3. Maj, Brodograđevni projekti, Standard, Strojogradnja i Uljanik Brodogradilište. Najviše prosjek vuče na više u 2014. godini 3. Maj. Navedene godine poduzeću rastu potraživanja od povezanih strana za oko 320 milijuna kuna, potraživanja od Ministarstva gospodarstva za oko 305 milijuna kuna i potraživanja za državne potpore za oko 232 milijuna kuna. S obzirom da se prihodi nisu značajno promijenili, a potraživanja su naglo porasla trajanje naplate se produžilo, a koeficijent obrtaja potraživanja smanjio. Godine 2015., 2016. te 2017. Brodograđevnim projektima trajanje naplate potraživanja traje i preko 1000 dana. Poduzeće je 2014. godine drastično smanjilo broj zaposlenih, da na kraju 2015. godine poduzeće nema nijednu zaposlenu sobu. Prihodi od prodaje su gotovo nestali, a jedini prihodi od prodaje koje društvo kroz 2015. godinu ima su prihodi od pružanja usluga poduzećima unutar Grupe u prvom kvartalu godine. Financijski prihodi čini oko 90% ukupnih prihoda poduzeća, a ti prihodi se odnose na kamate na dane pozajmice povezanim društvima i pozitivne tečajne razlike. Najviše pozajmica poduzeće je dalo Uljanik Brodogradilištu u iznosu od 75 milijuna kuna, a upravo te pozajmice čine 82% ukupne imovine poduzeća. Na kraju 2017. godine poduzeće i dalje nema zaposlenika i posluje sa sve većim gubitkom, što znači da poduzeće propada.

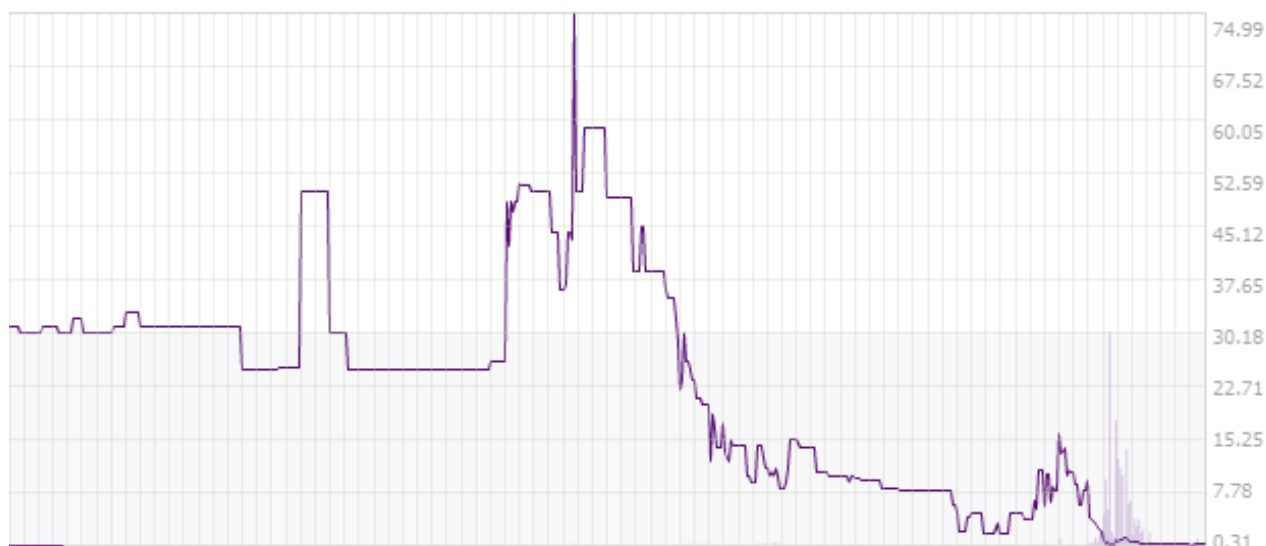
Pokazatelji investiranja nisu zadovoljavajući, a to se može vidjeti u tablici 20. Dobit po dionici je u svim godinama negativna što znači da vlasnici ostvaruju po svakoj dionici gubitak i da dionice nisu profitabilne. Također odnos dobiti po dionici i tržišne cijene je negativan kroz sve promatrane godine pa je stoga ukupna rentabilnost dionice negativna.

Tablica 20: Pokazatelji investiranja za Grupu Uljanik d.d.

Naziv pokazatelja	2014.	2015.	2016.	2017.
Dobit po dionici	-0.149	-0.021	-0.052	-0.542
Ukupna rentabilnost dionice	-0.004	-0.001	-0.001	-0.021

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Na slici 5 može se vidjeti kretanje dionice Grupe Uljanik d.d. (ULJN-R) za zadnjih 5 godina (od 2014. do 2019. godine). Nagli pad dionica ima od 2017. godine kada počinju stizati loše vijesti u javnost: blokade računa, raskinuti ugovori o gradnji brodova, nezadovoljni zaposlenici i njihovi štrajkovi i dr. Svi ti razlozi doveli su cijenu dionice uljanika na manje od 50 lipa.



Slika 5: Kretanje cijene dionice Grupe Uljanik d.d. za razdoblje od 01.01.2014. do 28.08.2019. godine

Izvor: www.zse.hr

#### 4.4. Ispitivanje efikasnosti Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja Grupe Uljanik d.d.

Kako bi se došlo do izračuna modela prvo su se morali izračunati pokazatelji koji su prikazani u tablici 21. Pokazatelji su izračunati za sve promatrane godine (od 2014. do 2017.) kako bi se mogao izračunati i Altmanov model vjerojatnosti nastupanja stečaj također za sve promatrane godine. Dobiveni rezultati mogu se vidjeti u tablici ispod.

Tablica 21: Izračun Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja

Opis pokazatelja	Pokazatelj	2014.	2015.	2016.	2017.
Radni kapital/ ukupna imovina	X1	-0.216	-0.118	-0.227	-0.702
Zadržani dobitak / ukupna imovina	X2	-0.111	-0.125	-0.135	-0.797
EBIT / ukupna imovina	X3	-0.160	0.012	-0.016	-0.579
Knjigovodstvena glavnica / ukupni dug	X4	0.070	0.042	0.005	-0.383
Prihod od prodaje / ukupna imovina	X5	0.425	0.447	0.473	0.675

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Kako je radni kapital u svi godinama negativan (jer su kratkoročne obveze veće od kratkotrajne imovine) tako je i pokazatelj X1 kroz cijelo promatrano razdoblje negativan.

Pokazatelj X2 također je negativan u promatranom razdoblju, a razlog tome što poduzeće nema zadržane dobiti nego samo ostvarenog gubitka. EBIT predstavlja dobit prije kamata i poreza i ona je pozitivna samo u 2015. godini kada je i pokazatelj X3 pozitivan. Pokazatelj X4 je negativan 2017. godine jer tada kapital i rezerve prelaze u minus zbog gomilanja prenesenog gubitka. Pokazatelj X5 od 2014. pa sve do 2017. godine se povećava.

Nakon što su se izračunali pokazatelji oni su se uvrštavali u formulu koja glasi:

$$Z' = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,107X3 + 0,420X4 + 0,998X5$$

i nakon izračuna za svaku godinu dobiveni su rezultati koji se mogu vidjeti u tablici 22.

Tablica 22: Dobiveni koeficijenti Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja

	2014.	2015.	2016.	2017.
Z'	-0,293	0,312	0,148	-2,466

Izvor: Samostalna izrada

Može se zaključiti da je Altmanov model predvidio stečaj za sve godine koje su se promatrale. Ako je koeficijent manji od 1,23 postoji velika mogućnost nastupa stečaja, a u tablici 22 može se vidjeti da je koeficijent puno manji od 1,23, a 2017. on čak iznosi -2,47.

## 5. Kritični čimbenici koji su doveli poduzeće do ulaska u stečaj

Kako bi poduzeće ušlo u stečaj potrebno je proći određene događaje. Najveći postotak poduzeća mora ući u stečaj zbog nemogućnosti plaćanja i prezaduženosti. Stečaj nije briga samo za vlasnike poduzeća, nego već i za zaposlenike kao i vjerovnike. Zaposlenici gube svoje radno mjesto, a kod vjerovnika postoje šanse da ne povrate svoja potraživanja koje je imao prema poduzeću koje odlazi u stečaj. U daljem dijelu rada pobliže je objašnjeno kako su reagirali zaposlenici, kako je poduzeće došlo do stečaja i dali je došlo do pojave insolventnosti.

### 5.1. Otkazivanje narudžba

Kupci su tijekom pojave financijske nestabilnosti u Grupi počeli otkazivati više milijunske poslove. U posljednjih 5 godina otkazana je gradnja više brodova što znači da su izgubljeni značajni prihodi.

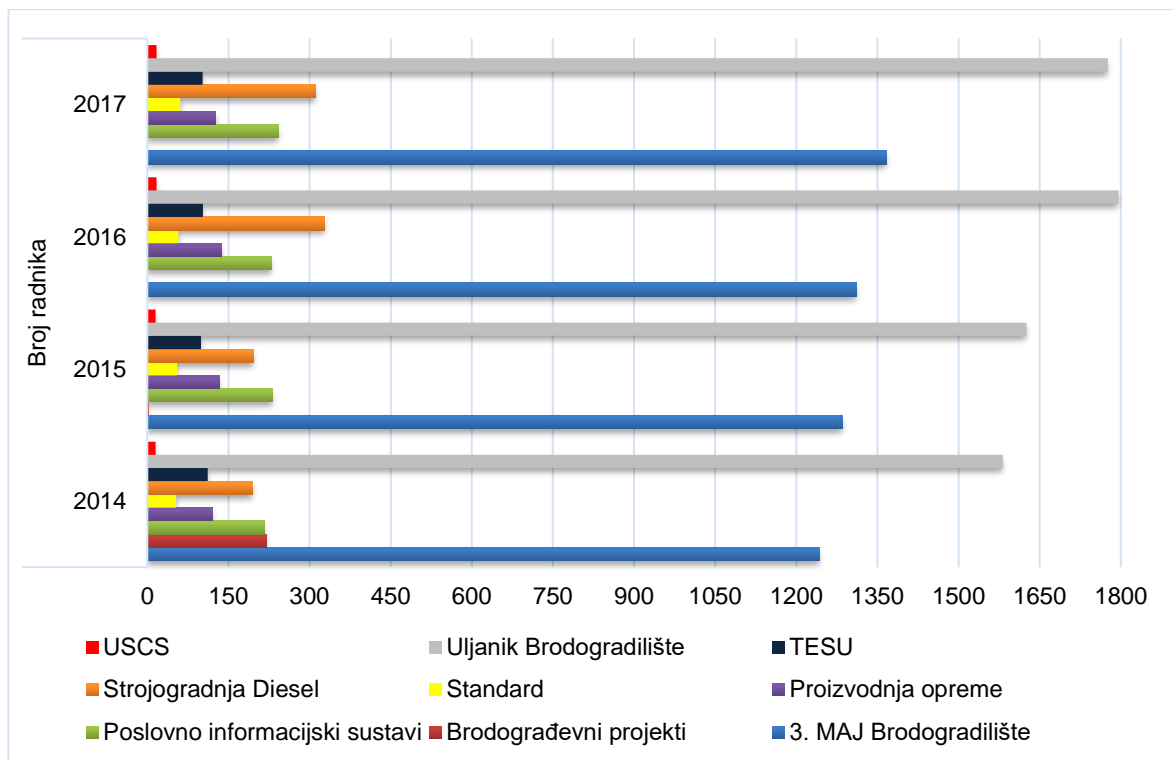
Kako Uljanik nije mogao graditi brodove tako nije poštivao odredbe iz ugovora o gradnji broda pa je kupac otkazao narudžbu. Kupac je bio Automarine Transport s Kajmanskog otočja koji je naručio brod za prijevoz automobila i kamiona. Poduzeće je 01.09.2018. godine odustalo od narudžbe gradnje ne samo toga nego još jednog broda identičnih tehničkih značajki, ali na kojem su aktivnosti na zahtjev kupca već i ranije zaustavljene. Poduzeće Siem Shipping također je 2018. godine raskinulo ugovor o gradnji za brodove za prijevoz automobila i kamiona gdje fizička proizvodnja nije ni započela jer je kupac isto zaustavio aktivnosti. Oba poduzeća, Automarine Transport i Siem Shipping pripadaju Grupi SIEM. (Poslovni dnevnik, 2018.)

Ni u narednoj 2019. godini Uljaniku ne ide bolje. Ugovor koji je imao sklopljen s CLdN ro-ro S.A. Luxembourg, za izgradnju Ro-Ro broda za prijevoz kamiona, automobila i kontejnera na prikolicama je raskinut 27.01.2019. godine. Razlozi su ostali isti, a oni su da Uljanik d.d. (s kojom poduzeća sklapaju ugovore o gradnji) ne poštuje odredbe iz ugovora. (Poslovni dnevnik, 2019.)

Još neki od kupaca koji su odustali od gradnje su Livestock Transport & Trading CO., K.S.C. iz Kuvajta koji je naručio brod za prijevoz žive stoke, Algoma Central Corporation iz Kanade je otkazalo gradnju preostala četiri ugovora o novogradnjama s brodogradilištem 3. Maj, norveški naručitelj koji je raskinuo ugovor o gradnji broda za polaganje kabela i ugovor o gradnji broda za prijevoz žive stoke koji je raskinuo singapurski naručitelj, poduzeće Wellard Ships. (Poslovni dnevnik, 2019.)

## 5.2. Obustava rada

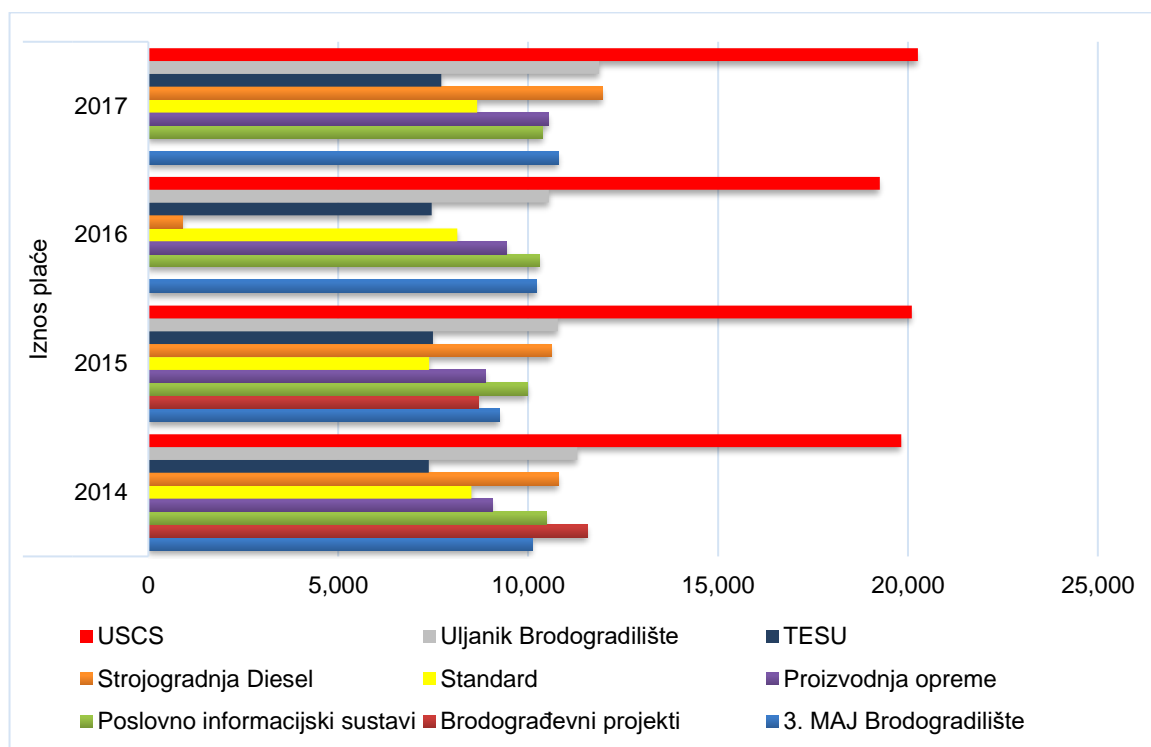
Kako Grupa pokušava smanjivati troškove s ciljem ostvarenja određenih ušteda, na red su došli i radnici. Plaće su početkom 2018. pa sve do danas kasnile i zbog toga su zaposlenici nezadovoljni. Svaki mjesec plaće sve više kasne, a obveze zaposlenika čekaju na naplatu. Štrajkova je tokom godina bilo više, a svaki štrajk značio je obustavu rada na brodovima koji su bili u procesu izgradnje.



Graf 17: Broj radnika za poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d.

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Na grafu 17 je prikazan broj radnika od 2014. do 2017. godine za poduzeća unutar Grupe. Najviše radnika ima Uljanik brodogradilište kojemu se broj smanjuje u 2017. godini naspram 2016. godine. Zatim, 3. Maj bilježi povećan broj radnika kroz godine dok kod Strojogradnje broj varira. Kao što je već navedeno prije u tekstu, Brodograđevni projekti drastično smanjuju broj radnika te 2016. i 2017. godine nemaju radnika. Osim 3. Maja kroz godine broj radnika povećavaju i USCS i Standard.



Graf 18: Iznos plaće za poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d.

Izvor: Samostalna izrada prema godišnjim izvješćima za 2014., 2015., 2016. i 2017. godinu

Na grafu 18 prikazani su iznosi plaća za sva poduzeća unutar Grupe kroz promatrano razdoblje. Plaće su prikazane u mjesečnim iznosima, a sadrže doprinose iz plaće, doprinose na plaću i ostale naknade. Plaće su dobivene tako da su se troškovi osoblja podijelili sa brojem radnika i još podijelili sa 12 kako bi se dobili mjesečni iznosi. Može se vidjeti da poduzeće USCS ima najveće mjesečne plaće po radniku što nije ni neobično s obzirom na djelatnost koja zahtjeva radnike s visokom stručnom spremom. Ostala poduzeća kreću se u nekom prosjeku od 7 do 10 tisuća kuna.

### 5.3. Nelikvidnost

Nakon proučavanja financijskih pokazatelja likvidnosti ustanovilo se da je Grupa nelikvidna. Većina poduzeća ne može naplatiti dovoljno brzo svoja potraživanja i samim time ne može plaćati svoje obveze. Nelikvidnost je jedan od prvih koraka koji vodi prema stečaju poduzeća. Ako poduzeća nisu mogla plaćati svoje obveze znači da nisu imali ni sredstva za rad, sredstva za plaće i slično. Pojava nelikvidnosti je utjecala na sva poduzeća unutar Grupe.



Uljanik Brodogradilište kao predvodnik nelikvidnosti ima izrazito loše stanje u bilanci. Kratkotrajne obveze pune su pozajmica sa velikim kamatnim stopama, a kratkotrajna imovina duplo je manja od kratkoročnih obveza što govori puno o stanju likvidnosti u tom poduzeću.

## **5.4. Pojava insolventnosti**

Insolventnost je različita od likvidnosti po tome što poduzeće duguje više nego što trenutno ima i što potražuje. Stanje insolventnosti javlja se također i unutar Grupe uslijed velike nelikvidnosti i prezaduženosti. Uljanik d.d. zajedno sa najvećim poduzećima u dugovima unutar Grupe nije mogao plaćati obveze i samim time blokiran mu je račun. Kroz godine račun Uljanika d.d. kao i poduzeća unutar Grupe više je puta bio blokiran i deblokiran. Blokada se pojavila i u onom trenutku kada su 4 broda otkazana za izgradnju u 2018. godini. 3. Maj Brodogradilište je bilo par mjeseci u blokadi i restrukturiranje poduzeća trajalo je nekoliko godina, a poduzeće je trenutno još uvijek u blokadi.

Najnovije informacije govore da se počinju slagati slagalice vezane uz deblokadu računa u 3. Maju. Radi se o dokument o prijedlogu sporazuma s vjerovnicima kojeg bi i Vlada mogla podržati. U tom modelu se blokada od 151 milijun kuna dijeli na nekoliko grupa vjerovnika. Grupe su radnici, Republika Hrvatska, OTP banka kojoj je 3. Maj jamac za tražbinu prema Uljaniku, te dobavljači i kooperanti. Četiri broda u izgradnji bita su stavka za prihvaćanje modela, a poduzeće trenutno ima i više brodova koje treba i trenutno izgrađuje. (Varšanec, 2019.)

## 6. Zaključak

Uljanik ima dugu tradiciju, a počeo je poslovati prije davnih 163 godina. Na početku je bio glavna ratna luka, a kroz godine se mijenjao i rastao. Prošao je mnogo toga, od jednog perspektivnog poduzeća pa sve do njegovog kolapsa. Sve je započelo Uljanik Brodogradilištem, da bi se kasnije osnivala i pripajala druga poduzeća. Uljanik je gradio razne brodove, kruzere, tankere pa čak i podmornice.

Grupa Uljanik d.d. osnovana je 1992. godine. Najteže razdoblje Grupe upravo je 2019. godina, točnije sredina svibnja 2019. godine kada je proglašen stečaj Uljanika d.d., krovne institucije Grupe. Da je ta godina teška govori i činjenica da je prije krovne institucije još šest članica ušlo u stečaj. Poslovno informacijski sustavi su likvidirani, a stečaj je otvoren nad Proizvodnjom opreme, TESU, Strojogradnja Diesel, USCS i Uljanik Brodogradilište. U ožujku je Financijska agencija dala prijedlog za stečaj Uljanika d.d. zbog neizvršenih obveza za plaćanje od 120 dana, a i račun je bio blokiran zbog dugovanja u iznosu od 28,2 milijuna kuna.

Proučavajući bilancu može se zaključiti da se alarmantno stanje moglo vidjeti mnogo godina prije proglašenja stečaja. Već 2014. godine poduzeće je bilo prezaduženo, obveze su bile prevelike, a potraživanja se nisu dobro naplaćivala. Navedene godine Grupi 93,5% pasive čine obveze. Stanje se kroz godine pogoršava i obveza je sve više kao i gubitka koji se kumulira sve više. Trenutne obveze pokušavaju se riješiti kratkoročnim posudbama gdje se uz kamate problem ne rješava narednih godine nego još više komplicira. U 2016. godini kratkoročne posudbe i obveze za primljene predujmove iznose nevjerojatnih 62,7% ukupne pasive što dokazuje koliko se Grupa zadužuje i tone u sve veće dugove. Godine 2017. kapital i rezerve zbog prenesenih gubitaka prelaze i minus, a dugoročne i kratkoročne obveze veće su nego u ijednoj drugoj promatranoj godini. Prije pripajanja Grupi 3. Maj Brodogradilište je bilo u velikim problemima i prijetio mu je stečaj. Kada je ušao u Grupi počelo je njegovo restrukturiranje i nada za oporavkom. Prema analizi bilance uvidjelo se da dosta posudba, kredita i potpora upravo ide prema 3. Maju radi provođenja restrukturiranja. Također, Uljanik Brodogradilište lošim ugovaranjem poslova, kašnjenjem u izgradnji te plaćanjem penala i zapravo gradnjom brodova koji im se nisu isplatili svake godine sve više koristi tuđe izvore financiranja i prezadužuje se.

Prelaskom na račun dobiti i gubitka samo se potvrđivala situacija iz bilance. Ukupni prihodi u svim promatranim godinama manji su od ukupnih rashoda i poduzeće ostvaruje gubitak u promatranom razdoblju. Najveći gubitak Grupa je imala u 2017. godini koji iznosi 1,8 milijardi kuna. Osim povećanog gubitka Grupa je i povećala stavku „promjena rezervacija za očekivane gubitke“ što znači da je i sama bila svjesna koliko im je gradnja određenih bodova neisplativa, koliko će narudžba biti otkazano te koliko će penala morati plaćati zbog kašnjenja

u isporuci. Dva najveća poduzeća unutar Grupe (3. Maj i Uljanik Brodogradilište) imaju najveće prihode, ali isto tako i rashode koji kod Uljanik Brodogradilišta premašuju prihode za velike iznose. Godine 2017. Uljanik Brodogradilište ostaje bez glavnog izvora prihoda (prodaja prema inozemstvu) gdje se može vidjeti koliko kupaca je odustalo od gradnje i koliko je narušena slika i imidž brodogradilišta vanjskom svijetu.

Financijski pokazatelji upozoravaju Grupu tokom svih godina na stanje koje ih je zadesilo. Grupa je nelikvidna i prezadužena. Najviše zaduženo poduzeće je Uljanik Brodogradilište kojemu kroz sve promatrane godine obveze konstantno rastu, a kapital se topi. Grupa ne ostvaruje dobit, pa su takvi i pokazatelji profitabilnosti. Ekonomičnost je također u minusu zbog rashoda koje svake godine sve više rastu. Vlasnici dionica ne mogu se pohvaliti jer zapravo gube novac po svakoj dionici koji imaju. Aktivnost Grupe ukazuje na mali obrtaj zaliha što znači da ne isporučuju više toliko proizvoda. Najviše zabrinjavajući su bili pokazatelji trajanja naplata potraživanja koji su u prosjeku iznosili 255 dana.

Ispitivanjem točnosti Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja vidljivo je da je model predvidio stečaj za sve godine. Najveća mogućnost ulaska Grupe u stečaj je 2017. godina gdje koeficijent Altmanovog modela iznosi -2,5, a već kod koeficijenta 1,23 postoji velika šansa ulaska poduzeća u stečaj.

Na kraju rada može se reći da ključni čimbenici koji su utjecali na stečaj Grupe u 2019. godini su otkazivanje velikog broja narudžba, obustava rada, pojava nelikvidnosti koju je popratila i pojava insolventnosti. Velikom financijskom nestabilnošću koja se pojavljuje u promatranim godinama Grupa ruši svoj imidž koji je danas glavni marketinški prodajni trik. Kupci više ne vjeruju Uljaniku i okreću se novim dobavljačima koji imaju moderniju tehnologiju i dobru sliku u svijetu. Također, svakim novim kreditom i posudbom Uljanik je sigurno bio jedan korak bliže stečaju i uništavanju duge tradicije brodogradnje u Hrvatskoj.

# Literatura

1. Analiza i praćenje učinka Stečajnog zakona (2017). Ministarstvo pravosuđa
2. Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure, *Journal of accounting research*: [https://www.jstor.org/stable/2490171?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2490171?seq=1#page_scan_tab_contents) preuzeto 4.7.2019
3. Deakin, E. B. (1972). A discriminant analysis of predictors of business failure. *Journal of accounting research*: [https://www.jstor.org/stable/2490225?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2490225?seq=1#page_scan_tab_contents) preuzeto 22.7.2019.
4. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) 3. Maj Brodogradilište d.d., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
5. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik d.d., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
6. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik Brodogradilište d.d., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
7. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik Brodograđevni Projekti d.o.o., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
8. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik Proizvodnja opreme d.d., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
9. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik Poslovno informacijski sustavi d.o.o., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
10. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik Standard d.o.o., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
11. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik Strojogradnja Diesel d.d., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
12. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) Uljanik Tesu d.d., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.
13. Godišnja izvješća (2014., 2015., 2016. i 2017.) USCS d.o.o., Financijska agencija: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> preuzeto 03.09.2019.

14. Ježovita A. (2014). Oblikovanje modela za ocjenu kvalitete poslovanja poduzeća na temelju financijskih izvještaja
15. Keglević Kozjak, S., Šestanjanj-Perić, T., Bešvir, B. (2014): Assessment of bankruptcy prediction models' – Applicability in Croatia in An Enterprise Odyssey International Conference Proceedings:  
[https://scholar.google.hr/citations?user=usxfn\\_0AAAAJ&hl=hr](https://scholar.google.hr/citations?user=usxfn_0AAAAJ&hl=hr) preuzeto 3.7.2019.
16. Mesarić P. (2009). Temeljni pokazatelji analize financijskih izvještaja:  
<http://finance.hr/wp-content/uploads/2009/11/mp14112010.pdf> preuzeto 6.9.2019.
17. Narodne novine Vol 71, Stečajni zakon (2015):. [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/full/2015\\_06\\_71\\_1365.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/full/2015_06_71_1365.html) preuzeto 3.7.2019.
18. Ohlson, J. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*:  
[https://www.jstor.org/stable/2490395?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2490395?seq=1#metadata_info_tab_contents) preuzeto 23.7.2019.
19. Pervan, I., Pervan, M., Vukoja, B. (2011). Prediction of company bankruptcy using statistical techniques –Case of Croatia, Croatian Operational Research Review (CRORR) Vol. 2: <https://hrcak.srce.hr/96660> preuzeto 4.7.2019.
20. Poslovni dnevnik (2018). Uljanikovi kupci otkazali 4 broda:  
<http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/uljanikovi-kupci-otkazali-cetiri-broda-344517> preuzeto 21.08.2019.
21. Poslovni dnevnik (2019). Još jedan u nizu neuspjeha: Kuvajtski naručitelj Uljanikuotkazao gradnju broda: <http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/jos-jedan-u-nizu-neuspjeha-kuvajtski-narucitelj-uljaniku-otkazao-gradnju-broda-351684> preuzeto 21.08.2019.
22. Poslovni dnevnik. Leksikon: <http://www.poslovni.hr/leksikon/likvidnost-1443> preuzeto 6.9.2019.
23. Poslovi dnevnik (2019). Uljanik ostao bez još jednog posla, firma iz Luksemburga otkazala brod: <http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/uljanik-ostao-bez-jos-jednog-posla-firma-iz-luksemburga-otkazala-brod-349416> preuzeto 21.08.2019.
24. Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju, Osijek
25. Službena starnica Uljanik d.d.: <https://www.uljanik.hr/hr/> preuzeto 2.7.2019.
26. Službena stranica Valdez: <https://www.virtualni-ured.net/> preuzeto 16.8.2019.
27. Službena stranica Zagrebačke burze: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=121> preuzeto 20.8.2019.
28. Šarlija, N., Penavin, S., Harc, M. (2009). Predviđanje nelikvidnosti poduzeća u Hrvatskoj, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu Vol 7, br.2:  
<https://hrcak.srce.hr/44422> preuzeto 5.7.2019.

29. Trstenjak, N., Altaras Penda, I. (2018). Restrukturiranje i sanacija poduzeća u uvjetima financijske krize: <https://hrcak.srce.hr/196100> preuzeto 3.7.2019
30. Varošaneć, S., Poslovni dnevnik, Skrojen mode za deblokadu na potezu Uprava pa vjerovnici: <http://www.poslovni.hr/hrvatska/skrojen-model-za-deblokadu-na-potezu-uprava-pa-vjerovnici-354622> preuzeto 21.08.2019.
31. Vukelić, M., Osnovno o stečaju, Sudačka mreža: <http://www.sudacka-mreza.hr/web-stecaj.aspx?G1=&G2=osnovno-ste%C4%8Daj> preuzeto 12.8.2019.
32. Zenzerović R., Peruško, T. (2006). Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja, Ekonomska istraživanja Vol. 19: <https://hrcak.srce.hr/21495> preuzeto 4.7. 2019
33. Zenzerović R., (2009). Business financial problems prediction - Croatian experience, Ekonomska Istraživanja Vol.22: [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=74261](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=74261) preuzeto 4.7.2019.
34. Zmijewski M.E., (1984). Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models: [https://www.istor.org/stable/pdf/2490859.pdf?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.istor.org/stable/pdf/2490859.pdf?seq=1#page_scan_tab_contents) preuzeto 3.7.2019.

## Popis slika

Slika 1: Vremenski razvoj stečajnog zakonodavstva.....	5
Slika 2: Vremenska lenta poslovanja Grupe Uljanik.....	25
Slika 3: Poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d. ....	25
Slika 4: Logo Grupe Uljanik d.d. ....	27
Slika 5: Kretanje cijene dionice Grupe Uljanik d.d. za razdoblje od 01.01.2014. do 28.08.2019. godine.....	45

## Popis tablica

Tablica 1: Prioriteti potraživanja u stečajnom postupku .....	7
Tablica 2: Predmeti za stečaj po vrsti spora .....	9
Tablica 3: Odabrani Beaverovi pokazatelji.....	13
Tablica 4: Nezavisni ključni pokazatelji.....	14
Tablica 5: Prikaz modela - Ohlson.....	15
Tablica 6: Odabrani pokazatelji za Kralicekov brzi test.....	16
Tablica 7: Kritične vrijednosti DF pokazatelja .....	16
Tablica 8: Zaključak o vjerojatnosti stečaja.....	18
Tablica 9: Višestruka Deakinova diskriminacijska analiza.....	19
Tablica 10: Financijski pokazatelji i p-vrijednost.....	22
Tablica 11: Odabrani pokazatelji za model .....	23
Tablica 12: Sastav Grupe Uljanik d.d.....	26
Tablica 13: Bilanca Grupe Uljanik d.d. (u 000 kn) .....	28
Tablica 14: Račun dobiti i gubitka Grupe Uljanik d.d.(u 000 kn).....	36
Tablica 15: Pokazatelji likvidnosti za Grupu Uljanik d.d. ....	40
Tablica 16: Pokazatelji zaduženosti za Grupu Uljanik d.d.....	41
Tablica 17: Pokazatelji ekonomičnosti za Grupu Uljanik d.d. ....	42
Tablica 18: Pokazatelji profitabilnosti za Grupu Uljanik d.d.....	42
Tablica 19: Pokazatelji aktivnosti za Grupu Uljanik d.d. ....	43
Tablica 20: Pokazatelji investiranja za Grupu Uljanik d.d.....	44
Tablica 21: Izračun Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja.....	45
Tablica 22: Dobiveni koeficijenti Altmanovog modela vjerojatnosti nastupanja stečaja .....	46

## Popis grafova

Graf 1: Stečajni postupak za dionička društva i društva s ograničenom odgovornošću.....	10
Graf 2: Započeti stečajni postupci prema podnositelju prijedloga .....	10
Graf 3: Stavke dugotrajne imovine Grupe Uljanik d.d. (u 000 kn) .....	29
Graf 4: Stavke nekretnina, postrojenja i oprema .....	29
Graf 5: Stavke kratkotrajne imovine Grupe Uljanik d.d. (u 000 kn).....	30
Graf 6: Vrijednost zaliha za 2015. i 2016. godinu.....	31
Graf 7: Potraživanja prema povezanim poduzećima.....	31
Graf 8: Obveze prema kreditima u 2015. i 2016. godini.....	33
Graf 9: Dugoročna i kratkoročna rezerviranja za 2016. i 2017. godinu (u 000 kn) za Grupu Uljanik d.d. ....	34
Graf 10: Obveze prema dobavljačima (u 000 kn) Grupe Uljanik d.d. ....	35
Graf 11: Prihodi od prodaje po segmentima (u 000 kn) za Grupu Uljanik d.d.....	37
Graf 12: Prihodi od prodaje za Uljanik Brodogradilište d.d. (u 000 kn).....	37

Graf 13: Dobit/gubitak po poduzećima ( u 000 kn).....	39
Graf 14: Kratkotrajna imovina i kratkoročne obveze 3. Maja Brodogradilište d.d. i Uljanika Brodogradilište d.d. (u 000 kn).....	40
Graf 15: Stavke pasive za 3. Maj Brodogradilište d.d. i Uljanik Brodogradilište d.d. (u 000 kn) .....	41
Graf 16: Trajanje naplate potraživanja za poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d.....	43
Graf 17: Broj radnika za poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d. ....	48
Graf 18: Iznos plaće za poduzeća unutar Grupe Uljanik d.d. ....	49