

# Ocjena ponašanja poduzeća X na podlozi teorija poduzeća: slučaj preuzimanja poduzeća Y

---

Šamec, Ivan

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **The University of Applied Sciences Baltazar Zaprešić / Veleučilište s pravom javnosti Baltazar Zaprešić**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:129:000389>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-24**

Repository / Repozitorij:

[Digital Repository of the University of Applied Sciences Baltazar Zaprešić](#) - The aim of Digital Repository is to collect and publish diploma works, dissertations, scientific and professional publications



**VELEUČILIŠTE**  
**s pravom javnosti**  
**BALTAZAR ZAPREŠIĆ**

**Zaprešić**

**Specijalistički diplomski stručni studij**

**Financijski menadžment**

**IVAN ŠAMEC**

**OCJENA PONAŠANJA PODUZEĆA X NA PODLOZI TEORIJA  
PODUZEĆA: SLUČAJ PREUZIMANJA PODUZEĆA Y**

**SPECIJALISTIČKI ZAVRŠNI RAD**

**Zaprešić, 2021. godine**

**VELEUČILIŠTE**  
**s pravom javnosti**  
**BALTAZAR ZAPREŠIĆ**

**Zaprešić**

**Specijalistički diplomski stručni studij**

**Financijski menadžment**

**SPECIJALISTIČKI ZAVRŠNI RAD**

**OCJENA PONAŠANJA PODUZEĆA X NA PODLOZI TEORIJA  
PODUZEĆA: SLUČAJ PREUZIMANJA PODUZEĆA Y**

**Mentor:**

**mr. sc. Augustin Zbiljski**

**Student:**

**Ivan Šamec**

**Naziv kolegija:**

**FINANCIJSKI KONTROLING**

**JMBAG studenta:**

**0006034124**

## SADRŽAJ

|  |    |
|--|----|
| <b>SAŽETAK</b> .....   | 1  |
| <b>ABSTRACT</b> .....  | 2  |
| <b>1 UVOD</b> .....  | 3  |
| 1.1 Cilj rada .....  | 4  |
| 1.2 Materijali i metode .....  | 4  |
| <b>2 NEOKLASIČNA NASUPROT BAUMOLOVOJ TEORIJI PODUZEĆA</b> .....                  | 5  |
| 2.1 Neoklasična teorija poduzeća .....   | 5  |
| 2.2 Baumolova teorija poduzeća .....   | 9  |
| 2.3 Usporedba neoklasične i Baumolove teorije poduzeća .....                     | 12 |
| <b>3 PREDSTAVLJANJE ADRIS GRUPE</b> .....  | 14 |
| 3.1 Djelatnost .....   | 14 |
| 3.2 Vlasnička struktura .....  | 18 |
| 3.3 Zaključna razmatranja .....  | 21 |
| <b>4 PODLOGE ZA OCJENU PONAŠANJA ADRIS GRUPE</b> .....                           | 22 |
| 4.1 Razdoblje prije preuzimanja Croatia Osiguranja .....                         | 24 |
| 4.2 Razdoblje nakon preuzimanja Croatia osiguranja .....                         | 28 |
| <b>5 ALATI ZA OCJENU PONAŠANJA ADRIS GRUPE</b> .....                             | 32 |
| 5.1 Pokazatelji profitabilnosti .....  | 32 |
| 5.2 Pokazatelji investiranja .....   | 34 |
| <b>6 OCJENA PONAŠANJA ADRIS GRUPE PRIJE PREUZIMANJA CROATIA OSIGURANJA</b> ..... | 36 |
| 6.1 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja profitabilnosti .....                | 36 |
| 6.2 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja investiranja .....                   | 38 |
| 6.3 Zaključna razmatranja .....  | 40 |
| <b>7 OCJENA PONAŠANJA ADRIS GRUPE NAKON PREUZIMANJA CROATIA OSIGURANJA</b> ..... | 41 |
| 7.1 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja profitabilnosti .....                | 41 |
| 7.2 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja investiranja .....                   | 43 |
| 7.3 Zaključna razmatranja .....  | 45 |
| <b>8 ZAKLJUČAK</b> .....   | 47 |
| <b>9 IZJAVA</b> .....  | 49 |
| <b>11 LITERATURA</b> .....   | 50 |
| 11.1 Knjige .....  | 50 |
| 11.2 Internet .....  | 50 |
| 11.3 Popis tablica .....   | 52 |
| 11.4 Popis grafikona .....   | 53 |
| <b>12 ŽIVOTOPIS</b> .....  | 54 |

## SAŽETAK

Poslovna politika poduzeća uvelike ovisi o vlasničkoj strukturi i menadžmentu koji vodi poduzeće. U ovom radu cilj je analizirati poslovanje Adris Grupe d.d. kao jedne od najuspješnijih hrvatskih kompanija. Poslovanje će se analizirati na temelju pretpostavki koje donosi neoklasična teorija i Baumolova teorija poduzeća. Cilj je utvrditi je li preuzimanje Croatia Osiguranja d.d. utjecalo na poslovnu politiku i kako. Također će se i analizirati vlasnička struktura Adris Grupe budući da i ona igra vrlo važnu ulogu u formiranju poslovne politike.

Krajnji rezultat istraživanja predstavlja dobru podlogu za ostale kompanije čija je struktura sličan onoj Adris Grupe te im može poslužiti kao nit vodilja u unapređenju vlastite poslovne politike.

**Ključne riječi:** neoklasična teorija poduzeća, Baumolova teorija poduzeća, Adris Grupa d.d., maksimalizacija profita, maksimalizacija prihoda

## **ABSTRACT**

This paper is going to analyse Adris Grupa and how they operate as one of the most successful Croatian companies. Their business politics will be analysed based on the assumption introduced in neoclassical and Baumol's economic theory. The main goal is determine if and how the acquisition of the Croatia Osiguranje has influenced on their business politics. The ownership structure will also be analysed since based on both economical theory, neoclassical and Baumol's, it has significant influence while determining whether to maximise profit or revenue.

Final result will be a valuable source of information for the companies with similar structure as Adris and possibly will be used to shape their ownerships and managerial structure to be successful.

**Key words:** neoclassical economic theory, Baumol's economic theory, Adris Grupa Plc., profit maximalization, revenue maximalization

## 1 UVOD

Poslovanje poduzeća je tema o kojoj su već napravljena mnoga istraživanja, ali isto tako predstavljaju nepresušan izvor za nova istraživanja. Poslovanje svakog poduzeća prolazi kroz turbulentna razdoblja bilo da se radi o manjim lokalnim krizama ili pak većim globalnim krizama kao što je bila ona 2007. godine koja je započela u SAD-u, ali su posljedice bile dalekosežne i zahvatile su cijeli svijet. Također svako poduzeće prolazi kroz razdoblja u kojem poslovanjem upravljaju različiti profili menadžera koji također oblikuju poslovanje pojedinog poduzeća.

Ovisno o ciljevima poslovanja formulirane su i napisane mnoge teorije poduzeća koje imaju za cilj predvidjeti kako će se ponašati menadžer i vlasnici poduzeća u različitim uvjetima. Tako se na primjer razlikuju „mala“ poduzeća (društvo s ograničenom odgovornošću i obrti), gdje su vlasnici najčešće i osobe koje su zaduženi vođenje poslovanja, ali i obavljanje mnogih drugih funkcija u poduzeću, i ona „velika“ poduzeća (dionička društva) gdje je došlo do specijalizacije i vođenje poslovanja je prepušteno u ruke „profesionalaca“ (menadžera).

Budući da u dioničkim društvima je došlo do podjele funkcije vlasništva i funkcije upravljanja upravo su menadžeri osobe koje određuju poslovnu politiku poduzeća. Temeljan neoklasična teorija poduzeća podrazumijeva da će temeljni cilj biti maksimalizacija profita povećanje bogatstva vlasnika. Postoje mnogi kritičari te teorije te su na temelju tih kritika nastale i menadžerske teorije poduzeća koje pak tvrde budući da vlasnici nisu ti koje pita za svakodnevne odluke, nitko nema većinu od 50%+ 1 dionicu. Jedna od njih je i Baumolova teorija, koja je imala dobila po svom utemeljitelju Williamu Jacku Baumolu, prema kojoj će menadžeri željeti maksimalizirati prihode jer će na taj način i njihova korisnost biti maksimalizirana (bonusi uz plaću, bonusi za dobar rezultat...)

## **1.1 Cilj rada**

Cilj ovog rada je utvrditi hoće li se Adris Grupa ponašati kako to predviđa neoklasični model ili će menadžment poduzeća željeti maksimalizirati prihode, a time i vlastitu korisnost. Budući da je Adris grupa jedna od najuspješnijih hrvatskih kompanija uvid u njihovu poslovnu politiku bi mogao biti i vodič za manje kompanije koje se muče s poslovanjem te bi na temelju rezultata ovog rada mogle oblikovati i prilagoditi vlastito poslovanje i povećati tržišni udio.

## **1.2 Materijali i metode**

Prilikom postavljanja hipoteze i donošenja odluke o prihvatu ili odbacivanju iste glavni izvor podataka će biti financijski izvještaji Adris Grupe. Financijski izvještaji će biti analizirani pojedinačno i kasnije će se navedene analize sintetizirati i oblikovati će se završni stav o prihvaćanju ili odbacivanju hipoteze. Također će koristan izvor podataka predstavljati ranije objavljena literatura koja se bavi pitanjima teorija poduzeća.



## 2 NEOKLASIČNA NASUPROT BAUMOLOVOJ TEORIJI PODUZEĆA

### 2.1 Neoklasična teorija poduzeća

Neoklasična teorija se počela razvijati u drugoj polovici 19.stoljeća, a osnovne pretpostavke mogu se ukratko sažeti u<sup>1</sup>:

- Poduzetnik je vlasnik poduzeća
- Poduzeće ima samo jedan cilj
- Cilj se postiže primjenom graničnog načela
- Svijet je svijet izvjesnosti
- Pretpostavke o ulasku na tržište se mijenjaju u skladu s odabranim modelom
- Poduzeće djeluje u određenom vremenskom horizontu

Svaku od prethodno navedenih pretpostavki ćemo pokušati ukratko objasniti kako bismo dobili bolji uvid u samu teoriju.

#### **Vlasnik i poduzetnik su ista osoba**

Pretpostavka je neoklasične teorije kako je vlasnik poduzeća ujedno i menadžer poduzeća te nema sukoba interesa između njih. Sve odluke vezano uz poslovanje donosi vlasnik-menadžer te u samoj organizaciji se potencijalni sukobi između zaposlenika i vlasnika rješavaju isplatama zaposlenicima.

Nadalje vlasnik istovremeno ima neograničenu moć upravljanja i donošenja odluka, a podloga za navedene procese izvršava na podlozi informacija koje su mu dostupne u realnom vremenu. Budući da ima neograničenu moć upravljanja ciljana funkcija je maksimizacija profita jer kroz

---

<sup>1</sup>Koutsoyiannis, A. (2008). Moderna Mikroekonomika. Zagreb: Mate d.o.o. 256-257

poslovanje poduzeća želi povećati vlastito bogatstvo, a to će ostvariti na način da poduzeće maksimalizira profit koji će u nekom trenutku isplatiti sebi.

### **Poduzeće ima samo jedan cilj**

Prema neoklasičnoj teoriji poduzeće se ponaša na način da maksimalizira svoju šansu za preživljavanjem (sličnoj Darwinovoj teoriji o opstanku najsposobnijih<sup>2</sup>). Zagovaratelji neoklasične teorije tvrde da su upravo neoklasične profita najsposobniji te samim time i najlakše opstaju na tržištu. Također i financijske institucije prilikom financiranja poduzeća odabiru ona poduzeća koja maksimaliziraju profit te je takvim poduzećima olakšano poslovanje jer lakše prikupljaju sredstva za financiranje poslovanja.

### **Primjena načela graničnosti**

U neoklasičnoj teoriji pravilo ponašanje kojim se vodi poduzeće se opisuje takozvanim „načelom graničnosti“:

$$\frac{\partial R}{\partial X} = \frac{\partial T}{\partial X}$$

$\frac{\partial R}{\partial X}$  -granični prihod

$\frac{\partial T}{\partial X}$  -granični trošak

U svakom razdoblju poduzeće proizvodi količinu proizvoda i određuje prodajnu cijenu proizvoda na način da odredi točku u kojoj se sijeku krivulje graničnog troška(gT) i graničnog prihoda (gR). S obzirom da su odluke vremenski neovisne te da one odluke koje su donesene u jednom razdoblju

---

<sup>2</sup> Alchian A. (1950). Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *Journal of Political Economy*. 211-221

ne utječu na profit ostvaren u narednom razdoblju maksimalizacijom kratko ročnog profita se ujedno postiže i maksimalizacija dugoročnog profita.

### **Svijet je svijet izvjesnosti<sup>3</sup>**

Jedna od temeljnih pretpostavki neoklasične teorije poduzeća jest ona koja kaže kako su akumulirana ponuda i potražnja poznate poduzeću tj. menadžmentu(vlasniku) i jednake na svim tržištima te je jedino što se uzima u obzir prilikom određivanja finalne cijene proizvoda zapravo cijena inputa koju poduzeće plaća dobavljačima.

### **Pretpostavke o ulasku na tržište<sup>4</sup>**

Prema nekim autorima cilj poduzeća u novije vrijeme je postalo otežati ulazak novim konkurentima na njihovo tržište. Cijena koju poduzeća koja već posjeduju udio na tržištu je takva da sam ulazak na tržište čine neprivačnim tj. novim konkurentima bi bilo nemoguće ostvariti ikakav profit. Postoje ekonomisti koji su naveli kako se zapravo iza sprječavanja ulaska novih konkurenata na tržište zapravo želi postići maksimalizacija profita kroz zadržavanje postojećeg tržišnog udjela.

### **Poduzeće djeluje u određenom vremenskom horizontu<sup>5</sup>**

Duljina vremenskog horizonta u kojem poduzeće djeluje nije isto te varira u ovisnosti o stopi tehnološkog napretka, kapitalnoj intenzivnosti metoda proizvodnje te o razdoblju inkubacije

---

<sup>3</sup> Kolaković, M., Kovačević, B., i Sisek, B. (2002). Utjecaj teorija poduzeća na suvremene pristupe organizaciji poduzeća. *Ekonomski pregled* 53(9-10). 934-955. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/28386> (Datum pristupa: 23.05.2021.)

<sup>4</sup> Koutsoyiannis, A. (2008). *Moderna Mikroekonomika*. Zagreb: Mate d.o.o. 256

<sup>5</sup> Ibid str. 258

proizvoda. Poduzeće tijekom određenog vremenskog horizonta teži dugoročnoj maksimalizaciji profita. Dugoročna maksimalizacija profita se postiže maksimalizacijom profita u svakom pojedinom razdoblju vremenskog horizonta poduzeća (npr. maksimalizacija profita u razdoblju od 5 god se postiže na način da se profit maksimalizira u svakoj pojedinoj godini) . Vremenska razdoblja neovisna su smislu da odluke donesene u bilo kojem razdoblju ne utječu na ponašanje poduzeća u preostalim razdobljima.

### Ilustrativni primjer

Tablica 1 Kretanje prihoda, troškova i profita reprezentativnog poduzeća

| Količina prodanih proizvoda | Ukupni prihod | Ukupni troškovi | Ukupni profit | Granični prihod | Granični trošak | Granični profit |
|-----------------------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 0                           | 0             | 10              | -10           | 30.00           | 10.00           | 20.00           |
| 10                          | 280           | 110             | 170           | 26.00           | 10.00           | 16.00           |
| 20                          | 520           | 210             | 310           | 22.00           | 10.00           | 12.00           |
| 30                          | 720           | 310             | 410           | 18.00           | 10.00           | 8.00            |
| 40                          | 880           | 410             | 470           | 14.00           | 10.00           | 4.00            |
| <b>50</b>                   | <b>1000</b>   | <b>510</b>      | <b>490</b>    | <b>10.00</b>    | <b>10.00</b>    | <b>0.00</b>     |
| 60                          | 1080          | 610             | 470           | 6.00            | 10.00           | -4.00           |
| 70                          | 1120          | 710             | 410           | 2.00            | 10.00           | -8.00           |
| 75                          | 1125          | 760             | 365           | 0.00            | 10.00           | -10.00          |
| 80                          | 1120          | 810             | 310           | -2.00           | 10.00           | -12.00          |
| 90                          | 1080          | 910             | 170           | -6.00           | 10.00           | -16.00          |

Izvor: Izrada autora

U Tablica 1 nalazi se prikaz kretanja prihoda, troškova i profita ukupnih i graničnih u ovisnosti o kretanju količine prodanih proizvoda. Prema podacima iz tablice vidljivo je kako poduzeće maksimalizira profit pri količini od 50 prodanih proizvoda. Ukupni prihodi pri navedenoj količini iznose 1,000 novčanih jedinica, a profit 500 novčanih jedinica. Dodatni dokaz kako se zaista radi

o maksimalnom profitu koji reprezentativno poduzeće može ostvariti je iznos graničnog profita koji pri količini od 50 prodanih proizvoda iznosi 0.

## 2.2 Baumolova teorija poduzeća

W. J. Baumol je smatrao kako ciljna funkcija poduzeća nije maksimalizacija profita već je cilj maksimalizacija prihoda. Budući da je jedna od glavnih karakteristika modernog poduzeća odvojenost funkcije vlasništva i funkcije upravljanja dolazi do razilaženja u ciljevima poslovanja.

Menadžment želi maksimalizirati vlastite beneficije osobnu koristi i upravo iz tog razloga odstupaju od neoklasične doktrine prema kojoj je cilj poslovanja maksimalizacija profita. Budući da je W.J. Baumol kao savjetnik surađivao sa brojnim velikim poduzećima uočio je nekoliko razloga zbog kojih menadžeri tj. uprava kao cilj poslovanja ima maksimalizaciju prodaje (prihoda).<sup>6</sup>

Uočio je kako plaće i druge zarade (dodaci na plaću tj. primici u naravi<sup>7</sup>) izvršnih direktora puno čvršće koreliraju s visinom ukupnih prihoda nego s visinom profita. Nadalje financijske institucije koje se bave financiranjem poduzeća (npr. banke, investicijski fondovi...) puno su koncentriranije na praćenje dinamike prodaje te njezin rast ili pad i sklonije su financirati poduzeća s rastućim prodajama. Zaposlenici su također zadovoljniji kada raste prodaja iz razloga jer se i njihova moguća nezadovoljstva mogu lakše riješiti te im poslodavac može ponuditi bolje radne uvjete uz naravno višu naknadu za njihov rad(plaća). Profit koji kompanija ostvaruje naposljetku odlazi dioničarima(vlasnicima) te povećava njihovo bogatstvo i ugled dok konstanti rast prodaje (prihoda) povećava ugled poduzeća i menadžmenta. Veliki prihodi pružaju poduzeću bolju

---

<sup>6</sup> Ibid str. 325

<sup>7</sup> Plaća što je poslodavac i isplatitelj plaće umjesto u novcu isplaćuje radniku u naravi, to jest u stvarima, uslugama i pravima što imaju novčanu vrijednost. ( Porezni vjesnik (2011): „Oporezivanje dohotka po osnovi primitaka u naravi”, Zagreb: Institut za javne financije. 2011., str.6 - [https://www.porezna-uprava.hr/HR\\_publicacije/Prirucnici\\_brosure/Primitak\\_naravi\\_155.pdf](https://www.porezna-uprava.hr/HR_publicacije/Prirucnici_brosure/Primitak_naravi_155.pdf) (datum pristupa: 24.07.2021.))

pregovaračku poziciju s dobavljačima i s kupcima jer s tržišni udio koji poduzeće drži ne mjeri prema visini profita već prema visini prodaje (prihoda). Viši prihodi znače veći tržišni udio te time povećava stabilnosti i osigurava sigurnost u poslovanju. Rastuće prodaje omogućuju korištenje ekonomije obujma, ali isto tako omogućuje usvajanje taktika koje primjenjuje konkurencija. Baumol podrazumijeva da i pri želji da se maksimalizira prodaja poduzeća ipak izbjegavaju velike rizike i žele ostvariti stabilni rast te se time osiguravaju i „uredna tržišta“ na kojima imaju stabilizirajući učinak na cjelokupnu ekonomiju.<sup>8</sup>

Tablica 2 Kretanje prihoda, troškova i profita reprezentativnog poduzeća

| Količina prodanih proizvoda | Ukupni prihod | Ukupni troškovi | Ukupni profit | Granični prihod | Granični trošak | Granični profit |
|-----------------------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 0                           | 0             | 10              | -10           | 30.00           | 10.00           | 20.00           |
| 10                          | 280           | 110             | 170           | 26.00           | 10.00           | 16.00           |
| 20                          | 520           | 210             | 310           | 22.00           | 10.00           | 12.00           |
| 30                          | 720           | 310             | 410           | 18.00           | 10.00           | 8.00            |
| 40                          | 880           | 410             | 470           | 14.00           | 10.00           | 4.00            |
| 50                          | 1000          | 510             | 490           | 10.00           | 10.00           | 0.00            |
| 60                          | 1080          | 610             | 470           | 6.00            | 10.00           | -4.00           |
| 70                          | 1120          | 710             | 410           | 2.00            | 10.00           | -8.00           |
| <b>75</b>                   | <b>1125</b>   | <b>760</b>      | <b>365</b>    | <b>0.00</b>     | <b>10.00</b>    | <b>-10.00</b>   |
| 80                          | 1120          | 810             | 310           | -2.00           | 10.00           | -12.00          |
| 90                          | 1080          | 910             | 170           | -6.00           | 10.00           | -16.00          |

Izvor: Izrada autora

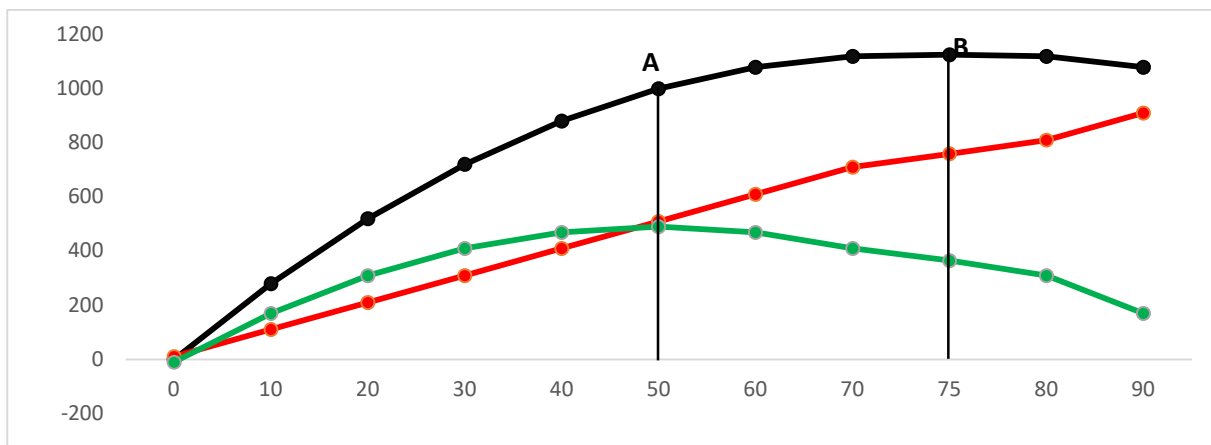
---

<sup>8</sup> Koutsoyiannis, A. (2008). Moderna Mikroekonomika. Zagreb: Mate d.o.o. 325-326

Ukoliko isto reprezentativno poduzeće prihvati Baumolovu teoriju te na temelju iste prilagodi svoje poslovanje maksimalan prihod će se ostvariti prilikom prodaje 75 jedinica proizvoda te će on iznositi 1,125 novčanih jedinica, a ukupni profit će biti 365 novčanih jedinica.

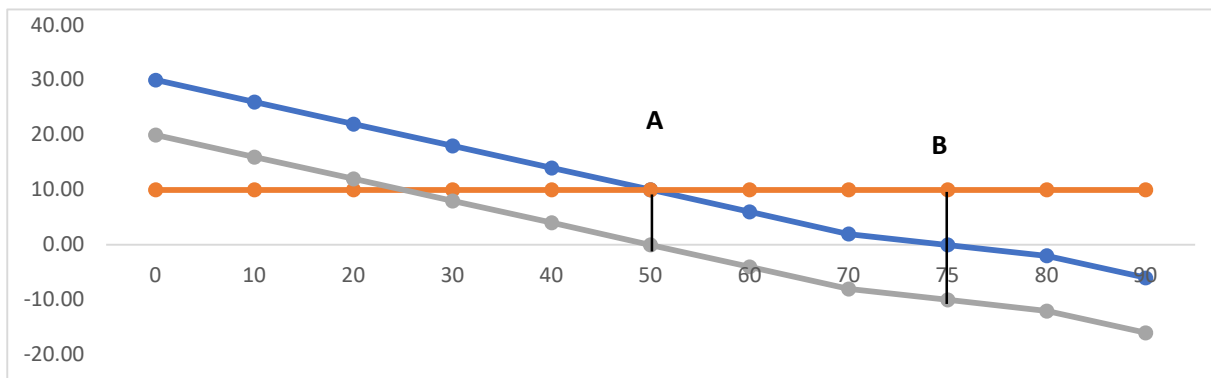
### 2.3 Usporedba neoklasične i Baumolove teorije poduzeća

U narednom poglavlju fokus će biti usmjeren na analizu sličnosti i razlika između dvije ranije opisane teorije poduzeća neoklasične i one koju je formulirao Baumol. Budući da je temeljna razlika u tome maksimalizira li poduzeće profit ili pak vlastite prihode; na temelju podataka iz Tablica 1 i Tablica 2 grafički će biti prikazan obje teorije. Na temelju ranijih polazišta za svaku teoriju svakako bi se moglo očekivati da će grafički prikaz dati detaljniji uvid u razlike.



Grafikon 1 Prikaz kretanja uk. prihoda, uk. troškova i uk. profita

Izvor: Izrada autora



Grafikon 2 Prikaz kretanja graničnog prihoda, graničnih troškova i graničnog profita

Izvor: Izrada autora



Na Grafikon 1 i Grafikon 2 je prikazana razlika između neoklasične teorije i Baumolove teorije poduzeća. U točki na oba grafikona prikazan je slučaj kada poduzeće teži postizanju maksimalnog profita. Točka u kojoj se on postiže na prvom grafu se iščitava u točki u kojoj krivulja ukupnog profita postiže svoj maksimum ili se može odrediti kao količina pri kojoj je najveća udaljenost između krivulja ukupnog prihoda i ukupnih troškova. Na Grafikon 2 se pak maksimalan profit postiže pri količini kod koje se graf graničnog profita siječe s osi apscisa ili pak se može odrediti na način da se nađe sjecište grafikon graničnog prihoda i graničnog troška.

Glavna razlika kao što je vidljivo iz grafova i tablica jest da je za maksimalan profit potrebno prodati 50 komada po jediničnoj cijeni od 20 novčanih jedinica po komadu te prilikom toga ostvari prihod od 1200 novčanih jedinica i 490 novčanih jedinica profita. Prilikom poslovanja u skladu s Baumolovom teorijom poduzeće mora prodati 75 komada proizvoda po jediničnoj cijeni od 15 novčanih jedinica te će u tom slučaju imati maksimalan prihod u iznosu od 1125 novčanih jedinica, ali će ostvareni profit biti niži on će iznositi 365 novčanih jedinica.

Do razlike dolazi jer se prodajna cijena proizvoda ovisi o količini proizvoda koje poduzeće prodaje te je uvijek degresivnog karaktera. Upravo zbog degresivnog karaktera prilikom prodaje veće količine proizvoda poduzeće mora sniziti cijenu te će ukupno ostvareni biti viši ali će granični prihod po svakoj dodatnoj jedinici biti sve niži. Pod pretpostavkom da se ukupni trošak u kratkom roku ponaša linearno te će granični trošak biti konstantan svaki dodatni proizvod će za posljedicu imati snižavanje graničnog profita, a time u ukupnog profita poduzeća.

### **3 PREDSTAVLJANJE ADRIS GRUPE**

U sljedećim odlomcima glavni fokus biti će na definiranju vlasničke strukture same grupacije, ali i detaljnije upoznavanje sa djelatnostima u koje je ista uključena. U period od 2008. godine do sredine 2014. godine Adris grupa je svoj primaran fokus usmjerila na 3 tržišta, a to su tržište duhanskih proizvoda, putem Tvornice Duhana Rovinj (TDR), turizam, putem lanca hotela Maistra, te prehrambena industrija preko Cromaris-a. U lipnju 2014. godine počeo je zaokret u samom ustroju grupe te je akvizirana osiguravajuće društvo Croatia osiguranje, a godinu kasnije je i TDR prodan međunarodnom duhanskom konglomeratu British American Tobacco. Tako je u 2015. godini Adris grupa prestala poslovati na tržištu duhanskih proizvoda i počela poslovati na financijskom tržištu u Republici Hrvatskoj.

Analiza vlasničkih struktura podružnica za cilj ima utvrditi ima li Adris grupa većinsku kontrolu nad poslovanjem istih ili je ipak došlo do razdvajanja funkcije vlasnika i menadžmenta. Sukladno neoklasičnoj teoriji za očekivati bi bilo kako Adris grupa kao većinski vlasnik u svim svojim podružnicama ima upravljačku moć te joj je cilj poslovanja maksimalizacija profita. Ukoliko pak ne bi imala 50% plus jedan glas u svakoj podružnici za očekivati je kako će zbog postojanja neusklađenosti ciljeva vlasnika i menadžmenta doći do razdvajanja očekivanja tj. principal agent problema jer će menadžment težiti maksimalizaciji prihoda i vlastite koristi dok će vlasnici i dalje željeti maksimalizirati profit tj. vlastito bogatstvo.

#### **3.1 Djelatnost**

Adris d.d. osnovana je na temeljima Tvornice duhana Rovinj (TDR). Sama Tvornica duhana Rovinj posluje već duže od 130 godina, ali je u 2015. godini prodana međunarodnoj kompaniji koja se je specijalizirana za proizvodnju i prodaju duhanskih proizvoda British American Tobacco (BAT). Adris je kompaniju prodao za 550 milijuna eura te se okrenuo poslovanju na drugim tržištima kao što su turizam, osiguranje, prodaja nekretnina i prehrambena industrija.

Adris grupa danas jedna je od vodećih hrvatskih i regionalnih kompanija te lider po kriterijima profitabilnosti i inovativnosti. Organizirana je u tri osnovne strateške poslovne jedinice. Turističkom upravlja Maistra d.d., uz snažno rastući segment prehrambene industrije koji predvodi Cromaris. Početkom 2014. godine, Adris grupa je postala vlasnikom najstarije hrvatske osiguravajuće kuće – Croatia osiguranja, čime Adris postaje i regionalni lider na tržištu osiguranja. (Adris grupa, 2021)

Adris grupa je do 2014. godine bila prisutna na 3 vrste tržišta. Glavni izvor prihoda je bilo tržište duhanskih proizvoda na kojem su poslovali preko svoje poslovne jedinice Tvornice duhana Rovinj. Utemeljena davne 1872. godine kao pogon za opskrbu časnika austro-ugarske vojske cigarama, Tvornica duhana Rovinj razvila se u uglednog proizvođača cigareta. Do kraja Prvoga svjetskoga rata Tvornica je poslovala u sastavu austrijskog duhanskog monopola, a između dva svjetska rata bila je dio talijanskog duhanskoga monopola.

Nakon Drugoga svjetskoga rata, za razvoj rovinjske tvornice osobito je značajna 1952. godina. Tada je Tvornica prvi put opremljena potpuno novim strojevima što je rezultiralo bogatijim proizvodnim asortimanom i modernizacijom distributivne mreže.

Početkom šezdesetih godina dvadesetog stoljeća poslovanje ove tvrtke vezuje se uz vrlo popularnu cigaretu Primorku, a važniji tržišni iskorak tvrtka je doživjela uspostavom poslovne suradnje s Austria Tabakwerke AG - om. Suradnja s austrijskim partnerom omogućila je rovinjskim duhanskim stručnjacima brže ovladavanje suvremenom tehnologijom i marketingom što je imalo pozitivni učinak na kasnije poslovne rezultate.

Važno razdoblje u daljnjem razvitku bile su osamdesete godine. Stvoren je Ronhill, najsajjnija zvijezda asortimana Tvornice duhana Rovinj, tvornica je ušla u eru kompjutorizacije, a središte poslovne strategije postale su potrebe potrošača.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Adris: Povijest, [https://web.archive.org/web/20110722053534/http://www.adris.hr/Adris\\_grupa/povijest.asp](https://web.archive.org/web/20110722053534/http://www.adris.hr/Adris_grupa/povijest.asp) (datum pristupa: 11.09.2021.)

Adris grupa je prisutna i u turizmu u sklopu svojeg lanca hotela Maistra d.d. koje upravlja turističkim dijelom poslovanja Adrisa, tj. upravlja hotelima, turističkim naseljima i kampovima u međunarodno prepoznatljivim odredištima - Rovinju, Vrsaru, Zagrebu i Dubrovniku.

Maistra d.d. je nastala spajanjem društava Jadran – turist d.d., Rovinj i Anita d.d., Vrsar, a registrirano je 15. ožujka 2005. kod Trgovačkog suda u Rijeci. Društvu je 1. siječnja 2010. pripojeno društvo Rovinj turist d.d., Rovinj, a 30. rujna 2019. društvo Slobodna Katarina d.o.o., Rovinj. Krajem listopada 2014. Maistra postaje većinskim vlasnikom društva Grand hotel Imperial d.d., Dubrovnik.

Među najvažnija dosadašnja ulaganja ubrajaju se hoteli s pet zvjezdica - Monte Mulini i Lone, obnova šetališta, plaže Mulini Beach i uvale Lone kao i obnova najstarijeg rovinjskog hotela Adriatic. Tomu treba pridodati kupnju i obnovu hotela Hilton Imperial u Dubrovniku. Godine 2016. otvoren je obiteljski hotel Amarin, a 2019. novi Grand Park Hotel Rovinj, ključni proizvod u procesu zaokruživanja vrhunske hotelske ponude u Rovinju. Ovo je rezultat dugogodišnjeg investicijskog ciklusa Adris grupe u turizam vrijednog više od četiri milijarde kuna, kojim su hoteli Maistra d.d. svrstani u sam vrh ponude na hrvatskom turističkom tržištu.

Kupoprodajom udjela i strateškim partnerstvom Adris grupe i društva HUP-ZAGREB d.d., Zagreb početkom 2018., Maistra d.d. postaje najveća nacionalna turistička kompanija.

Tablica 3 Vlasnička struktura Maistra d.d. na dan 26.7.2021.

| Poslovni subjekt   | Broj dionica      | Vlasnički udio |
|--|-------------------|----------------|
| Adris grupa d.d.   | 9,813,789         | 89.67%         |
| Interkapital vrijednosni papiri d.o.o. - skrbnički račun | 172,921           | 1.58%          |
| Prodanov Risto   | 66,760            | 0.61%          |
| Interkapital vrijednosni papiri d.o.o. - skrbnički račun | 26,266            | 0.24%          |
| CERP   | 16,417            | 0.15%          |
| Ostali   | 848,186           | 7,75%          |
| <b>UKUPNO</b>  | <b>10,944,339</b> | <b>100%</b>    |

Izvor: [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMAISRA0007&tab=stock\\_info](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMAISRA0007&tab=stock_info)

U Tablica 3 vidljiva je vlasnička struktura društva Maistra d.d. Prema podacima dostupnima na stranicama Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (SKDD) vidljivo je kako Adris grupa posjeduje gotovo 90% dionica društva Maistra d.d. što omogućuje Grupi nesmetano rukovođenje poslovanja. U slučaju Maistra d.d. ne postoji principal agent problem jer su vlasnik istovremeno i osoba koja upravlja poslovanjem društva i cilj mu je maksimalizacija profita

Treća industrija u kojoj je Adris grupa prisutna je prehrambena industrija. Na tržište prehrambenim proizvodima Adris grupa je ušla 2008. godine kada su akvizirali 4 tvrtke koje su se bavile lovom i preradom ribe Cenmar, Marimirna, Marikultura Istra i Bisage-Nit. U 2009. godini te četiri tvrtke se spajaju u jednu i nastaje Cromaris d.d. međutim iako je kao pravni oblik društva navedeno dioničko društvo dionice Cromarisa ne kotiraju na burzi vrijednosnih papira. Tvrtka se od 2009. bavi preradom ribe i morskih plodova te je 2015. godine otvoren jedno od najsuvremenijih pogona za mrijest brancina i orade u Europi. Cromaris konstantno ulaže u razvoj i unaprjeđenje kvalitete svojih proizvoda što potvrđuju i brojne nagrade i certifikati koje imaju. Većinu prihoda čak 84% ostvaruju s inozemnih tržišta upravo iz razloga jer inozemni kupci znaju prepoznati kvalitetan proizvod.

U 2014. godini je Adris grupa odlučila je napraviti veliki zaokret u vlastitom poslovanju. Nakon što je uočeno da je tržište duhanskih proizvoda više nije profitabilno kao ranijih godina. Jedan od glavnih razloga smanjenja profitabilnosti TDR-a je uvođenje novih trošarina na duhan i duhanske proizvode koje je uvela Republika Hrvatska, ali također su se stope trošarina konstantno povećavale te je bilo jako teško donositi dugoročnu strategiju. Upravo iz ranije navedenih razloga Adris je odlučio ući na financijsko tržište točnije akvizicijom Croatia Osiguranja d.d., najstarijeg osiguravajućeg društva u Republici Hrvatskoj, ušli su na u sektor osiguravajućih društava jer su procijenili kako navedeno tržište pruža potencijal za povećanjem profitabilnosti poslovanja Grupe. Nakon kupovine Croatia Osiguranja d.d. Adris Grupa je 2015. godine uspješno prodala Tvornicu Duhana Rovinj d.d. (TDR) multinacionalnoj kompaniji British American Tobacco (BAT) za 505 milijuna eura.

Croatia osiguranje dio je Adris grupe od 2014. godine iako posluje još od 1884. godine i prvo je osiguravajuće društvo osnovano u Republici Hrvatskoj. Nakon akvizicije od strane Adris dodatno je učvrstilo svoju poziciju tržišnog lidera gdje drži 27,52% tržišta. Croatia osiguranje je emitirala dvije vrste dionica 420.947 redovnih i 8.750 povlaštenih dionica. Budući da povlaštene dionice ne omogućavaju pravo glasa, a i njihov broj je zanemarivo malen u usporedbi s brojem emitiranih redovnih dionica razmatrat će se samo redovne dionice tj. one koje omogućuju pravo glasa.

Tablica 4 Vlasnička struktura Croatia osiguranja d.d.

| Poslovni subjekt             | Broj dionica   | Vlasnički udio |
|------------------------------|----------------|----------------|
| Adris grupa d.d.             | 262,304        | 62.31%         |
| CERP/Republika Hrvatska      | 128,781        | 30.59%         |
| Raiffeisen Austria d.d.      | 18,503         | 4.40%          |
| HPB d.d./ Republika Hrvatska | 2,800          | 0.67%          |
| Kraš d.d.                    | 1,400          | 0.33%          |
| Ostali                       | 7,159          | 1,7%           |
| <b>UKUPNO</b>                | <b>420,947</b> | <b>100%</b>    |

Izvor: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:52:10532458908552::NO:RP>

Vlasnička struktura preuzeta sa stranica Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (SKDD) u Tablica 4 **Error! Reference source not found.** pokazuje kako Adris ima 62,31% ukupnog broja dionica te na taj način može neometano donositi većinu odluka vezanih uz poslovanje Croatia osiguranja. Također sukladno udjelu kojeg posjeduje za očekivati kako će u slučaju Croatia osiguranja poslovna politika koju će nametnuti Adris grupa biti maksimalizacija profita budući da oni kao vlasnici žele maksimalizirati vlastito bogatstvo.

### 3.2 Vlasnička struktura

Budući da je u ranijim poglavljima objašnjena važnost pozicije vlasnika tj. tko je vlasnik i koliku upravljačku moć ima kako bi se mogla predvidjeti pozicija koju se želi maksimalizirati. Ranije navedene tri kompanije koje su u sastavu Adris grupe imaju relativno „čistu“ vlasničku strukturu s obzirom da u sva tri društva Adris ima više od 50% vlasničkog udjela. Međutim najbitnija vlasnička struktura jest

zapravo ona Adris grupe budući da upravo ona upravlja poslovanjem svih navedenih društava. Adris grupa je također emitirala dvije vrste dionica 9.615.900 redovnih i 6.784.100 povlaštenih dionica što je ukupno 16.400.000 dionica. Vlasnički udjeli podijeljeni su u dvije tablice upravo iz razloga što su obje vrste dionica emitirani i velikom broju.

Tablica 5 Vlasnička struktura Adris grupe d.d. (redovne dionice)

| Vlasnik                                     | Broj dionica     | Vlasnički udio |
|---|------------------|----------------|
| Vlahović Ante                               | 1,730,776        | 18.00%         |
| Zagrebačka banka d.d. – skrbnički račun     | 1,202,854        | 12.51%         |
| Cuccurin Plinio                             | 737,765          | 7.67%          |
| OTP banka d.d./Erste plavi OMF kategorije B | 425,494          | 4.42%          |
| Pokrajac Antonio                            | 400,039          | 4.16%          |
| OTP banka d.d./AZ OMF kategorije B          | 338,183          | 3.52%          |
| Vlahović Mazinjanin Ines                    | 336,557          | 3.50%          |
| Vlahović Tea Silvia                         | 336,557          | 3.50%          |
| Šorak-Pokrajac Marica                       | 210,587          | 2.19%          |
| Zec Branko                                  | 208,334          | 2.17%          |
| Ostali                                      | 3,688,754        | 38.36%         |
| <b>UKUPNO</b>                               | <b>9,615,900</b> | <b>100%</b>    |

Izvor: <https://www.skdd.hr/portal/F?p=100:52:5162347216795::NO:RP::>

Tablica 5 prikazuje apsolutan i relativan broj dionica koje posjeduju najveći dioničari (vlasnici) Adris grupe. Gospodin Vlahović uz to što je najveći pojedinačni dioničar također je i predsjednik nadzornog odbora i ona je samo jedan od zaposlenika društva koji imaju udio u vlasništvu. Adris grupa kao jednu od svojih vrlina navodi upravo to da svoje zaposlenike nagrađuje dionicama tj. vlasničkim udjelom te će zaposlenici samim time biti produktivniji jer će na kraju razdoblja ostvarivati bonuse u obliku isplaćenih dividendi.

Tablica 6 Vlasnička struktura Adris grupe d.d. (povlaštene dionice)

| Vlasnik   | Broj dionica     | Vlasnički udio |
|---|------------------|----------------|
| OTP banka d.d./AZ OMF kategorije B                      | 643,186          | 9.48%          |
| Privredna banka Zagreb d.d./Raiffeisen OMF kategorije B | 574,582          | 8.47%          |
| Adris Grupa d.d.  | 557,947          | 8.22%          |
| OTP banka d.d./Erste plavi OMF kategorije B             | 415,181          | 6.12%          |
| Privredna banka Zagreb d.d. – skrbnički račun           | 255,282          | 3.76%          |
| Privredna banka Zagreb d.d. – skrbnički račun           | 205,268          | 3.03%          |
| HPB d.d./Kapitalni fond d.d. – skrbnički račun          | 179,303          | 2.64%          |
| Vlahović Ante   | 144,189          | 2.13%          |
| Pokrajac Anton  | 138,247          | 2.04%          |
| Zagrebačka banka d.d. – skrbnički račun                 | 137,534          | 2.03%          |
| Ostali  | 3,533,381        | 52.08%         |
| <b>UKUPNO</b>   | <b>3,250,719</b> | <b>47.92%</b>  |

Izvor: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:52:1933369451524::NO:RP::>



Tablica 6 donosi ukupni broj povlaštenih dionica koje posjeduje deset najveći investitora. U ovom slučaju većina investitora su anonimni jer njihovi podaci ne moraju biti objavljeni s obzirom da oni nemaju pravo glasa. Povlaštene dionice su hibridni instrument koji daje vlasnicima istih primat u isplati dividendi, ali isto tako nemaju pravo glasa i ne mogu odlučivati o poslovanju poduzeća.

### 3.3 Zaključna razmatranja

Na temelju podatak u Tablica 3 i Tablica 4 vidljivo je kako je Adris grupa većinski vlasnik u društvima čijim poslovanjem upravlja (posjeduje minimalno 50% plus 1 dionicu) te je samim time neprikosnoveni donositelj svih odluka i prema neoklasičnoj teoriji Grupa će voditi poslovanje na način da maksimizira svoje bogatstvo to jest primarni poslovni cilj svake poslovnog subjekta će biti maksimalizacija profita.

U Tablica 5 i Tablica 6 navedeni su vlasnici udjela u Adris grupi d.d. Kod redovitih dionica vidi se kako neki sadašnji članovi uprave<sup>10</sup> (Vlahović Ante i Marica Šorak-Pokrajac) zajedno sa ljudima koji su u jednom trenutku bili na rukovodećim pozicijama (Cuccurin Plinio) i drugim povezanim osobama (Vlahović Mazinjanin Ines, Vlahović Tea Silvia i Pokrajac Anto) drže 41,19% vlasništva. Ako se pogleda vlasnički udio to još uvijek nije dovoljno za neometano upravljanje međutim potrebno je imati na umu da je ovdje navedeno samo prvih 10 dioničara jer prema Zakonu o trgovačkim društvima<sup>11</sup> koji je na snazi od 2019. godine propisuje kako mora biti navedeno samo deset dioničara koji posjeduju najveći broj dionica nekog društva. Na stranicama Adris grupe jasno je navedeno kako je čak tri četvrtine društva i danas u vlasništvu sadašnjih i bivših zaposlenika<sup>12</sup>. Budući da unutar same grupe nije došlo do odvajanja funkcije vlasništva i upravljanja ciljna funkcija poslovanja Grupe će također biti maksimalizacija profita.

---

<sup>10</sup> Adris: Uprava i nadzorni odbor, <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> (datum pristupa: 25.07.2021.)

<sup>11</sup> Zakon o trgovačkim društvima  
NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19

<sup>12</sup> Adris: O nama, <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> (datum pristupa: 25.07.2021.)

## 4 PODLOGE ZA OCJENU PONAŠANJA ADRIS GRUPE

Budući da je poslovanje Adris Grupe u periodu od 2008. godine do kraja 2020. godine imalo veliku prekretnicu u 2014. godini samo razdoblje je podijeljeno na period prije akvizicije Croatia Osiguranja tj. do kraja 2013. godine i na razdoblje nakon akvizicije tj. od 2014. godine do kraja 2020. godine. Prilikom analize promatranih razdoblja pozornost će biti usmjerena na financijske izvještaje, preciznije na bilancu stanja, račun dobiti i gubitka, ali uz navedena dva izvještaja postoje još bilješke uz financijske izvještaje, izvještaj o promjeni vlasničke glavnice (kapitala) te izvještaj o novčanom toku.

Bilanca stanja pokazuje poziciju u kojoj se nalazi poduzeće na početku i na kraju poslovne godine ( na dan 1. siječnja i na 31. prosinca). Bilanca je podijeljena u 2 dijela; imovinu koju poduzeće posjeduje i naziva se aktiva te na izvore iz kojih je imovina kupljena te se naziva pasiva. Struktura aktive (imovine) je posložena da se „na vrhu“ liste nalaze najmanje likvidna imovina te je ostatak popisan po rastućoj likvidnosti. U pasivi su pozicije popisane prema roku dospijeca gdje se „na vrhu“ nalaze pozicije koje imaju najduži rok dospijeca tj. koje će biti otplaćene najkasnije dok su na dnu kratkoročne obveze jer se rok za njihovu otplatu kraći od jedne godine. Glavno obilježje bilance stanje jest da aktiva tj. ukupna vrijednost imovine mora biti jednaka ukupnoj obvezi za financiranje te iste imovine te iz toga proizlazi jednadžba bilance i ona glasi:

$$Ukupna\ aktivna = Vlasnička\ glavnica + Obveze$$

Račun dobiti i gubitka još se naziva i bilanca uspjeha zato jer prikazuje uspješnost poslovanja poduzeća u periodu poslovne godine tj. od 1. siječnja do 31. prosinca. U računu dobiti gubitka postoje 2 glavne pozicije, a to su prihodi i rashodi. Naravno da se i prihodi i rashodi podijeljeni ovisno jesu li isti ostvareni iz poslovanja (*core business*) ili iz popratnog financijskog poslovanja (npr. ulaganja novčanog suficita ili na temelju pozitivnih tečajnih razlika). Prihodi su pak podijeljeni na identičan način te se na kraju „podvuče crta“ i razlika ukupnih prihoda i rashoda daje bruto profit koje nakon umanjenja za iznos poreza na dobit i daje konačni ili neto rezultat poslovne godine.

$$\textit{Profit razdoblja} = \textit{Ukupni prihodi} - \textit{Ukupni rashodi}$$

Bilješke uz financijske izvještaje su najopsežniji izvještaj jer je njihov zadatak da detaljnije prikažu svaku poziciju u ostala četiri ranije navedena izvještaja. Također u bilješkama su navedene glavne računovodstvene koje prilikom izrade financijskih izvještaja koristi pojedino poduzeće. Izvještaji o novčanom toku je sličan bilanci uspjeha jedino što prati novčane primitke i novčane izdatke te su iz navedenog razloga „pouzdaniji“ jer neki prihodi možda nikada neće biti naplaćeni. Izvještaj o promjeni kapitala prati izvještava po potencijalnim promjenama u vlasničkoj glavnici (ako je istih bilo) te je u ovom kontekstu ovog rada zanemariv.

#### 4.1 Razdoblje prije preuzimanja Croatia Osiguranja

Kao što je ranije navedeno u promatranom razdoblju od 2008. do 2013. godine poslovanja Adris Grupe je primarno bilo fokusirano na duhansku, hotelijersko-turističku i prehrambenu industriju. U Tablica 7 iznesena je skraćena verzija bilance uspjeha s pozicijama koje će biti korištene izračunima.

Tablica 7 Skraćeni račun dobiti i gubitka za razdoblje 2008-2013

| <i>*svi iznosi u tis.<br/>HRK</i>                         | <b>2008</b>        | <b>2009</b>        | <b>2010</b>        | <b>2011</b>        | <b>2012</b>        | <b>2013</b>        |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Ukupni prihodi</b>                                     | <b>3,004,336</b>   | <b>2,858,746</b>   | <b>2,798,860</b>   | <b>2,884,783</b>   | <b>3,039,384</b>   | <b>3,007,569</b>   |
| prihodi od usluga   | 2,978,392          | 2,829,444          | 2,788,076          | 2,804,575          | 2,898,414          | 2,747,758          |
| ostali prihodi  | 25,944             | 29,302             | 47,021             | 45,601             | 71,367             | 76,599             |
| promjena vrijednosti<br>zaliha                            | -                  | -                  | - 36,237           | 34,607             | 69,603             | 183,212            |
| <b>Ukupni rashodi</b>                                     | <b>- 2,234,949</b> | <b>- 2,330,827</b> | <b>- 2,378,418</b> | <b>- 2,539,340</b> | <b>- 2,791,463</b> | <b>- 2,823,083</b> |
| troškovi materijala i<br>usluga                           | - 1,344,738        | - 1,344,991        | - 1,442,610        | - 1,566,002        | - 1,619,947        | - 1,717,901        |
| troškovi zaposlenih                                       | - 504,559          | - 477,763          | - 485,740          | - 487,709          | - 500,113          | - 502,147          |
| amortizacija  | - 211,972          | - 241,161          | - 258,957          | - 246,274          | - 382,399          | - 361,073          |
| ostali poslovni<br>rashodi                                | - 173,680          | - 266,912          | - 191,111          | - 239,355          | - 289,004          | - 241,962          |
| <b>Ostali<br/>(gubitci)/dobitci -<br/>    neto</b>        | <b>- 200,039</b>   | <b>- 37,169</b>    | <b>94,763</b>      | <b>171,370</b>     | <b>164,547</b>     | <b>22,047</b>      |
| <b>Financijski prihodi</b>                                | <b>129,751</b>     | <b>143,968</b>     | <b>93,179</b>      | <b>132,518</b>     | <b>166,372</b>     | <b>279,041</b>     |
| <b>Financijski rashodi</b>                                | <b>- 24,783</b>    | <b>- 8,680</b>     | <b>- 19,827</b>    | <b>- 23,064</b>    | <b>- 18,873</b>    | <b>- 23,961</b>    |
| <b>Udio u dobiti<br/>    pridruženih<br/>    društava</b> | <b>-</b>           | <b>14,798</b>      | <b>6,929</b>       | <b>17,370</b>      | <b>24,133</b>      | <b>23,183</b>      |
| <b>Dobit prije poreza</b>                                 | <b>674,316</b>     | <b>640,836</b>     | <b>595,486</b>     | <b>643,637</b>     | <b>584,100</b>     | <b>484,796</b>     |
| <b>Porez na dobit</b>                                     | <b>- 170,578</b>   | <b>- 139,125</b>   | <b>- 129,855</b>   | <b>- 145,500</b>   | <b>- 78,245</b>    | <b>- 99,145</b>    |
| <b>Neto dobit za<br/>    godinu</b>                       | <b>503,738</b>     | <b>501,711</b>     | <b>465,631</b>     | <b>498,137</b>     | <b>505,855</b>     | <b>385,651</b>     |

Izvor: izrada autora na temelju podataka sa stranice <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2021-2/> (datum pristupa: 17.09.2021.)

U periodu od 2008. do 2013. u bilanci uspjeha vidljivo je kako su ukupni prihodi grupe padali sve do 2013. godine kada su dostigli razinu iz 2008. godine. Takav rezultat je djelomično i posljedice financijske krize iz 2008. godine koja krenula iz Sjedinjenih Američkih Država te je s malim zakašnjenjem zahvatila i Republiku Hrvatsku. Ako detaljnije pogledamo strukturu prihoda vidljivo je kako su zapravo prihodi od usluga tj. poslovni prihodi zapravo konstantni u cijelom promatranom periodu te je do razlike zapravo došlo zbog fluktuacije ostalih prihoda na koje kompanija ne može direktno utjecati.

Kod ukupnih rashoda primjetan je blagi konstantni rast koji u prosjeku iznosi približno 4,80% godišnje. Glavno razlog porasta rashoda jest rast cijena sirovina što se vidi u porastu troškova materijala i usluga te trošak amortizacije međutim budući da je amortizacija vrsta troška koja za sobom ne povlači novčani izdatak moguće ju je i zanemariti prilikom računanja poslovnog uspjeha. Finalno, pogled na neto profit donekle je u skladu s očekivanjima jer ako ukupni prihodi padaju, a ukupni rashodi rastu za pretpostaviti je da će i profit padati. Međutim usprkos ranije spomenutom izjednačavanju prihoda 2013. godine s onima iz 2008. godine zbog rasta ukupnih troškova finalni rezultat je značajno niži u 2013. godini nego što je bio u 2008. godini.

U Tablica 8 prikazan je skraćena bilanca stanja Adris Grupe za promatrano razdoblje od 2008. do 2013. godine. Prilikom izrade skraćene bilance vodilo se računa o pozicijama koje će biti korištene u kasnijim izračunima te se pokušalo maksimalno olakšati snalaženje čitatelju jer ukoliko bi se iznosile sve pozicije tablica bi bila nepregledna i snalaženje otežano.

Tablica 8 Skraćena bilanca za razdoblje 2008-2013

| *svi iznosi u tis. HRK                                   | 2008             | 2009             | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Dugotrajna imovina</b>                                | 3,715,052        | 3,713,165        | 3,712,762        | 3,959,213        | 3,910,293        | 3,957,757        |
| <b>Kratkotrajna imovina</b>                              | 3,499,302        | 3,860,560        | 4,531,714        | 4,839,135        | 5,068,567        | 5,554,140        |
| potraživanja od kupaca<br>novac i novčani<br>ekvivalenti | 1,194,378        | 935,916          | 1,172,076        | 1,275,910        | 2,070,477        | 2,449,460        |
| <b>Dugotrajna imovina<br/>namijenjena prodaji</b>        | 29,930           | 28,492           | 4,818            | 0                | 0                | 0                |
| <b>Ukupno aktiva</b>                                     | <b>7,244,284</b> | <b>7,602,217</b> | <b>8,249,294</b> | <b>8,798,348</b> | <b>8,978,860</b> | <b>9,511,897</b> |
| <b>Kapital</b>   | 6,167,761        | 6,597,776        | 6,943,357        | 7,286,398        | 7,669,308        | 7,897,895        |
| temeljni kapital   | 164,000          | 164,000          | 164,000          | 164,000          | 164,000          | 164,000          |
| kapitalna dobit  | 16,922           | 16,922           | 16,922           | 16,922           | 16,922           | 16,922           |
| vlastite dionice   | -41,046          | -41,459          | -41,459          | -41,459          | -41,459          | -41,459          |
| pričuve  | 5,290,465        | 5,421,660        | 5,898,012        | 6,366,938        | 6,783,067        | 7,198,724        |
| zadržana dobit   | 510,167          | 778,519          | 666,011          | 578,552          | 537,718          | 391,435          |
| manjinski udjeli   | 227,253          | 258,134          | 239,871          | 201,445          | 209,060          | 168,273          |
| <b>Dugoročne obveze</b>                                  | 93,648           | 185,223          | 195,805          | 250,712          | 305,497          | 330,415          |
| <b>Kratkoročne obveze</b>                                | 982,875          | 819,218          | 1,110,132        | 1,261,238        | 1,004,055        | 1,283,587        |
| <b>Ukupno pasiva</b>                                     | <b>7,244,284</b> | <b>7,602,217</b> | <b>8,249,294</b> | <b>8,798,348</b> | <b>8,978,860</b> | <b>9,511,897</b> |

Izvor: izrada autora na temelju podataka sa stranice <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2021-2/> (datum pristupa: 17.09.2021.)

Ukupna imovina u promatranom razdoblju je rasla u prosjeku 5,60%, a ponajviše zahvaljujući rastu vrijednosti pozicije kratkotrajne imovine. Iako na prvu to izgleda poprilično dobro potencijalni problem mogao biti jer većinu kratkotrajne imovine čini pozicija potraživanja od kupaca te upravo ona najviše rasla (u prosjeku 18,60%), a budući je pozicija novca i novčanih ekvivalenata rasla čak i više (u prosjeku 29,80%) nema pretjeranog razloga za zabrinutost.

Ukupna pasiva raste jednakim tempom kao i aktiva zbog ranije spomenute jednadžbe bilance stanja. Glavna pozicija koju treba promatrati u pasivi je kapital tj. vlasnička glavnica (u prosjeku rast od 5,00%) upravo zato jer zbog rasta kapitala, koji je gotovo jednak rastu vrijednosti pasive može se zaključiti da je poslovanje kompanije stabilno. Također slučaju Adris grupe koeficijent vlastitog financiranja iznosi gotovo 85,00% i zbog toga je smanjena mogućnost da će doći do situacije u kojoj Adris neće biti u mogućnosti otplaćivati svoje obveze.

Za potrebe izračuna u kasnijim poglavljima u Tablica 9 su prikazani pojedine stavke koje će također biti korištene. One su izvučene iz javno dostupnih izvora poput stranica Zagrebačke burze te će uz ranije navedene podatke u Tablica 7 i Tablica 8 pružiti potpuniju sliku o poslovnoj politici Adris Grupe i omogućiti lakše prihvaćanje ili odbijanje ranije postavljene hipoteze.

Tablica 9 Dodatni podaci za izračune za period 2008-2013

|                                 | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Ukupan broj dionica</b>      | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 |
| <b>Redovne</b>                  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  |
| <b>Povlaštene</b>               | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  |
| <b>Prosječna cijena dionice</b> | 0.00       | 0.00       | 310.79     | 278.99     | 243.40     | 309.23     |
| <b>Cijena dionice na 31.12.</b> | 0.00       | 280.00     | 315.00     | 240.00     | 280.00     | 309.00     |
| <b>Isplaćena dividenda</b>      | 7.00       | 7.00       | 7.00       | 7.00       | 7.00       | 7.00       |

Izvor: izrada autora na temelju podataka sa stranice <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2021-2/> (datum pristupa: 17.09.2021.) i sa stranice [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007&tab=security\\_history&date\\_from=2010-01-01&date\\_to=2020-12-31&model=ALL](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007&tab=security_history&date_from=2010-01-01&date_to=2020-12-31&model=ALL) (datum pristupa: 17.09.2021.)

Ukupan broj dionica se nije mijenjao u promatranom razdoblju te se isto tako nije mijenjao niti omjer emitiranih redovnih i povlaštenih dionica što se mogli i zaključiti jer se pozicija temeljni kapital u pasivi skraćene bilance također nije mijenjala. Godišnja cijena (prosječna i ona na 31. prosinca) povlaštene dionice u godinama za koje su podaci dostupni zapravo odražava i kretanje profita same Grupe jer investitori su uvijek bili više platiti dionicu kompanije koja ostvaruje veći profit. Adris je u promatranom periodu imao politiku isplate konstantnih dividendi gdje je svake godine, neovisno o ostvarenom poslovnom rezultatu, isplatio 7,00 kuna dividende po dionici i vlasnicima povlaštenih i preferencijalnih dionica.

## 4.2 Razdoblje nakon preuzimanja Croatia osiguranja

U razdoblju od 2014. do 2020. godine došlo do zaokreta u poslovanju Adris Grupe te je akvizirano osiguravajuće društvo Croatia Osiguranje u lipnju 2014. godine, a godinu nakon je i prodana Tvornica Duhana Rovinj te je Adris izašao iz industrije duhanskih proizvoda. Navedeni poslovni događaji će ostaviti i trag u izvještajima Grupe.

Tablica 10 prikazuje iste pozicije kao i Tablica 7 samo za razdoblje nakon akvizicije Croatia Osiguranja. Također se u uz sve ranije prikazane pozicije u 2014. godini prvi puta pojavljuje i pozicija *nastale štete u osiguranju i reosiguranju* upravo zbog akvizicije u 2014. godini.

Tablica 10 Skraćeni račun dobiti i gubitka za razdoblje 2014-2020

| *svi iznosi u tis. HRK                                   | 2014              | 2015              | 2016              | 2017              | 2018              | 2019              | 2020              |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Dugotrajna imovina</b>                                | 12,292,091        | 14,509,400        | 11,766,001        | 15,013,830        | 15,912,208        | 17,161,756        | 17,040,482        |
| <b>Kratkotrajna imovina</b>                              | 5,761,563         | 4,675,735         | 7,348,926         | 4,687,371         | 5,152,941         | 4,527,991         | 4,916,608         |
| potraživanja od kupaca<br>novac i novčani<br>ekvivalenti | 3,420,214         | 2,446,641         | 2,276,649         | 2,015,207         | 1,704,358         | 1,250,751         | 1,500,592         |
|  | 234,007           | 174,396           | 211,415           | 201,660           | 633,055           | 681,196           | 713,509           |
| <b>Dugotrajna imovina<br/>namijenjena prodaji</b>        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Ukupno aktiva</b>                                     | <b>18,053,654</b> | <b>19,185,135</b> | <b>19,114,927</b> | <b>19,701,201</b> | <b>21,065,149</b> | <b>21,689,747</b> | <b>21,957,090</b> |
| <b>Kapital</b>   | 9,253,521         | 9,639,016         | 10,051,055        | 10,284,964        | 10,269,786        | 10,564,820        | 10,510,753        |
| temeljni kapital   | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           |
| kapitalna dobit  | 16,922            | 27,080            | 36,612            | 46,167            | 56,036            | 60,724            | 60,724            |
| vlastite dionice   | -41,459           | -152,957          | -102,686          | -60,799           | -140,277          | -242,093          | -286,391          |
| pričuve  | 7,556,560         | 7,515,478         | 8,336,751         | 8,768,907         | 8,437,723         | 8,341,993         | 8,258,375         |
| zadržana dobit   | 375,536           | 959,406           | 404,588           | 44,034            | 278,782           | 666,603           | 695,725           |
| manjinski udjeli   | 1,181,962         | 1,126,009         | 1,211,790         | 1,322,655         | 1,473,522         | 1,573,593         | 1,618,320         |
| <b>Dugoročne obveze</b>                                  | 4,765,659         | 5,872,405         | 5,385,681         | 5,370,846         | 6,412,121         | 7,308,049         | 7,461,100         |
| <b>Kratkoročne obveze</b>                                | 4,034,474         | 3,673,714         | 3,678,191         | 4,045,391         | 4,383,242         | 3,816,878         | 3,985,237         |
| <b>Ukupno pasiva</b>                                     | <b>18,053,654</b> | <b>19,185,135</b> | <b>19,114,927</b> | <b>19,701,201</b> | <b>21,065,149</b> | <b>21,689,747</b> | <b>21,957,090</b> |

Izvor: izrada autora na temelju podataka sa stranice <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2021-2/> (datum pristupa: 17.09.2021.)



Ukupni prihodi u promatranom periodu rastu u prosjeku 14,00% godišnje te bi se moglo zaključiti kako su kupovina Croatia Osiguranja i prodaja Tvornice Duhana Rovinja bile dvije dobre poslovne odluke jer je zaustavljen pad ukupnih prihoda i ostvaren konstantni rast. Naravno prilikom promatranja i analize potrebno je 2020. godinu zanemariti iz razloga jer je to godina u kojoj zbog pandemije korona virusa Covid-19 je dovela do gotovo potpunog zaključavanja ekonomije.

Ukupni rashodi u promatranom periodu su također u konstantnom rastu i to prosječno 10,26% na godišnjoj razini. 2020. godina je i u slučaju analize dinamike ukupnih rashoda zanemarena jer je primaran cilj bio očuvanje stabilnosti poslovanja u vrlo neizvjesnim uvjetima. Troškovi usluga i materijala su niži u odnosu na prethodno razdoblje jer je TDR prodan, ali su istovremeno nastali troškovi u osiguranju i reosiguranju koje generira Croatia Osiguranje.

Ukupni profit u periodu od 2008. do 2013. godine u prosjeku je rastao 54,18% iako to nije najbolji pokazatelj jer je većina rasta ostvarena između 2014. i 2015. godine. Zbog akvizicije u 2014. godini profit je značajno niži doje je zbog prodaje podružnice u 2015. godini nešto viši. Ali je uočljivo kako visina profit poprilično fluktuirala iako i ukupni prihodi i ukupni rashodi imaju ujednačen rast. Glavni razlog za fluktuaciju su financijski prihodi i rashodi koji nisu baš stabilni te utječu na konačni profit.

Tablica *II* donosi pregled pozicija aktive u periodu nakon akvizicije Croatia Osiguranja i prodaje TDR-a. Prilikom analize potrebno je imati na umu kako će ukupna vrijednost imovine biti veća nego prethodnom razdoblju, ali isto tako i da će se povećati pozicija obveza i to onih dugoročnih jer je povećanje imovine potrebno financirati, a tome upravo služi pasiva.

Tablica 11 Skraćena bilanca za razdoblje 2014-2020

| <i>*svi iznosi u tis. HRK</i>                            | <b>2014</b>       | <b>2015</b>       | <b>2016</b>       | <b>2017</b>       | <b>2018</b>       | <b>2019</b>       | <b>2020</b>       |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Dugotrajna imovina</b>                                | 12,292,091        | 14,509,400        | 11,766,001        | 15,013,830        | 15,912,208        | 17,161,756        | 17,040,482        |
| <b>Kratkotrajna imovina</b>                              | 5,761,563         | 4,675,735         | 7,348,926         | 4,687,371         | 5,152,941         | 4,527,991         | 4,916,608         |
| potraživanja od kupaca<br>novac i novčani<br>ekvivalenti | 3,420,214         | 2,446,641         | 2,276,649         | 2,015,207         | 1,704,358         | 1,250,751         | 1,500,592         |
|  | 234,007           | 174,396           | 211,415           | 201,660           | 633,055           | 681,196           | 713,509           |
| <b>Dugotrajna imovina<br/>namijenjena prodaji</b>        | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Ukupno aktiva</b>                                     | <b>18,053,654</b> | <b>19,185,135</b> | <b>19,114,927</b> | <b>19,701,201</b> | <b>21,065,149</b> | <b>21,689,747</b> | <b>21,957,090</b> |
| <b>Kapital</b>   | 9,253,521         | 9,639,016         | 10,051,055        | 10,284,964        | 10,269,786        | 10,564,820        | 10,510,753        |
| temeljni kapital   | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           | 164,000           |
| kapitalna dobit  | 16,922            | 27,080            | 36,612            | 46,167            | 56,036            | 60,724            | 60,724            |
| vlastite dionice   | -41,459           | -152,957          | -102,686          | -60,799           | -140,277          | -242,093          | -286,391          |
| pričuve  | 7,556,560         | 7,515,478         | 8,336,751         | 8,768,907         | 8,437,723         | 8,341,993         | 8,258,375         |
| zadržana dobit   | 375,536           | 959,406           | 404,588           | 44,034            | 278,782           | 666,603           | 695,725           |
| manjinski udjeli   | 1,181,962         | 1,126,009         | 1,211,790         | 1,322,655         | 1,473,522         | 1,573,593         | 1,618,320         |
| <b>Dugoročne obveze</b>                                  | 4,765,659         | 5,872,405         | 5,385,681         | 5,370,846         | 6,412,121         | 7,308,049         | 7,461,100         |
| <b>Kratkoročne obveze</b>                                | 4,034,474         | 3,673,714         | 3,678,191         | 4,045,391         | 4,383,242         | 3,816,878         | 3,985,237         |
| <b>Ukupno pasiva</b>                                     | <b>18,053,654</b> | <b>19,185,135</b> | <b>19,114,927</b> | <b>19,701,201</b> | <b>21,065,149</b> | <b>21,689,747</b> | <b>21,957,090</b> |

Izvor: izrada autora na temelju podataka sa stranice <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2021-2/> (datum pristupa: 17.09.2021.)

Ukupna aktiva ujednačeno raste iz godine u godinu, a glavninu rasta potiče upravo rast vrijednosti dugotrajne imovine što označava kako Adris Grupa investira značajna sredstva u razvoj poslovnih jedinica što je bilo vidljivo i u bilanci uspjeha jer se od 2014. do 2020. godine amortizacija značajno povećala, a upravo je amortizacija nenovčani trošak koji nastaje postupnim trošenjem dugotrajne materijalne imovine (osim zemljišta koja po zakonu ne mogu biti amortizirana jer nemaju vijek trajanja). U 2018. godine došlo je i do značajnog povećanja na poziciji novac i novčani ekvivalenti jer je Grupa ostvarila primitke od prodaje financijskih instrumenata.

U ukupnoj pasivi najveći je skok u visini dugoročnih obveza što je bilo i za očekivati na temelju investicijskih aktivnosti. Također i pozicija kapitala (vlasničke glavnice) ostvaruje blagi rast upravo zbog dobrih poslovnih rezultata. Jedino negativna promjena do koje je došlo je smanjenje koeficijenta

vlastitog financiranja koji je u prethodnom razdoblju bio oko 85,00% sad iznosi oko 55,24%, ali to je i dalje dovoljno visoko da izaziva zabrinutost.

U sljedećoj tablici su ponovno sumirani dodatni podaci kao podloga prilikom izračuna određenih pokazatelja. Prilikom analize pojedinih pozicija i usporedbu s prethodnih razdobljem potrebno je uzeti u obzir poslovne događaje koji su se dogodili promatranom razdoblju, ali i ostvarene rezultate Grupe.

Tablica 12 Dodatni podaci za izračune za period od 2014-2020

|                                 | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Ukupan broj dionica</b>      | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 | 16,400,000 |
| <b>Redovne</b>                  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  | 9,615,900  |
| <b>Povlaštene</b>               | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  | 6,784,100  |
| <b>Prosječna cijena dionice</b> | 314.83     | 470.54     | 543.82     | 551.95     | 490.35     | 528.51     | 454.41     |
| <b>Cijena dionice na 31.12.</b> | 370.00     | 540.75     | 595.00     | 500.00     | 476.00     | 560.00     | 436.00     |
| <b>Isplaćena dividenda</b>      | 7.00       | 50.00      | 15.00      | 17.00      | 17.50      | 18.20      | 12.50      |

Izvor: izrada autora na temelju podataka sa stranice <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2021-2/> (datum pristupa: 17.09.2021.) i sa stranice [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007&tab=security\\_history&date\\_from=2010-01-01&date\\_to=2020-12-31&model=ALL](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007&tab=security_history&date_from=2010-01-01&date_to=2020-12-31&model=ALL) (datum pristupa: 17.09.2021.)

Ukupan broj emitiranih dionica kao i omjer povlaštenih i redovnih je ostao isti kao i u prethodnom razdoblju. Cijena dionica prosječna kao i ona na zadnji dan godine pokazuje krast i kretanje u skladu s poslovanjem Adris Grupe. Isplaćena dividenda je također pratila poslovne aktivnosti te je u godini prodaje TDR-a bila čak 50,00 kn po dionici, u kasnijim godinama je bila ipak niža. Međutim zanimljivo je kako je čak i u 2020. godini isplaćena dividenda iako je poslovni rezultat na kraju godina bio jako mali profit koji čak niti nije dovoljan za pokriti troškove dividendi, ali je Adris odlučio novac uzeti iz zadržane dobiti u poziciji kapitala u bilanci stanja.

## 5 ALATI ZA OCJENU PONAŠANJA ADRIS GRUPE

Kako bi se mogla utvrditi poslovna politika koju Adris grupa d.d. primjenjuje u poslovanju tj. daje li prednost maksimalizaciji prihoda i ostvarivanju dodatnih benefita za menadžment kao što to sugerira Baumolova teorija poduzeća ili je pak ciljna funkcija maksimalizacija profita i povećanje bogatstva vlasnika poduzeća kao što to sugerira neoklasična teorija poduzeća potrebno je pregledati kako se kreću određeni pokazatelji poslovanja. Niže navedeni i definirani pokazatelji poslužite će kao alat te će u završnom poglavlju biti iznesen i detaljnije objašnjen zaključak kojoj teoriji poduzeća se priklonio menadžment Adris grupe.

Financijski pokazatelji su racionalni brojevi u kojima se jedna ekonomska veličina stavlja u odnos s drugom ekonomskom veličinom. Financijske pokazatelje, s obzirom na vremensku dimenziju možemo svrstati u dvije skupine. Jedna skupina financijskih pokazatelja obuhvaća razmatranje poslovanja unutar poduzeća unutar određenog razdoblja i temelje se na podacima iz izvještaja o dobiti (račun dobiti i gubitka), a druga skupina financijskih pokazatelja se odnosi točno na određeni trenutak koji se podudara s trenutkom sastavljanja bilance i govori o financijskom položaju poduzeća u tom trenutku. Pokazatelje uobičajeno promatramo kao nositelje informacija koje su potrebne za upravljanje poslovanja i razvojem poduzeća.<sup>13</sup>

### 5.1 Pokazatelji profitabilnosti

U kontekstu pokazatelja profitabilnosti razmatraju se pokazatelji marže profita te rentabilnost ukupne imovine i rentabilnost vlastitog kapitala. Pokazatelji rentabilnosti računaju se na temelju podataka iz bilance Tablica 8 i Tablica 11 i računa dobiti i gubitka Tablica 7 i Tablica 10. Pri utvrđivanju rentabilnosti imovine razlikuje se bruto i neto rentabilnost. Razlika je u obuhvatu poreza u brojniku pokazatelja. Razlika između ova dva pokazatelja ukazuje na relativno porezno opterećenje u odnosu na

---

<sup>13</sup> Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L., (2017) Analiza financijskih izvještaja. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika. Str. 243

ukupnu imovinu.<sup>14</sup> Osim navedenih pokazatelja, u kontekstu pokazatelja profitabilnosti računa se i rentabilnost vlastitog kapitala (glavnice). Na temelju usporedbe rentabilnosti vlastitoga kapitala i rentabilnosti ukupne imovine te kamatne stope koja odražava cijenu korištenja tuđeg kapitala moguće je doći do zanimljivih zaključaka o stupnju korištenja financijske poluge.<sup>15</sup> Međutim u ovom slučaju fokus neće biti stavljen na razmatranje upotrebe financijske poluge već na samu dinamiku promjene profitabilnosti imovine (ROA) i promjene profitabilnosti vlasničke glavnice (ROE).

Profitabilnost imovine (ROA) zapravo govori koliku bruto dobit ili bruto zaradu ostvaruje poduzeće u promatranom razdoblju na uloženu 1,00 novčanu jedinicu vlastite imovine. A izračunava se prema formuli:

$$ROA = \frac{\textit{Bruto dobit (EBIT)}}{\textit{Ukupna imovina}}$$

Profitabilnost vlasničke glavnice (ROE) je pokazatelj koji sličan pokazatelju profitabilnosti ukupne imovine (ROA) jedino što mjeri koliko se poveća bogatstvo vlasnika tj. dioničara na jednu uloženu kunu vlasničke glavnice točnije kapitala. Formula za izračun je kako slijedi:

$$ROE = \frac{\textit{Neto dobit (EAT)}}{\textit{Vlasnička glavnica}}$$

Ukoliko kompanija teži maksimalizaciji prihoda tada bi ROA trebala rasti brže od ROE. Budući da je tada primaran cilj poslovanja rast prihoda te se ukupni rashodi kao i ukupan profit zanemaruju. Isto tako ukoliko bi kompanija težila maksimalizaciji profita što se na temelju ranije navedenih činjenica očekuje

---

<sup>14</sup> Ibid str. 243

<sup>15</sup> Ibid str. 253

tada bi fokus bio na samom profitu te se ne bi velika pažnja pridavala ukupnim prihodima dokle god bi rast istih omogućavao očekivani rast profita.

## 5.2 Pokazatelji investiranja

Pomoću pokazatelja investiranja mjeri se uspješnost ulaganja u obične dionice poduzeća.<sup>16</sup> Osim podataka iz financijskih izvještaja, za izračunavanje ovih podataka potrebni su i podaci o dionicama, posebice o broju dionica o njihovoj tržišnoj vrijednosti.<sup>17</sup> Dobit po dionici i dividenda po dionici iskazuju se u novčanim jedinicama, tj. pokazuju koliko se primjerice kuna ili dolara dobiti ili dividende ostvari po jednoj dionici. U pravilu je dobit po dionici veća od dividende po dionici jer se dio dobiti zadržava. Međutim, moguća je i obrnuta situacija, ali to onda znači da su dividende isplaćivane iz zadržane dobiti. Odnos isplate dividendi govori upravo o toj problematici, tj. obuhvaća odnos dividende po dionici i dobit po dionici. Odnos cijene i zarade po dionici pokazuje koliko je puta tržišna cijena dionica veća od dobiti po dionici.

Isplaćene dividende po dionici (DPS) nije financijski pokazatelj već je javno dostupan podatak na stranicama pojedine kompanije. Razlog je taj jer isplatu dividendi mora odobriti skupština dioničara (vlasnika) poduzeća. Za očekivati je kako s rastom ostvarenog profita i visina isplaćene dividende raste.

Zarada po dionici (EPS) u odnos stavlja ukupno ostvareni neto profit i ukupan broj dionica. Pokazuje koliki dio ukupnog profita pripada vlasniku jedne dionice. Naravno u stvarnosti dioničari (vlasnici) nikada ne dobiju cijeli iznos kao dividendu već se jedan dio ostaje u kompaniji kao zadržana dobit. Stoga je EPS gotovo uvijek viši od isplaćene dividende, jedina je iznimka kada poduzeće dividendu isplaćuje

---

<sup>16</sup> Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L., (2017) Analiza financijskih izvještaja. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika. Str. 254

<sup>17</sup> Ibid str. 254

iz zadržane dobiti kao što je Adris Grupa isplatila u 2021. za 2020. godinu. Formula za izračun EPS-a glasi:

$$EPS = \frac{\text{Neto dobit (EAT)}}{\text{Ukupan broj dionica}}$$

Odnos isplate dividendi (DPR) je pokazatelj koji stavlja u omjer isplaćenu dividendu i ostvarenu zaradu po dionici (EPS). Na temelju pokazatelja može se vidjeti koliki dio od ukupno ostvarenog profit a se isplaćuje dioničarima (vlasnicima). Formula za izračun glasi:

$$DPR = \frac{\text{dividenda po dionici (DPS)}}{\text{zarada po dionici (EPS)}}$$

Omjer cijene i zarade po dionici (P/E) je uobičajena kratica za odnos cijene i zarade po dionici, odnosno dobiti po dionici (engl. price-earnings ratio) i još se naziva P/E multiplikatorom. Pokazatelj se računa kao odnos tržišne cijene po dionici (PPS, engl. price per share) i zarade po dionici (EPS, engl. earnings per share).<sup>18</sup>

$$P/E = \frac{\text{tržišna cijena dionice (PPS)}}{\text{zarada po dionici (EPS)}}$$

U slučaju pokazatelja investiranja ukoliko kompanija nastoji maksimalizirati vlastiti profit, a time i bogatstvo dioničara (vlasnika) može se očekivati rast svih navedenih pokazatelja. Ukoliko pak kompanija nastoji maksimalizirati prihode postoji mogućnost da će isplaćene dividende kao i ostali pokazatelji biti niski ili čak jednaki 0.

---

<sup>18</sup> Orsag, S. (2017), Poslovne financije. Zagreb: Avantis: Hrvatska udruga financijskih analitičara. 409

## 6 OCJENA PONAŠANJA ADRIS GRUPE PRIJE PREUZIMANJA CROATIA OSIGURANJA

U periodu prije reorganizacije poslovanja na temelju podatak dostupni u Tablica 7, Tablica 8 i Tablica 9 prikazani će biti pokazatelji koji će pomoć u konačnom utvrđivanju poslovne politike koju Grupa primjenjuje. **Error! Reference source not found.** donosi sistematizirani pregled istih te će biti potrebno analizirati svaki pojedini pokazatelj.

### 6.1 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja profitabilnosti

U periodu prije preuzimanja pokazatelji profitabilnosti će pokazati je li menadžment provodio politiku maksimalizacije profita ili pak maksimalizacije prihoda. Sagledat će se dva temeljna pokazatelja profitabilnosti, a to su profitabilnost ukupne imovine (ROA) i profitabilnost vlasničke glavnice (ROE).

Tablica 13 Pokazatelji profitabilnosti prije preuzimanja Croatia Osiguranja

|            | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ROA</b> | <b>0.0931</b> | <b>0.0843</b> | <b>0.0722</b> | <b>0.0732</b> | <b>0.0651</b> | <b>0.0510</b> |
| indeks ROA | 100.00        | 90.56         | 85.63         | 101.34        | 88.93         | 78.35         |
| <b>ROE</b> | <b>0.0817</b> | <b>0.0760</b> | <b>0.0671</b> | <b>0.0684</b> | <b>0.0660</b> | <b>0.0488</b> |
| indeks ROE | 100           | 93.11         | 88.19         | 101.94        | 96.48         | 74.03         |

Izvor: Izrada autora

$$ROA_{2008} = \frac{Bruto\ dobit_{2008}}{Ukupna\ imovina_{2008}}$$

$$ROA_{2008} = \frac{674,316,000}{7,244,284,000}$$

$$ROA_{2008} = 0.0931$$



Profitabilnost ukupne imovine (ROA) je za sve godine u promatranom razdoblju izračunata na način da se iznos dobiti prije poreza koji je naveden u Tablica 7 podijeli s iznosom vrijednosti ukupne imovine na zadnji dan poslovne godine koji je naveden u Tablica 8. Za 2008. godinu bruto dobit iznosi 674,316 tisuća kuna, a vrijednost imovine na zadnji dan poslovne godine iznosi 7,244,284 tisuća kuna i kada se navedene iznose podijeli za 2008. godinu dobije se profitabilnost ukupne imovine od 0.09 što znači da je na 1.00 kn ukupne imovine kompanija ostvarila 0.09 kn bruto profita. Vidljivo je kako i dinamika ROA prati dinamiku kretanja ukupnog bruto profita koja je vidljiva u Tablica 7 te u godinama kada je prihod bio niži (2009., 2010. i 2011.) i ROA poprma opadajući trend jer kao što vidljivo iz formula za izračun bruto dobit je padala, a vrijednost ukupne imovine je rasla svake godine.

$$ROE_{2008} = \frac{Neto\ dobit_{2008}}{Vlasnička\ glavnica_{2008}}$$

$$ROE_{2008} = \frac{503,738,000}{6,167,761,000}$$

$$ROE_{2008} = 0.0817$$

Profitabilnost vlasničke glavnice (ROE) se izračunava na načina da se za promatranu godinu uzme iznos s pozicije neto dobit iz Tablica 7 i podjeli s iznosom vrijednosti kapitala (vlasničke glavnice) iz Tablica 8. Tako za 2008. godinu iznos neto profita iznosi 503,738 tisuća kuna, vrijednost kapitala na zadnji dan godine iznosi 6,167,761 tisuće kuna te kada se navedeni iznosi podijele dobije se profitabilnost vlasničke glavnice od 0.08. Dobiveni rezultat od 0.0817 govori kako je kompanija na uloženu 1 kunu vlasničke glavnice ostvarila neto dobit od 0.0817 kn za 2008. godinu.

## 6.2 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja investiranja

Nakon što su u prethodnoj Tablici izneseni i kasnije analizirani pokazatelji profitabilnosti poslovanja Adris Grupe. U sljedećem dijelu analizirat će se pokazatelji investiranja koji će pokazati jesu li u promatranom razdoblju dioničari kompanije povećali svoje bogatstvo ili je ipak Adris bio usredotočen na profitabilnost.

Tablica 14 Pokazatelji investiranja prije preuzimanja Croatia Osiguranja

|            | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>DPS</b> | <b>7</b>      | <b>7</b>      | <b>7</b>      | <b>7</b>      | <b>7</b>      | <b>7</b>      |
| indeks DPS | 100.00        | 100.00        | 100.00        | 100.00        | 100.00        | 100.00        |
| <b>EPS</b> | <b>30.72</b>  | <b>30.59</b>  | <b>28.39</b>  | <b>30.37</b>  | <b>30.84</b>  | <b>23.52</b>  |
| indeks EPS | 100.00        | 99.60         | 92.81         | 106.98        | 101.55        | 76.24         |
| <b>DPR</b> | <b>22.79%</b> | <b>22.88%</b> | <b>24.65%</b> | <b>23.05%</b> | <b>22.69%</b> | <b>29.77%</b> |
| indeks DPS | 100.00        | 100.40        | 107.75        | 93.47         | 98.47         | 131.17        |
| <b>P/E</b> | <b>/</b>      | <b>9.15</b>   | <b>11.09</b>  | <b>7.90</b>   | <b>9.08</b>   | <b>13.14</b>  |
| indeks P/E | /             | 100.00        | 121.22        | 71.22         | 114.89        | 144.75        |

Izvor: Izrada autora

Dividende po dionici (DPS) je konstantna za cijelo razdoblje i iznosi 7.00 kn po dionici te se navedeni podatak iščitava iz financijskih izvještaja za pojedinu godinu.

$$EPS_{2008} = \frac{Neto\ dobit_{2008}}{Ukupan\ broj\ emitiranih\ dionica_{2008}}$$

$$EPS_{2008} = \frac{503,738,000}{16,400,000}$$

$$EPS_{2008} = 30.72$$

Zarada po dionici (EPS) se u promatranom razdoblju izračunava na način da se podijeli iznos neto dobiti iz Tablica 7 za određenu godinu s ukupnim brojem dionica koji je naveden u Tablica 9. Za 2008. godinu

tako neto dobit iznosi 503,734 tisuće kuna, a broj emitiranih dionica je 16,400,000 te EPS za 2008. godinu iznosi 30.72 kune po dionici. EPS kroz cijelo razdoblje prati kretanje ostvarenog neto profita iz razloga jer se broj emitiranih dionica nije mijenjao.

$$DPR_{2008} = \frac{\text{Isplaćena dividenda}_{2008}}{EPS_{2008}}$$

$$DPR_{2008} = \frac{7.00}{30.72}$$

$$DPR_{2008} = 22.79\%$$

Odnos isplate dividende (DPR) se izračunava na način da se iznos isplaćenih dividendi po dionici (DPS) podijeli sa zaradom po dionici (EPS), oba pokazatelja su navedena u **Error! Reference source not found.** Za 2008. godinu tako DPS iznos 7.00 kuna po dionici i podijeljen sa EPS koji iznosi 30.81 kunu po dionici daje rezultat od 22.79% što znači da je 22.79% ukupne dobiti isplaćeno dioničarima (vlasnicima) te je vidljivo kako je i u sljedećim godinama isplaćivano gotovo 25.00% ukupne dobiti dioničarima. U 2013. godini je veći dio dobiti isplaćen dioničarima, a razlog bi mogao biti jer su uočili kako uz ostvarene profite iz ranijih godina ima prostora da se dioničarima isplati relativno viša dividenda, ali isto postoji mogućnost da je Adris želio kompenzirati za nešto lošiji poslovni rezultat u 2013. godini.

$$P/E_{2009} = \frac{\text{Cijena dionice na zadnji dan godine}_{2009}}{EPS_{2008}}$$

$$P/E_{2009} = \frac{280.00}{30.72}$$

$$P/E_{2009} = 9.15$$

Omjer cijene i zarade po dionici (P/E) je u promatranom razdoblju izračunat na način da je iznos cijene dionice na zadnji dan pojedine godine naveden u Tablica 9 podijeljen s ostvarenom zaradom po dionici za pojedinu godinu koja je pak navedena u **Error! Reference source not found.** Za 2009. godinu tako

je potrebno podijeliti iznos cijene na zadnji dan godine koja je iznosila 280.00 kuna po dionici s iznosom zarade po dionici (EPS) koja je iznosi 30.59 kuna po dionici. Stoga je P/E za 2009. godinu jednak 9.15, ali taj podatak sam za sebe ne znači puno već je potrebno sagledati cijelo razdoblje te izračunati prosjek i usporediti s prosjekom iste kompanije u narednom razdoblju. U slučaju Adris grupe u promatranom razdoblju prosjek omjera cijene i zarade po dionici iznosi 10.07.

### **6.3 Zaključna razmatranja**

Nakon analize obje skupine pokazatelja u razdoblju prije preuzimanja Croatia Osiguranja dobiven je jasniji uvid u poslovanje Adris grupe. Pokazatelji profitabilnosti nisu pretjerano impresivni, ali su u apsolutnim iznosim gotovo jednaki. Pokazatelji investiranja također ukazuju na stabilno poslovanje. Na temelju samo jedne skupine pokazatelja ne može se s velikom sigurnošću utvrditi kojoj teoriji je naklonjeniji menadžment u promatranom razdoblju. Međutim budući da ROE približno jedna kao i ROA te Adris isplaćuje konstantnu dividendu svake godine koja iznosi gotovo 25% neto dobiti za pretpostaviti je kako je u razdoblju prije preuzimanja Croatia Osiguranja cilja funkcija poslovanja Adris Grupe zaista bila maksimalizacija profita.

## 7 OCJENA PONAŠANJA ADRIS GRUPE NAKON PREUZIMANJA CROATIA OSIGURANJA

U 2014. godini je počeo zaokret u poslovnoj politici te je u **Error! Reference source not found.** isti vidljiv. Jedino je prilikom analize potrebno zanemariti 2020. godinu zbog već ranije navedenih nesigurnosti u poslovanju koje je uzrokovala pandemija korona virusa Covid-19. Prilikom izračuna kao podloge su korišteni podaci iz Tablica 10, Tablica 11 i Tablica 12, a same pozicije i njihov značaj je već ranije upisan ispod navedenih tablica.

### 7.1 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja profitabilnosti

U razdoblju nakon preuzimanja Croatia Osiguranja kretanje pokazatelja profitabilnosti će zasigurno ukazati je li zaokret u poslovnoj politici bio opravdan i jeli možda došlo do promjene poslovne politike. Tablica pokriva razdoblje do kraja 2020. godine jer je to zadnja godina za koju su dostupna konsolidirana revidirana financijska izvješća.

Tablica 15 Pokazatelji profitabilnosti nakon preuzimanja Croatia Osiguranja

|            | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ROA</b> | <b>0.022</b> | <b>0.019</b> | <b>0.034</b> | <b>0.022</b> | <b>0.018</b> | <b>0.029</b> | <b>0.002</b> |
| indeks ROA | 100.00       | 85.79        | 177.83       | 65.90        | 78.96        | 161.27       | 5.91         |
| <b>ROE</b> | <b>0.038</b> | <b>0.030</b> | <b>0.050</b> | <b>0.036</b> | <b>0.043</b> | <b>0.048</b> | <b>0.004</b> |
| indeks ROE | 100.00       | 78.59        | 167.09       | 72.87        | 119.63       | 110.23       | 8.86         |

Izvor: Izrada autora

$$ROA_{2014} = \frac{Bruto\ dobit_{2014}}{Ukupna\ imovina_{2014}}$$

$$ROA_{2014} = \frac{402,233,000}{18,053,654,000}$$

$$ROA_{2014} = 0.022$$

Profitabilnost ukupne imovine (ROA) je za sve godine u promatranom razdoblju izračunata na način kao i u prethodnom razdoblju točnije tako da se iznos „dobiti prije poreza“ koji je naveden u Tablica 10 podjeli s iznosom vrijednosti ukupne imovine na zadnji dan poslovne godine koji je naveden u Tablica 11. Na taj način za 2014. godinu bruto dobit iznosi 402,233 tisuće kuna, a vrijednost imovine na zadnji dan poslovne godine iznosi 18,053,654 tisuće kuna. Kada se podijeli navedene iznose za 2014. godinu dobijemo profitabilnost ukupne imovine od 0.022 što znači da je na 1.00 kn ukupne imovine kompanija uprihčila 0.022 kn. Iznos ROA-e je izuzetno niska zbog velikih ulaganja u dugoročnu imovinu jer je rast vrijednosti ukupne imovine veći nego rast bruto profita.

$$ROE_{2014} = \frac{Neto\ dobit_{2014}}{Vlasnička\ glavnica_{2014}}$$

$$ROE_{2014} = \frac{351,307,000}{9,253,521,000}$$

$$ROE_{2014} = 0.038$$

Profitabilnost vlasničke glavnice (ROE) se izračunava na načina da se za promatranu godinu uzme iznos s pozicije neto dobit iz Tablica 10 i podjeli s iznosom vrijednosti kapitala (vlasničke glavnice) iz Tablica 11. Tako za 2014. godinu iznos neto profita iznosi 99.438 tisuće kuna, vrijednost kapitala na zadnji dan godine iznosi 9.253.521 tisuće kuna te kada se navedeni iznosi podijele dobije se profitabilnost vlasničke glavnice od 0.011. ROE je u 2014. godini viša od ROA-e i iznosi te se može zaključiti kako ROE raste iz razloga jer neto profit raste brže nego vrijednost vlasničke glavnice (kapital), a to je posljedica dobre akvizicijske politike. Budući da su apsolutne vrijednosti na poziciji ROE više i brže rastu nego na poziciji ROA može se zaključiti kako i u razdoblju nakon akvizicije ciljana funkcija je ostala maksimalizacija profita te Adris Grupa posluje sukladno neoklasičnoj teoriji.

## 7.2 Ocjena ponašanja na podlozi pokazatelja investiranja

Kao i za prethodnom promatrano razdoblje u ovom dijelu fokus će biti usmjeren na analizu kretanja pokazatelja investiranja. Pokazatelji investiranja će dati korisne informacije u utvrđivanju poslovne politike, ali će i dati mali uvid u ispravnost odluke o promjeni poslovne politike tj. opravdanost izlaska iz duhanske industrije i ulazak na financijsko tržište.

Tablica 16 Pokazatelji investiranja u periodu nakon preuzimanja Croatia Osiguranja

|            | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020          |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>DPS</b> | <b>7.00</b>  | <b>50.00</b> | <b>15.00</b> | <b>17.00</b> | <b>17.50</b> | <b>18.20</b> | <b>12.50</b>  |
| indeks DPS | 100.00       | 714.29       | 30.00        | 113.33       | 102.94       | 104.00       | 68.68         |
| <b>EPS</b> | <b>21.42</b> | <b>17.54</b> | <b>30.56</b> | <b>22.78</b> | <b>27.21</b> | <b>30.86</b> | <b>2.72</b>   |
| indeks EPS | 100.00       | 81.87        | 174.24       | 74.56        | 119.45       | 113.40       | 8.82          |
| <b>DPR</b> | 32.68%       | 285.11%      | 49.09%       | 74.62%       | 64.30%       | 58.97%       | 459.39%       |
| indeks DPS | 100.00       | 872.48       | 17.22        | 152.00       | 86.18        | 91.71        | 778.97        |
| <b>P/E</b> | <b>17.27</b> | <b>30.83</b> | <b>19.47</b> | <b>21.95</b> | <b>17.49</b> | <b>18.15</b> | <b>160.24</b> |
| indeks P/E | 100.00       | 178.52       | 100.00       | 112.70       | 79.70        | 103.75       | 883.04        |

Izvor: Izrada autora

Dividende po dionici (DPS) više nisu konstantne te puno bolje odražavaju ostvareni profit Adris Grupe. U 2014. godini je dividenda bila samo 7.00 kn zbog akvizicije Croatia Osiguranja, ali je zato u 2015. godini bila 50.00 kn po dionici iz razloga jer je uspješno finalizirana prodaja TDR-a. Također se primjećuje kako su ovom razdoblju isplaćivane znatno više dividende iako rezultati nisu bili značajno bolji, ali je Adris kroz ranija razdoblja veliku količinu neto profit zadržavao u obliku zadržane dobit koja se može vidjeti u Tablica 8 i Tablica 11.

$$EPS_{2014} = \frac{Neto\ dobit_{2014}}{Ukupan\ broj\ emitiranih\ dionica_{2014}}$$

$$EPS_{2014} = \frac{351,307,000}{16,400,000}$$

$$EPS_{2014} = 21.42$$

Zarada po dionici (EPS) se u promatranom razdoblju izračunava na način da se podijeli iznos neto dobiti iz Tablica 10 za određenu godinu s ukupnim brojem dionica koji je naveden u Tablica 12. Za 2014. godinu tako neto dobit iznosi 351,307 tisuća kuna, a broj emitiranih dionica je 16,400,000 te EPS za 2014. godinu iznosi 21.42 kuna po dionici. Zarada po dionici (EPS) također prati kretanje neto profita kao i u ranijem razdoblju zato jer niti u razdoblju od 2014. do 2020. godine nije bilo promjene u broju ukupno emitiranih dionica.

$$DPR_{2014} = \frac{\text{Isplaćena dividenda}_{2014}}{EPS_{2014}}$$

$$DPR_{2014} = \frac{7.00}{21.42}$$

$$DPR_{2014} = 32.68\%$$

Odnos isplate dividende (DPR) se izračunava na način da se iznos isplaćenih dividendi po dionici (DPS) podijeli sa zaradom po dionici (EPS), oba pokazatelja su navedena u **Error! Reference source not found.** Za 2014. godinu tako DPS iznos 7.00 kuna po dionici i podijeljen sa EPS koji iznosi 21.42 kune po dionici daje rezultat od 32.68% pokazuje kako je u 2014. godini 32.68% ukupne dobiti isplaćeno dioničarima (vlasnicima). Godinu nakon je isplaćeno gotovo 2.9 puta veća dividenda nego što je bila EPS, ali razlog tome leži u činjenici da je u 2015. godini finalizirana prodaja TDR-a te su sukladno tome dioničari (vlasnici) nagrađeni.

$$P/E_{2014} = \frac{\text{Cijena dionice na zadnji dan godine}_{2014}}{EPS_{2014}}$$

$$P/E_{2014} = \frac{370.00}{21.42}$$

$$P/E_{2014} = 9.15$$



Omjer cijene i zarade po dionici (P/E) je u promatranom razdoblju izračunat na način da je iznos cijene dionice na zadnji dan pojedine godine naveden u Tablica 9 podijeljen s ostvarenom zaradom po dionici za pojedinu godinu koja je pak navedena u Tablica 16. Za 2014. godinu tako je potrebno podijeliti iznos cijene na zadnji dan godine koja je iznosila 370.00 kuna po dionici s iznosom zarade po dionici (EPS) koja je iznosi 21.42 kuna po dionici. Stoga je P/E za 2014. godinu jednak 17.27. međutim kao što je i navedeno u ranije poglavlju potrebno je izračunati prosjek P/E u promatranom razdoblju i usporediti ga s prethodnim razdobljem. U slučaju Adris grupe u promatranom razdoblju prosjek omjera cijene i zarade po dionici iznosi 20,86 (ne računajući 2020. godinu jer bi pokazatelj bio nerealan) što znači da je za investitora dionica u razdoblju od 2014. do 2020. godine bila duplo isplativija nego u prethodnom razdoblju.

### **7.3 Zaključna razmatranja**

Kretanje pokazatelja profitabilnosti nije više optimistično kao u prethodnom razdoblju, ali je u ovom razdoblju povrat na vlasničku glavnica (ROE) čak i viši nego povrat na ukupnu imovinu (ROA). Razlog tome leži u činjenici kako je značajan dio profita ostvaren iz investicijskih aktivnosti, a ne iz poslovnih aktivnosti (core business-a).

U prosjeku je u promatranom razdoblju isplaćivano 146,31% ostvarenih prihoda (94,13% ako se ne računa 2020. godinu koja je po svim pokazateljima bila jako specifična) što zapravo znači da je Adris isplatio više dividendi dioničarima nego što je Grupa zaradila poslovanjem. Ako ponovno pogledamo vlasničku strukturu Adris grupe danu u

Tablica 5 jasno je kako su vlasnici društva istovremeno i osobe koje drže čelne funkcije u društvu te su zapravo navedenom politikom isplate dividendi povećale vlastito bogatstvo.

U slučaju Adris grupe u promatranom razdoblju prosjek omjera cijene i zarade po dionici iznosi 20,86 (ne računajući 2020. godinu jer bi pokazatelj bio nerealan) što znači da je za investitora dionica u razdoblju od 2014. do 2020. godine bila duplo isplativija nego u prethodnom razdoblju. Na temelju analiziranih pokazatelja investiranja možemo zaključiti kako Adris grupa u promatranom razdoblju teži

maksimalizaciji profita čime se povećava bogatstvo dioničara (vlasnika). Nadalje čak i ako je bilo sumnji koja je ciljana politika na temelju politike isplate dividendi u 2020. godini jasno je kako je maksimalizacija profita fokus poslovanja Grupe jer isplatila gotovo 1.5 puta više dividendi nego li je zaradila

## 8 ZAKLJUČAK

Nakon što su u poglavlju 2 iznesene dvije teorije poduzeća, neoklasična teorija i Baumolova teorija, i svaka je pobliže objašnjena na ilustrativnom primjeru n temelju istih je formulirana hipoteza kako se promatrano društvo Adris Grupa ponaša u skladu s neoklasičnom teorijom. Na taj način očekivalo se da će glavni cilj poslovanja biti maksimalizacija profita društva kao i njegovih podružnica. Temelj za takvu hipotezu leži u analizi vlasničke strukture društva kroz koju je vidljivo kako društvo ima izuzetno stabilnu poziciju kao vlasnik pojedinih društava.

Budući da u svim podružnicama društvo posjeduje više od 50% ukupno emitiranih dionica lako je bilo zaključiti kao će u svakom pojedinom društvu poslovanje biti koncipirano na način da se maksimalizira profit te će se isti isplaćivati u obliku dividendi vlasniku (Adris Grupi). Međutim pravi cilj rada je bio utvrditi kako će društvo raspolagati s primljenim dividendama i ostatkom ostvarenog profita. Analizom vlasničke strukture same Grupe , ali i na temelju informacija koje su javno dostupne na stranicama društva utvrdili smo kako većinu dionica u društvu posjeduju upravo sadašnji i bivši zaposlenici Adris Grupe. Na temelju utvrđene vlasničke strukture približili smo jedan korak bliže potvrdi ranije postavljene hipoteze jer je jasno kako u ovom slučaju nije došlo do razdvajanja funkcije vlasništva i funkcije upravljanja.

Uz analizu vlasničke strukture analizirane su i djelatnosti grupe te je uočeno kako je Adris Grupa napravio veliki zaokret u poslovanju. Menadžment društva je odlučio napustiti duhansku industriju jer je zbog povećanja trošarina ista postala neprofitabilna te su odlučili ući na financijsko tržište kroz preuzimanje osiguravajućeg društva.

Kako bi bio dobiven najbolji mogući uvid u poslovnu politiku društva analizirana su financijska izvješća prije i nakon preuzimanja uz korištenje pokazatelja profitabilnosti (ROA i ROE) i pokazatelje investiranja (DPS, EPR, DPR i P/E). Te je zaključeno kako je društvo i prije i nakon preuzimanja Croatia Osiguranja težilo k maksimalizaciji profita.

Nakon sagledavanja kompletnog rada za vrlo visokim stupnjem sigurnosti možemo utvrditi kao će inicijalno postavljena hipoteza biti prihvaćena tj. Adris Grupa je težila maksimalizaciji profit prije preuzimanja Croatia Osiguranja, ali i nakon preuzimanja. Također upravo zbog činjenice kako je profitabilnost duhanskog sektora bila u padu, a ciljna funkcija poslovanja je bila upravo maksimalizacija profita postoji mogućnost da je menadžment društva odlučio napraviti značajni zaokret u poslovanje, ali to bi bila dobra tema za istraživanje u posebnom radu.

## 9 IZJAVA

### Izjava o autorstvu završnog rada i akademskoj čestitosti

**Ime i prezime studenta:** Ivan Šamec

**Matični broj studenta:** 0006034124

**Naslov rada:** „Ocjena ponašanja poduzeća X na podlozi teorija poduzeća: slučaj preuzimanja poduzeća Y“

Pod punom odgovornošću potvrđujem da je ovo moj autorski rad čiji niti jedan dio nije nastao kopiranjem ili plagiranjem tuđeg sadržaja. Prilikom izrade rada koristio sam tuđe materijale navedene u popisu literature, ali nisam kopirao niti jedan njihov dio, osim citata za koje sam naveo autora i izvor te ih jasno označio znakovima navodnika. U slučaju da se u bilo kojem trenutku dokaže suprotno, spreman sam snositi sve posljedice uključivo i poništenje javne isprave stečene dijelom i na temelju ovoga rada.

Potvrđujem da je elektronička verzija rada identična onoj tiskanoj te da je to verzija rada koju je odobrio mentor.

Datum

Potpis studenta

---

---

## 11 LITERATURA

### 11.1 Knjige

1. Koutsoyiannis, A. (2008). Moderna Mikroekonomika. Zagreb: Mate d.o.o.
2. Alchian A. (1950). Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *Journal of Political Economy*, str. 211-221.
3. Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L., (2017) Analiza financijskih izvještaja. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika
4. Orsag, S. (2017), Poslovne financije. Zagreb: Avantis: Hrvatska udruga financijskih analitičara
5. Santini, I. (2007), Ugrožava li Stakeholder teorija primat koncepta maksimiranja vrijednosti ciljne funkcije firme, Zagreb: EIZ, HDE, No. 58, broj 5-6, str. 328-345.
6. Santini I.: "Financijski menadžment. Izabrane teme"; Visoka škola za poslovanje i upravljanje "Baltazar Adam Krčelić", Zaprešić, 2013.

### 11.2 Internet

7. Kolaković, M., Kovačević, B., i Sisek, B. (2002). Utjecaj teorija poduzeća na suvremene pristupe organizaciji poduzeća. *Ekonomski pregled* 53(9-10). 934-955. Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/28386> (Datum pristupa: 23.05.2021.)
8. Adris: Povijest, [https://web.archive.org/web/20110722053534/http://www.adris.hr/Adris\\_grupa/povijest.asp](https://web.archive.org/web/20110722053534/http://www.adris.hr/Adris_grupa/povijest.asp) (datum pristupa: 11.09.2021.)
9. Adris: Uprava i nadzorni odbor, <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> (datum pristupa: 25.07.2021.)
10. Zakon o trgovačkim društvima NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, <https://www.zakon.hr/z/546/Zakon-o-trgova%C4%8Dkim-dru%C5%A1tvima> (datum pristupa: 10.09.2021.)
11. Adris: O nama, <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> (datum pristupa: 25.07.2021.)
12. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2008. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/ar2008/> (datum pristupa: 1.9.2021.)
13. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2009. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, [https://www.adris.hr/arhiva/GI\\_Adris\\_Grupa\\_2009.pdf](https://www.adris.hr/arhiva/GI_Adris_Grupa_2009.pdf) (datum pristupa: 1.9.2021.)
14. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2010. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, [https://www.adris.hr/arhiva/ADRIS\\_Godisnji\\_izvjestaj\\_2010.pdf](https://www.adris.hr/arhiva/ADRIS_Godisnji_izvjestaj_2010.pdf) (datum pristupa: 1.9.2021.)

15. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2011. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2011/> (datum pristupa:1.9.2021.)
16. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2012. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2012/> (datum pristupa:1.9.2021.)
17. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2013. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2013/> (datum pristupa:1.9.2021.)
18. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2014. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2014/> (datum pristupa:1.9.2021.)
19. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2015. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2015/> (datum pristupa:1.9.2021.)
20. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2016. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2016/> (datum pristupa:1.9.2021.)
21. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2017. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2017/> (datum pristupa:1.9.2021.)
22. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2018. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2018/> (datum pristupa:1.9.2021.)
23. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2019. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2019-2/> (datum pristupa:1.9.2021.)
24. Konsolidirani financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2020. godine zajedno s izvještajem ovlaštenog revizora, <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2020-2/> (datum pristupa:1.9.2021.)
25. Zagrebačka burza, Dionica (povlaštena) Adris Grupa d.d. [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007&tab=security\\_history&date\\_from=2010-01-01&date\\_to=2020-12-31&model=ALL](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007&tab=security_history&date_from=2010-01-01&date_to=2020-12-31&model=ALL) (datum pristupa: 12.09.2021.)
26. Središnje klirinško depozitarno društvo, TOP 10 investitora Adris Grupa d.d. (redovite dionice), <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:52:5162347216795::NO:RP::> (datum pristupa: 17.09.2021.)
27. Središnje klirinško depozitarno društvo, TOP 10 investitora Adris Grupa d.d. (povlaštene dionice), <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:52:1933369451524::NO:RP::> (datum pristupa: 17.09.2021.)

28. Zagrebačka burza, Dionica Maistra d.d.,  
[https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMAISRA0007&tab=stock\\_info](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMAISRA0007&tab=stock_info) (datum pristupa: 17.09.2021.)
29. Središnje klirinško depozitarno društvo, TOP 10 investitora Croatia osiguranje d.d.  
<https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:52:10532458908552::NO:RP> (datum pristupa: 17.009.2021.)

### 11.3 Popis tablica

|  |    |
|--|----|
| Tablica 1 Kretanje prihoda, troškova i profita reprezentativnog poduzeća .....           | 8  |
| Tablica 2 Kretanje prihoda, troškova i profita reprezentativnog poduzeća .....           | 10 |
| Tablica 3 Vlasnička struktura Maistra d.d. na dan 26.7.2021. ....                        | 16 |
| Tablica 4 Vlasnička struktura Croatia osiguranja d.d. ....                               | 18 |
| Tablica 5 Vlasnička struktura Adris grupe d.d. (redovne dionice) .....                   | 19 |
| Tablica 6 Vlasnička struktura Adris grupe d.d. (povlaštene dionice) .....                | 20 |
| Tablica 7 Skraćeni račun dobiti i gubitka za razdoblje 2008-2013 .....                   | 24 |
| Tablica 8 Skraćena bilanca za razdoblje 2008-2013 .....                                  | 26 |
| Tablica 9 Dodatni podaci za izračune za period 2008-2013 .....                           | 27 |
| Tablica 10 Skraćeni račun dobiti i gubitka za razdoblje 2014-2020 .....                  | 28 |
| Tablica 11 Skraćena bilanca za razdoblje 2014-2020 .....                                 | 30 |
| Tablica 12 Dodatni podaci za izračune za period od 2014-2020 .....                       | 31 |
| Tablica 13 Pokazatelji profitabilnosti prije preuzimanja Croatia Osiguranja .....        | 36 |
| Tablica 14 Pokazatelji investiranja prije preuzimanja Croatia Osiguranja .....           | 38 |
| Tablica 15 Pokazatelji profitabilnosti nakon preuzimanja Croatia Osiguranja.....         | 41 |
| Tablica 16 Pokazatelji investiranja u periodu nakon preuzimanja Croatia Osiguranja ..... | 43 |



#### **11.4 Popis grafikona**

|  |    |
|--|----|
| Grafikon 1 Prikaz kretanja uk. prihoda, uk. troškova i uk., profita Izvor: Izrada autora ..... | 12 |
| Grafikon 2 Prikaz kretanja graničnog prihoda, graničnih troškova i graničnog profita.....      | 12 |

## 12 ŽIVOTOPIS



### Ivan Šamec

Date of birth: 27/10/1994 | Nationality: Croatian | Gender: Male | (+385) 915231652 |

[ivansamec16@gmail.com](mailto:ivansamec16@gmail.com) | <https://www.linkedin.com/in/ivan-samec-224214196/> |

Ljudevita Gaja 50, 10290, Zaprešić, Croatia

#### ● WORK EXPERIENCE

<https://www.linkedin.com/in/ivan-samec-224214196/>

01/08/2020 – CURRENT – Zagreb, Croatia

**JUNIOR TAX CONSULTANT – KPMG Croatia d.o.o.**

◦ work in team with international clients and to help them with personal income tax unclaritie

01/07/2019 – 30/09/2019

**ASSITANT WORKER IN LOGISTICS – Weidmann-Izoprod d.o.o.**

Zagreb, Croatia

01/09/2018 – 30/09/2018

**INVESTMENT BANKING INTERN – Zagrebačka banka d.d.**

Zagreb, Croatia

01/07/2018 – 31/08/2018

**ASSISTANT IN LOGISTICS – Weidmann- Izoprod d.o.o.**

Zagreb, Croatia

01/2010 – 01/2018

**ASSISTANT TAEKWONDO COACH – Taekwondo Zapresic**

Zapresic, Croatia

01/07/2017 – 30/09/2017

**STUDENT JOB – Dukat d.d.**

Zagreb, Croatia

## ● EDUCATION AND TRAINING

---

10/2019 – CURRENT – Zapresic, Croatia

**FINANCIAL MANAGEMENT** – University of Applied Sciences Baltazar Zapresic

---

10/2016 – 07/2019 – Zapresic, Croatia

**BACHELOR OF ECONOMICS** – University of Applied Sciences Baltazar Zapresic

---

01/2019 – 07/2019 – Valencia, Spain

**BUSINESS AND ADMINISTRATION- ERASMUS STUDENT** – Universidad Católica de Valencia

---

2009 – 2013 – Trg dr. Franje Tuđmana 1, Zapresic, Croatia

**FINISHED HIGH SCHOOL** – Ban Josip Jelačić High School

---

## ● LANGUAGE SKILLS

---

Mother tongue(s): **CROATIAN**

|                | UNDERSTANDING |         | SPEAKING          |                    | WRITING |
|----------------|---------------|---------|-------------------|--------------------|---------|
|                | Listening     | Reading | Spoken production | Spoken interaction |         |
| <b>ENGLISH</b> | C1            | C1      | C1                | C1                 | C1      |
| <b>SPANISH</b> | A2            | A2      | A2                | A2                 | A1      |
| <b>GERMAN</b>  | B1            | B1      | B1                | B1                 | B1      |

Levels: A1 and A2: Basic user; B1 and B2: Independent user; C1 and C2: Proficient user

## ● DRIVING LICENCE

---

Driving Licence: **B**

## ● ORGANISATIONAL SKILLS

---

### **Organisational skills**

---

- good organisational skills I developed when working as an assistant coach with kids age 6 to 12
- organised and punctual
- hard-working and a team player which