

# FINANCIJSKA ANALIZA POSLOVANJA HRVATSKE BRODOGRAĐEVNE INDUSTRIJE

*Jadranka Bendeković<sup>1</sup> & Dora Vuletić<sup>2</sup>*

UDK /UDC : 658.14:629.12(497.5)

JEL klasifikacija / JEL classification: L62

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 02.listopada 2010. / November 02, 2010

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 24. ožujka 2011./March 24, 2011

## **Sažetak**

*Brodogradnja je strateški iznimno važna za Hrvatsku i zapošljava više od petnaest tisuća radnika, a najveći dio u velikim hrvatskim brodogradilištima, koja su većim dijelom ili isključivo u vlasništvu države te su uživala visoke državne potpore. Sukladno zahtjevima Europske unije potpore se smanjuju, a uskoro će biti i potpuno ukinute. Potrebno je u skoroj budućnosti definirati strategiju razvoja velikih hrvatskih brodogradilišta u kojoj bi se dale smjernice potrebnih ulaganja u tehnologiju i radnu snagu, ako se želi spasiti brodogradilišta od moguće propasti. Analizirani su financijski pokazatelji poslovanja za tri velika hrvatska brodogradilišta (3. maj, Uljanik i Viktor Lenac) na temelju financijskih izvještaja iz 2009. Vrijednosti promatranih pokazatelja potvrdile su lošu situaciju u velikim hrvatskim brodogradilištima. Koeficijenti obrtaja ukazali su na sporu cirkulaciju imovine u poslovnom procesu, što je posljedica nedovoljno kvalitetnog upravljanja. Brodogradilišta bi trebala poraditi na učestalijoj primjeni instrumenata zaštite od promjene deviznog tečaja, te na poštovanju rokova isporuke kako bi popravila financijske rezultate svoga poslovanja.*

**Ključne riječi:** *brodogradnja, financiranje, ukupni prihod, izvoz, subvencije, krediti, troškovi, uvoz, devizni tečaj, financijski pokazatelji.*

---

<sup>1</sup> Dr. sc. Jadranka Bendeković, izvanredni profesor, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu, E-mail: Jadranka.bendekovic@efzg.hr

<sup>2</sup> Dora Vuletić, mag.oec., E-mail:dora.vuletic@gmail.com

## 1. POSLOVNO OKRUŽENJE BRODOGRADNJE

Suvremena brodogradilišta, pa tako i ona hrvatska, suočavaju se sa sve ubrzanijim procesom globalizacije te ih većina na povećanu potražnju odgovara proširenjem proizvodnih kapaciteta. Osnovni problem slabe uspješnosti u takvim procesima je rijetka analiza konkurentnosti, odnosno održivosti konkurentske prednosti. Brodogradnja, osim što je industrijska grana strateški iznimno važna za Hrvatsku, zapošljava desetke tisuća radnika. Glavna odlika naše brodograđevne industrije je to da je država dosada uvijek pružala značajne financijske potpore bez obzira na izuzetno nisku dodanu vrijednost. Razlog tomu je da su velika hrvatska brodogradilišta u većinskom ili isključivom vlasništvu države. Prije samo pet godina hrvatska brodogradnja je bila na 4. mjestu prema svjetskoj knjizi narudžbi, što jasno ukazuje na činjenicu da su njezini proizvodi te njihova kvaliteta prepoznati i u svjetskim okvirima. Od tada hrvatska brodogradnja kontinuirano zauzima sve niže mjesto, tako da se trenutno ne nalazi ni među vodećih deset zemalja.

Cilj ovog rada je analiza hrvatske brodograđevne industrije s financijskog aspekta, kako bi se utvrdilo koliko su konkurentna naša brodogradilišta. Analiza financijskih pokazatelja hrvatske brodograđevne industrije provedena je na temelju tri skupine pokazatelja, i to: a) pokazatelja sigurnosti (likvidnosti i zaduženosti); b) pokazatelja aktivnosti te c) pokazatelja uspješnosti poslovanja (ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja). Pokazatelji su izračunani za tri velika brodogradilišta (3. maj, Uljanik i Viktor Lenac), dok preostala četiri velika brodogradilišta nisu analizirana, jer ne kotiraju na Zagrebačkoj burzi. U sklopu rada razrađena je i struktura prihoda u hrvatskoj brodogradnji gdje se ističe analiza državnih potpora brodogradnji. Budući da postoje značajni gubici u našoj brodogradnji zbog slabog ili nikakvog korištenja zaštite od tečajnih promjena, definirani su instrumenti zaštite čijom upotrebom bi se mogli spriječiti veći financijski gubici.

Brodograđevna industrija u Hrvatskoj je iznimno važan sektor gospodarstva budući da zapošljava 2,5% radne snage te sudjeluje u izvozu s 12-15%, a u bruto domaćem proizvodu s 1,4%.<sup>3</sup> S obzirom na kapacitet, opseg poslovanja i veličinu plovila koja grade, brodogradilišta u Hrvatskoj, kao osnovne proizvodne jedinice unutar brodograđevne industrije, mogu se podijeliti u tri skupine: mala, srednja i velika brodogradilišta.<sup>4</sup> Prema službenim podacima, u 2007. bilo je registrirano 7 velikih, 14 srednjih i 352 mala brodogradilišta koja su zapošljavala oko 16.500 djelatnika i ostvarila ukupni prihod 8.8 mlrd. kn.<sup>5</sup> Mala brodogradnja u Hrvatskoj već 20 godina bilježi stalan rast po broju tvrtki, broju isporučenih plovila i broju modela, tako da je jedna od uspješnijih izvoznih grana u Hrvatskoj. Tri najveća brodogradilišta su Uljanik, 3. maj i Brodosplit, koja su specijalizirana za novogradnje, dok preostala četiri velika brodogradilišta (Kraljevica, Brodosplit BSO, Brodotrogir i Viktor Lenac) uz tržište novogradnji opslužuju i remontno tržište. U velikim brodogradilištima zaposleno je

<sup>3</sup> Community of European Shipyards' Associations, Annual Report 2009–2010, Brussels, srpanj 2010., str. 43.

<sup>4</sup> Hrvatska gospodarska komora, Sektor za industriju, Brodogradnja, Zagreb, rujan, 2006.

<sup>5</sup> Hrvatska gospodarska komora, Sektor za industriju, Brodogradnja, Zagreb, 2008.

oko šezdeset posto ukupne radne snage, a najmanje, niti 10 posto radne snage, zaposleno je u srednjim brodogradilištima.<sup>6</sup>

Velika brodogradnja u Hrvatskoj podrazumijeva proizvodnju velikih prekoceanskih novogradnji u kojoj su zastupljeni brodovi svih vrsta i namjena nosivosti do 170.000 dwt:<sup>7</sup> brodovi za prijevoz tekućih i rasutih tereta, brodovi za prijevoz suhih tereta, putnički brodovi, brodovi za prijevoz automobila i putnika, brodovi posebne namjene, plutajući dokovi, odobalni (off-shore) objekti. Velika hrvatska brodogradilišta imaju sličan proizvodni asortiman te najvećim dijelom izvoze svoje proizvode, a najveća konkurencija su im vodeća europska i azijska brodogradilišta.

Za razliku od Hrvatske, Europska unija (EU) ima temeljito razrađenu strategiju razvoja svoje brodogradnje, "LeaderSHIP 2015", kojom se usmjerila na gradnju brodova velike složenosti te brodova posebnih namjena. Europska komisija je, unutar te strategije koja je donesena 2003., definirala smjernice razvoja brodograđevne industrije do 2015. Osnovne smjernice navedene strategije su<sup>8</sup>:

1. Utvrđivanje pozicije u svjetskoj brodogradnji,
2. Poticanje ulaganja u istraživanje, razvoj i inovacije,
3. Razvijanje naprednih programa financiranja i garancija,
4. Promoviranje gradnje sigurnijih brodova i postavljanje viših ekoloških standarda,
5. Europski pristup potrebama pomorske industrije,
6. Zaštita intelektualnog vlasništva,
7. Dostupnost kvalificirane radne snage
8. Izgradnja održive strukture industrije.

Europski brodograditelji zalažu se za "know-how" tehnologiju te stoga zapošljavaju veći broj visokokvalificiranih radnika u odnosu na azijsku konkurenciju. Vodeći europski brodograditelji su na snažne pritiske azijskih brodograditelja odgovorili usmjeravanjem na proizvodnju složenijih brodova s visokom dodanom vrijednošću<sup>9</sup>, a hrvatska brodogradilišta su se počela priklanjati toj strategiji, pa se tako, primjerice, Uljanik sve više orijentira na proizvodnju ro-ro brodova. Ro-ro transportna tehnologija (roll on – roll off) specifična je tehnologija transporta za koju je karakterističan horizontalni ukrcaj i iskrcaj kopnenih prijevoznih sredstava na kotačima. Razlog sve veće potražnje za ro-ro brodovima je stalna zakrčenost

<sup>6</sup> Velika hrvatska brodogradilišta učlanjena su u asocijaciju Hrvatska brodogradnja - Jadranbrod d.d., koja je osnovana 1994. na inicijativu Vlade. Prvotni naziv je bio Hrvatska brodogradnja, a 1997. se spojila s Jadranbrodom d.d. Naša asocijacija uključena je u Community of European Shipyards' Association (CESA). CESA uključuje 16 nacionalnih asocijacija s područja Europske unije, Norveške i Hrvatske, a osnovni cilj joj je štiti i predstavljati proizvode europskih brodogradilišta.

<sup>7</sup> Hrvatska gospodarska komora, Sektor za industriju, Brodogradnja, Zagreb, 2008.

<sup>8</sup> European Commission, [ec.europa.eu/leadership2015/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/leadership2015/index_en.htm).

<sup>9</sup> Ivanković, J., Ljubenković, B., Žiha, K.: Pregled brodogradnje trgovačkih brodova u svijetu, Brodogradnja, br. 60., 2009., str. 48.

svjetskih luka, dugotrajno čekanje brodova na iskrcaj i ukrcaj tereta te velike investicije koje zahtijeva gradnja konvencionalnih brodova.<sup>10</sup>

Pri kraju osamdesetih godina hrvatska brodogradilišta bila su na trećem mjestu po proizvodnji brodova u svijetu (mjereno u dwt), što najbolje potvrđuje koliko su bila konkurentna. 2005. Hrvatska je bila na 4. mjestu prema svjetskoj knjizi narudžbi s 69 ugovorenih brodova<sup>11</sup>, dok je godinu kasnije pala na šesto mjesto u svijetu po broju naručenih brodova sa 68 ugovorenih brodova te ukupne nosivosti otprilike 2,8 mil dwt. U 2007. s 50 ugovorenih brodova od svega 2,2 mil. dwt Hrvatska zauzima 10. mjesto, dok neke nove brodograđevne zemlje, poput Filipina i Vijetnama, ulaze u sam vrh svjetske brodograđevne industrije. Prema podacima Hrvatske gospodarske komore u siječnju 2010. bila su 34 ugovorena broda, što čini oko 0,22 posto svjetskog tržišta.

U Tablici 1. prikazano je vodećih deset zemalja u svijetu, a iz tih zemalja ujedno i dolaze najveći konkurenti hrvatskim brodogradilištima, prema izvatku iz svjetske knjige narudžbi od ožujka 2008. Udio hrvatske u svjetskoj brodogradnji sve je manji, a udio brodogradilišta iz Južne Koreje i Kine značajno raste. Međutim, i hrvatska, ali i azijska brodogradilišta brine sve veći broj otkazanih narudžbi. Kina u uvjetima krize na svjetskomu tržištu poduzima mjere u zaštiti brodogradnje, pa je zabranila gradnju novih i proširenje postojećih brodogradilišta u sljedeće tri godine kako bi zadržala uspješnost u brodogradnji. Također želi da većina brodova koji prevoze kineski plin i naftu budu građena u Kini, a nastaviti će i gradnju otkazanih stranih novogradnji za svoje potrebe i za nekoliko godina dominirat će flotom brodova za suhe terete. Koliko su europska brodogradilišta mala u usporedbi s vodećim azijskim brodogradilištima najbolje govori podatak da je ukupna tonaža proizvedenih brodova u najvećem svjetskom brodogradilištu Hyundai Ulsan veća od sume tonaže ukupno proizvedenih brodova u dvadeset najvećih europskih brodogradilišta.<sup>12</sup>

**Tablica 1:** Izvadak iz svjetske knjige narudžbi, 30. 4. 2008.

Zemlja	Broj brodova	Nosivost (dwt)
1. Južna Koreja	2.277	193.650.824
2. Kina	3.186	175.389.640
3. Japan	1.411	99.158.339
4. Filipini	114	8.552.670
5. Vijetnam	255	5.442.776
6. Rumunjska	77	3.936.216
7. Tajvan	67	3.518.930
8. Turska	265	3.375.480
9. Brazil	36	3.297.370
10. Hrvatska	49	1.997.725

Izvor: Fairplay newbuildings, ožujak 2008

<sup>10</sup> Aržek, Z., Bendeković, J.: Transport i osiguranje, 5. izdanje, Mikrorad d.o.o., Zagreb, 2008., str. 72.

<sup>11</sup> Hrvatska gospodarska komora, Sektor za industriju, Brodogradnja, Zagreb, 2006.

<sup>12</sup> Community of European Shipyards' Associations, Annual Report 2009–2010, Brussels, srpanj 2010., str. 2

Hrvatska brodogradnja, da bi se ponovo vratila u sam vrh svjetske brodograđevne industrije, treba napraviti značajne pomake vezane uz jasan plan i ulaganja u tehnologiju i u ljudski kapital, a prvi korak k tome je privatizacija velikih brodogradilišta.

Veliki problem hrvatskih brodogradilišta u usporedbi sa snažnom konkurencijom iz Azije je nepostojanje dovoljno velike proizvodnosti kako bi se ostvarila strategija niskih troškova. Veliki gubici proizlaze i zbog nedovoljno razvijenog hrvatskog ugovornog prava, zbog čega su često potrebne naknadne preinake.<sup>13</sup> Drugi problem je neadekvatna upravljačka struktura koju obilježava neefikasno vođenje velikih brodogradilišta, gubici zbog tečajnih razlika, kašnjenja u radovima i isporuci naručenih brodova i slično. Budući da su naručeni brodovi ugovoreni pretežito u američkim dolarima (USD), zbog promjene tečaja HRK/USD u razdoblju između trenutka naručivanja broda i naplate potraživanja u vezi s tim brodovima, hrvatska brodogradilišta ostvarivala su velike gubitke, osobito u posljednjih nekoliko godina, zbog nepovoljnog kretanja tečaja dolara u odnosu na kunu (deprecijacija dolara). Osim navedenih problema, hrvatska brodogradilišta velike gubitke ostvaruju i zbog nepoštovanja rokova isporuke.

## 2. TEMELJNE ODREDNICE FINANCIRANJA BRODOGRADNJE

### 2.1. Struktura prihoda brodogradnje

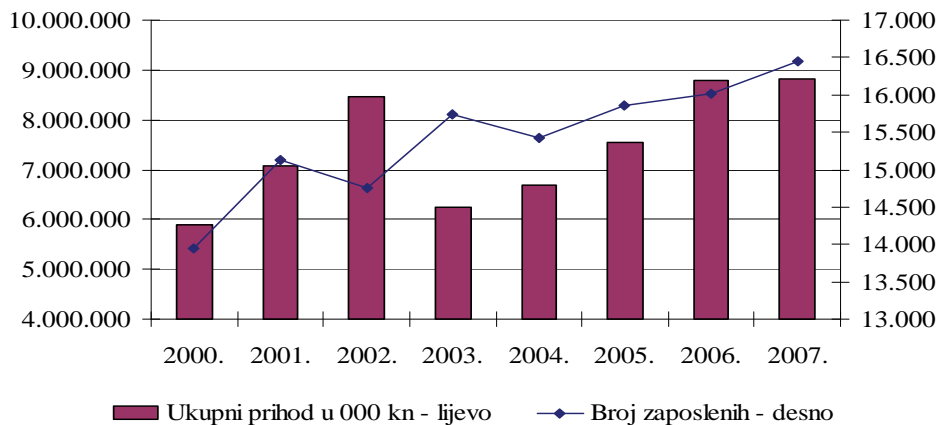
U strukturi godišnjeg prihoda brodogradnje od 700 milijuna dolara najveći dio od 420 milijuna ili 60% odlazi na materijal, od toga 230 milijuna USD otpada na uvozni materijal, a svega 190 milijuna ili 27% ukupnog prihoda na domaći materijal. Rad čini 30 posto ili 210 milijuna USD ukupnog prihoda s tim da radnici u brodogradilištima zarade 115 milijuna, a kooperanti 95 milijuna USD. Hrvatska brodogradnja dobiva državne potpore u iznosu od 8% do 10% ugovorene cijene broda, a predviđeno je njihovo smanjivanje na 6% u 2010. te potpuno ukidanje potpora nakon 2011. Same potpore donesu brodogradilištima godišnje oko 360 milijuna kuna. Razlika između 360 milijuna kuna potpora i ukupnih davanja države za brodogradnju od 1,16 milijardi kuna javlja se zbog kreditnih jamstava. Iz Ministarstva gospodarstva ističu da su realne subvencije brodogradilištima u posljednjih pet godina smanjene za 12 %, i to s 8,48% na 7,48 % od prodajne cijene broda, pri čemu su se prihodi od brodogradnje gotovo udvostručili.<sup>14</sup>

Na Grafikonu 1 prikazani su ukupni prihodi i ukupni broj zaposlenih u brodograđevnoj djelatnosti u Hrvatskoj od 2000. do 2007. godine.

<sup>13</sup> Sokolić, D.: Izgradnja konkurentne sposobnosti hrvatske brodogradnje, Zagreb, 2008., str. 195.-196.

<sup>14</sup> Vlahović Žuvela, E., Matijević, N.: Subvencije i garancije: Banke zatvaraju pipu, <http://www.bankamagazin.hr/Default.aspx>, 26. rujan 2010.

**Grafikon 1:** Ukupni prihod i ukupni broj zaposlenih u brodograđevnoj djelatnosti u razdoblju 2000.-2007.



Izvor: Hrvatska gospodarska komora

Uz pomoć države, kao većinskog vlasnika brodogradilišta, ukupni prihodi brodogradnje su od 2003. do 2008. godine porasli 2,24 puta, odnosno s 429 milijuna USD u 2003. na 962 milijuna USD u 2008.

## 2.2. Krediti banaka

U 2006., 2007. i 2008. godini brodogradilišta je, uz jamstvo države, jer im kredite po tržišnim uvjetima nitko ne bi dao, kreditiralo petnaestak banaka, a najviše se prema tom sektoru izložila Zagrebačka banka. Država davanjem jamstava preuzima dio rizika novih kreditnih plasmana banaka prvenstveno poradi pokretanja investicijskih projekata koji bi trebali donijeti pozitivne učinke na gospodarstvo.<sup>15</sup> U korist brodogradilišta u razdoblju od početka 2006. do kraja 2008. izdana su državna jamstva u iznosu oko 3,78 milijardi kuna. Iz banke nisu htjeli ni potvrditi ni opovrgnuti informaciju da su njihovi ukupni plasmani u brodogradnju teški oko 4,5 milijardi kuna, već su kazali kako mogu odgovoriti samo sljedeće: "Zagrebačka banka ima najviše plasmana od bilo koje druge hrvatske komercijalne banke u brodogradnji, po različitim osnovama i diferencirano u strukturi".<sup>16</sup> Zagrebačka banka je drastično smanjila kreditiranje brodogradilišta, pa je nakon 2006. godine u kojoj joj je izdano 1,43 milijarde kuna jamstava te 2007. i 1,61 milijarda kuna, u 2008. taj je iznos smanjen na samo 741 milijun kuna. Nakon Zagrebačke banke brodogradnju je

<sup>15</sup> Vukšić, G.: O modelima financiranja mjera za gospodarski oporavak i razvitak, Institut za javne financije, Aktualni osvrti, br. 18, veljača, 2010., str. 1.

<sup>16</sup> Vlahović Žuvela, E., Matijević, N.: Subvencije i garancije: "Banke zatvaraju pipu", <http://www.bankamagazin.hr/Default.aspx>, 13. listopada 2010.

najizdašnije kreditirala Bank Austria, u čiju je korist izdano 1,42 milijarde kuna jamstava, i to sve u 2007. Potom slijedi Hypo Alpe Adria banka s oko 940 milijuna kuna jamstava za kredite od kojih najveći dospijeva tek 2016. Ciparskoj podružnici Depfa banke, koja je također u sastavu Hypo grupe, u tri je godine država izdala jamstva u iznosu oko 869 milijuna kuna. Podaci iz Narodnih novina kazuju da je u korist Privredne banke Zagreb u navedene tri godine izdano oko 177 milijuna kuna jamstava. Iz Hrvatske poštanske banke (HPB) priznali su da ukupni plasmani prema hrvatskim brodogradilištima iznose otprilike 780 milijuna kuna, a prema dostupnim podacima od 2006. do kraja 2008. država je u korist HPB-a izdala oko 586 milijuna kuna jamstava. Hrvatska banka za obnovu i razvoj je brodograditelje u istom razdoblju kreditirala s oko 377 milijuna kuna, bivšoj HVB-Splitskoj banci izdano je oko 290 milijuna kuna jamstava, Bayerische Landes banci 397 milijuna, Deutsche banci 320 milijuna, Dresdner banci oko 265 milijuna, singapurskom Siteam Pioneer Shippingu oko 304 milijuna kuna jamstava za kredite koji dospijevaju 2013. Plasmani Erste banke u sektor brodogradnje u Hrvatskoj ne zauzimaju značajniji udjel u ukupnim plasmanima sektora gospodarstva, odnosno banke. Tome u prilog ide i podatak da je u korist Erste banke 2007. izdano oko 43 milijuna kuna jamstava za kredite koji su dospjeli lani, pa su, dakle, trebali biti vraćeni ili su reprogramirani. Od većih hrvatskih banaka jedino Raiffeisen banka nije bila među kreditorima brodogradnje.

Možemo zaključiti kako od neotplate i prisilnog reprogramiranja kredita brodogradnji najviše trpi najizloženija Zagrebačka banka. Iako su krediti pokriveni državnim jamstvima, što znači kako bi trebalo biti prilično sigurno da će jednog dana biti i vraćeni, evidentno je da to neće biti u prvotno planiranim rokovima. Nedavno je ministar financija istaknuo kako će u ovoj godini doći na naplatu 4.5 milijarde kuna kredita danih ovom sektoru, a koja su pokrivena državnim jamstvima.

### 2.3. Državne potpore brodogradnji

Sukladno Zakonu o državnim potporama<sup>17</sup>, državne potpore su svi stvarni i potencijalni rashodi ili umanjeni prihodi države dodijeljeni od davatelja državne potpore koji narušavaju ili bi mogli narušiti tržišno natjecanje davanjem prednosti na tržištu korisniku državne potpore, u mjeri u kojoj to može utjecati na ispunjenje međunarodno preuzetih obveza Republike Hrvatske. Potpore se dodjeljuju putem različitih instrumenata potpora, od kojih su najznačajniji: subvencije, porezna oslobođenja, izuzeća, oprost poreza i doprinosa i olakšice, udjeli u vlasničkom kapitalu, povoljni zajmovi, izračunane državne potpore u jamstvima. U Hrvatskoj se državne potpore brodogradnji dijele na subvencije i državna jamstva te se potpore brodogradnji ubrajaju u sektorske potpore.

<sup>17</sup> Narodne novine, narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2003\_03\_47\_580.html

**Tablica 2:** Potpore sektoru brodogradnje prema instrumentima dodjele, 2006.-2008.

- u milijunima kuna

	2006.	2007.	2008.
1. Subvencije	484,70	386,10	376,10
2. Jamstva	2.313,10	1.787,40	218,60
<b>UKUPNO (1+2)</b>	<b>2.797,80</b>	<b>2.173,50</b>	<b>594,70</b>
Udio (%) u posebnim sektorima	50,04	37,14	17,00
Udio (%) u ukupnim državnim potporama (bez poljoprivrede i ribarstva)	40,34	29,04	11,28
Udio (%) u ukupnim državnim potporama	29,52	20,32	6,75
<b>Udio (%) u BDP-u</b>	<b>0,98</b>	<b>0,69</b>	<b>0,17</b>

Izvor: Izrađeno prema podacima iz Godišnjeg izvještaja o državnim potporama za 2008.

Subvencije u brodogradnji predmet su žestokih rasprava na međunarodnom planu. Već desetak godina traje sporenje između EU i Južne Koreje zbog navodnih subvencija, koje podržavaju dominaciju južnokorejskih brodogradilišta na svjetskom tržištu. Iako još uvijek nisu identificirali oblike i opseg subvencija u južnokorejskoj brodogradnji, predstavnici EU decidirano zahtijevaju da brodogradilišta Južne Koreje u što kraćem roku podignu cijene novogradnji od 20% do 40 %, uz najavu da će EU nastaviti subvencijom izgradnje određenih tipova brodova po stopi od 6% od prodajne cijene. Zahtjev EU samo pokazuje koliko su južnokorejske cijene ispod minimalnih troškova zapadnoeuropske brodogradnje. Možda je najjači argument za prigovore EU uslijedio u vrijeme dalekoistočne krize, kada je Međunarodni monetarni fond sanirao južnokorejske banke, zbog krize uvjetovane kreditiranjem brodogradilišta.<sup>18</sup> Što se tiče subvencija u hrvatskoj brodogradnji, s jedne strane, radi se o dugoročnim potporama dok se, s druge strane, radi o potporama koje su se javile zbog negativnih utjecaja nacionalnog okruženja (posljedica Domovinskog rata te likvidonosnih problema). Državne potpore hrvatskoj brodogradnji u 2006. su bile najviše u posljednjih nekoliko godina. Iznosile su gotovo 2,8 milijardi kuna, odnosno 30% od svih državnih potpora 2006. Prema podacima prikazanim u prethodnoj tablici uočljivo je da je u 2008. veći dio potpora sektoru brodogradnje dodijeljen u obliku subvencija, dok je u 2006. i 2007. iznos državnih potpora sektoru brodogradnje dan u daleko većem iznosu u obliku jamstava negoli u obliku subvencija. U odnosu na dodijeljena jamstva za sanaciju u razdoblju od 2006. do 2008., četvrtina jamstava za sanaciju brodogradilišta odnosila su se na jamstva za avanse, dok se ostatak odnosio na jamstva za kredite za financiranje novogradnji.

U idućoj tablici možemo uočiti da je u promatranom razdoblju od 2006. do 2008. od ukupno odobrenih 4.343 milijuna kuna jamstava za sanaciju brodogradilišta dodijeljeno ukupno 3.836 milijuna kuna, odnosno 88,3 posto od ukupno odobre-

<sup>18</sup> Klasić, M.: "Kriza hrvatskih brodogradilišta, uzroci i odrednice raspleta", [www.fsb.hr/sorta2004](http://www.fsb.hr/sorta2004), 13. svibanj 2010., str. 12.-18.



nog iznosa. Promatrajući dodijeljene državne potpore za brodograđevnu industriju, očigledan je trend njihova smanjivanja. To možemo uočiti i kod udjela državnih potpora brodogradnji u ukupnim potporama, gdje je s gotovo 30% iz 2006., zabilježen pad omjera na 6,75% u 2008. Udjel državnih potpora brodogradnji u bruto domaćem proizvodu iznosio je približno 1% u 2006., dok je 2008. došlo do smanjenja na razinu od 0,17% bruto domaćeg proizvoda (BDP). Četvrtina navedenih jamstava u promatranom trogodišnjem razdoblju odnosila se na jamstva za avanse, dok se ostatak odnosio na jamstva za kredite za financiranje novogradnji.<sup>19</sup>

**Tablica 3:** Iznos odobrenih i iskorištenih državnih jamstava za sanaciju po pojedinim brodogradilištima, 2006.-2008.

Brodogradilište	Izdana i iskorištena jamstva (ukupno 2006. - 2008.) u milijunima kuna	Odobrena jamstva (ukupno 2006. - 2008.) u milijunima kuna
Brodosplit brodogradilište d.o.o.	1.662,50	1.687,60
Brodotrogir d.d.	616,60	624,90
Brodogradilište Kraljevica d.d.	217,80	220,80
3. maj, Brodogradilište d.d.	1.332,80	1.670,70
Brodosplit, Brodogradilište specijalnih objekata d.o.o.	6,30	139,70
<b>UKUPNO</b>	<b>3.836,00</b>	<b>4.343,60</b>

Izvor: Izrađeno prema podacima iz Godišnjeg izvještaja o državnim potporama za 2008.

Za razdoblje 2008.-2010. za subvencije brodogradnji predviđeno je u prosjeku 450 milijuna kuna (primjerice, u 2005. oko 520 milijuna) i to s namjerom smanjivanja prema kraju tog trogodišnjeg razdoblja. Smanjivanje razine državnih potpora gospodarstvu jedna je od težih zadaća Vlade na putu prema članstvu u Europskoj uniji. O tome govori i podatak da su potpore u Europskoj uniji prošle godine iznosile oko 0,6 posto BDP-a, dok je kod nas njihov udjel u BDP-u više nego dvostruko veći, ne računajući potpore željeznici i poljoprivredi (zbog posebnog statusa tih sektora).

Neprestano se ističe kako se treba i dalje ulagati u brodogradnju jer svaki radnik brodogradilišta zapošljava još trojicu ili četvoricu u pratećoj industriji. Međutim, u hrvatskim brodogradilištima, zbog suženih domicilnih izvora, oko tri četvrtine repromaterijala i komponenata korištenih u izgradnji brodova imaju inozemno porijeklo. Dodamo li tomu pretežno inozemne izvore financiranja proizvodnje, inozemna komponenta, u pravilu, čini polovinu od ukupnih troškova izgradnje broda.<sup>20</sup> Slijedom toga propulzivni učinci današnje hrvatske brodogradnje se pretežno prenose u korist inozemnih dobavljača. Učinci državnih subvencija se preko brodogradilišta

<sup>19</sup> Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja, Godišnje izvješće o državnim potporama za 2008. godinu, studeni 2009., str. 40.

<sup>20</sup> Klasić, M.: "Križa hrvatskih brodogradilišta, uzroci i odrednice raspleta", [www.fsb.hr/sorta2004](http://www.fsb.hr/sorta2004), 13. listopada, 2010.

i kupaca brodova, odnosno pomorstva prelijevaju korisnicima pomorskog prijevoza koji su porezni obveznici u svom domicilu. U pravilu, najveći povratni učinak ostvaruju zemlje najintenzivnijih korisnika pomorskog prijevoza. Učinci povratne sprege su izrazito nepovoljni za Hrvatsku s relativno snažnom brodogradnjom, ali zato vrlo skromnim opsegom korisnika prijevoza morem.

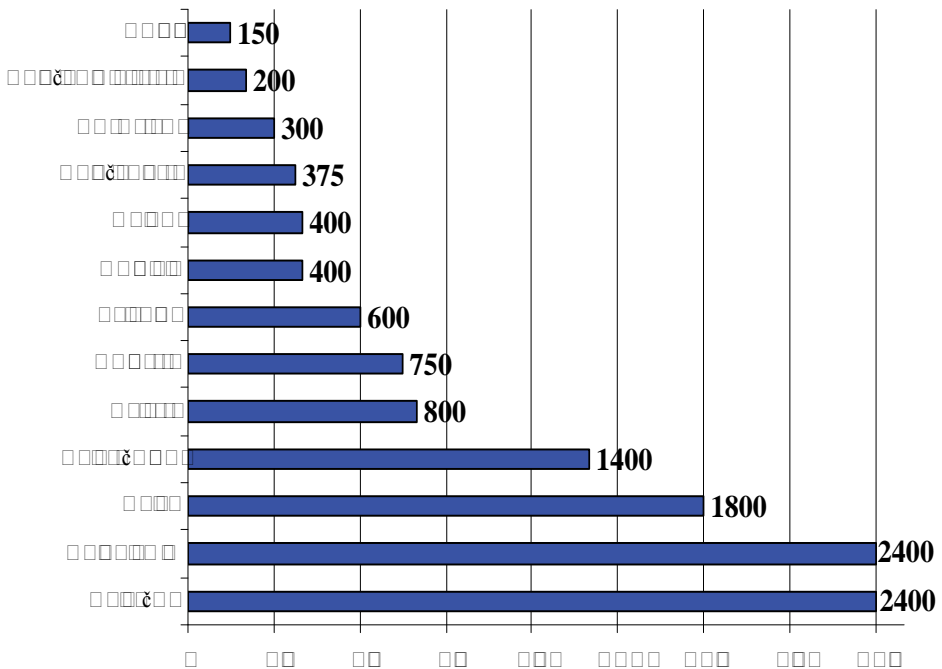
EU traži od Hrvatske smanjenje izravnih subvencija, odnosno zahtijeva jasan program povećanja efikasnosti u brodogradnji kako se subvencije ne bi koristile za pokriće gubitaka. EU i dalje dopušta subvencije brodogradnji, ali one koje se usmjeravaju u istraživanje i razvoj, dakle u dijelove koji vode povećanju efikasnosti. Unatoč potpisanom Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju, Vlada Republike Hrvatske je, na zatvorenom dijelu sjednice održane 28. listopada 2010., odobrila 3. maju jamstva za zaduženje u Zagrebačkoj banci, Hrvatskoj poštanskoj banci, Hrvatskoj banci za obnovu i razvitak te eventualno ostalim poslovnim bankama u zemlji i inozemstvu kako bi financirale novogradnje u tom brodogradilištu. Vlada se poziva na to da su pregovori o gradnji četiri broda za prijevoz nafte, bitumena i naftnih preradevina okončani pri kraju lipnja 2010., odnosno prije otvaranja Poglavlja 8., o tržišnom natjecanju, a samim time i dobivanja mjerila za zatvaranje navedenog Poglavlja. Također, iz Vlade navode da je to avansno, a ne financijsko jamstvo, kojim se omogućuje realizacija ranije započetog posla, što je važno za kredibilitet brodogradilišta naspram poslovnih partnera.<sup>21</sup> Europska komisija je već prozvala Vladu budući da prema njihovim zahtjevima brodogradilišta u poteškoćama ne smiju primati nove narudžbe dok se ne prihvate planovi za restrukturiranje.

## 2.4. Cijena rada u brodogradnji

Cijena rada uvelike utječe na troškove proizvodnje u brodogradnji s obzirom na to da se radi još uvijek o radno intenzivnoj industriji. Visoke nadnice i skupa proizvodnja su osnovna dva činitelja koja se navode kao ograničenje rastu europske brodogradnje i njezinoj globalnoj konkurentnosti. Prema podacima iz Grafikona 2, možemo uočiti da je Hrvatska u boljoj poziciji od Zapadne Europe, ali i Južne Koreje te Japana, no prosječna primanja hrvatskih radnika su četverostruko veća od kineskih radnika te peterostruko veća od indijskih radnika. Južna Koreja je do 1990. bila zemlja izrazito jeftine radne snage, a danas je cijena radnoga sata gotovo dostigla razinu cijena u Italiji ili u Japanu.<sup>22</sup> Cijena radnoga sata je najveća u Finskoj. Tamo se grade najskuplji brodovi, stoga je i vrijednost broda po radniku najveća.

<sup>21</sup> Kiseljak, L.: "Jamstva 3. maju za brodove, EU traži objašnjenje", <http://www.vecernji.hr/biznis/jamstva-3-maju-brodove-eu-trazi-objasnjenje-clanak-209058>, 29. listopada 2010.

<sup>22</sup> Ivanković, J., Ljubenkov, B., Žiha, K.: Pregled brodogradnje trgovačkih brodova u svijetu, Brodogradnja, br. 60., 2009., str. 49.

**Grafikon 2:** Prosječna primanja radnika u brodogradnji u \$, 2007.

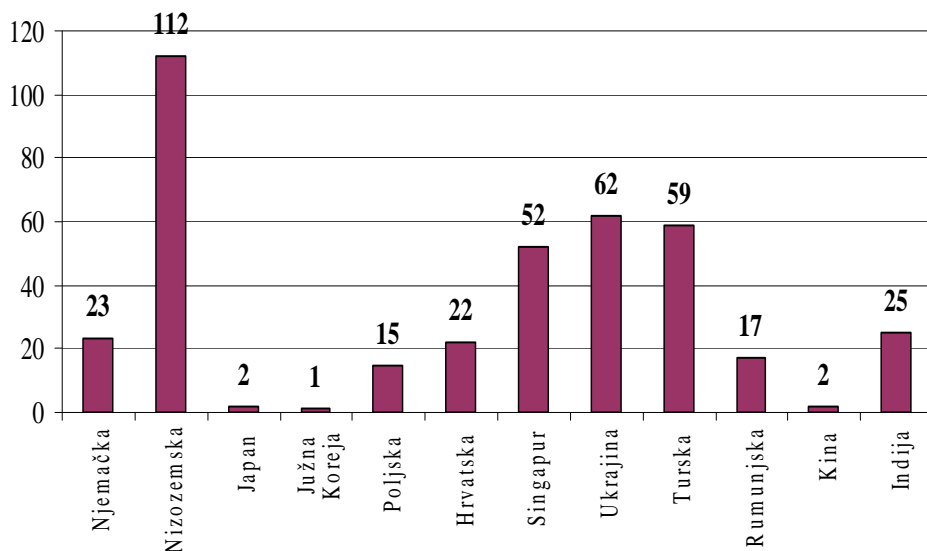
Izvor: Izrađeno prema podacima Community of European Shipyards' Associations, ANNUAL REPORT 2006 - 2007 Brussels, June 2007, <http://www.cesa.eu>

Velika je razlika, također, u obrazovanju između visokorazvijenih zemalja i zemalja poput Kine i Indije gdje su primanja daleko manja. Socijalni dijalog između poslodavca i radnika u Europi važna je konkurentna prednost. Upravo je socijalni dijalog udružio snage sektora poslodavaca i radnika da demonstrira i prikaže važnost održavanja i razvoja ove industrijske grane, zapošljavanja visokokvalificirane radne snage te privlačenja mladih ljudi u industriju. Održavaju se predavanja po školama, organiziraju se okrugli stolovi, dani otvorenih vrata i slično kako bi se brodogradnju približilo stanovništvu i prikazalo je kao čistu i održivu industriju. Budući da se europska brodogradilišta okreću strategiji temeljenoj na know-how, ona zahtijevaju i radnike viših kvalifikacija. Neki od najvažnijih projekata Europske unije odnose se na brodogradnju. U Hrvatskoj se potiče mlade ljude da uđu u ovaj sektor putem raznih stipendija koje nude fakulteti i sva najveća hrvatska brodogradilišta; a uz novčane potpore, stipendistima se nude i mogućnosti zaposlenja.

Trošak radne snage po jedinici proizvodnje smatra se najreprezentativnijim pokazateljem efikasnosti proizvodnje. Stoga je na Grafikonu 3. prikazana visina tog troška za vodeće zemlje u brodograđevnoj industriji. Očito je da je daleko najniži u Kini, Južnoj Koreji i Japanu. Prema ovom pokazatelju Hrvatska se ponovo pozicionirala u sredini te je njezin trošak radne snage po jedinici proizvodnje na razini

njemačkog ili indijskog. U zemlje s visokim troškom radne snage ubrajaju se Singapur, Turska i Ukrajina, a daleko je najskuplja Nizozemska, koja je i prednjačila po visini prosječnih primanja radnika.

**Grafikon 3:** Trošak radne snage po jedinici proizvodnje u \$/000 GT, 2006.



Izvor: Izrađeno prema podacima iz Pregleda po UNI Bremen: Ludwig, Tholen 2006.

## 2.5. Cijena čelika

Pretpostavka da je cijena sirovina sektora koji funkcionira globalno određena međunarodno, u ovome sektoru se pokazala netočnom. Cijena je čelika u Europi puno viša nego u Jugoistočnoj Aziji, što u nepovoljniji položaj stavlja europske brodograditelje.<sup>23</sup> Procijenjeno je da je u 2006. cijena čelika za europska brodogradilišta bila 63% viša nego za azijska stvarajući razliku oko 350 \$ po toni<sup>24</sup>, što je davalo veliku prednost dalekoistočnim proizvođačima. S obzirom na to da je razlika u cijeni većim dijelom posljedica državnog intervencionizma u azijskim zemljama te protekcionističke politike i prema sektoru brodogradnje i prema sektoru proizvodnje i obrade čelika, europski brodograditelji ne mogu jednostavno koristiti beneficije jeftinijih dalekoistočnih sirovina. Ako bi to i bilo moguće, još uvijek bi bili u nepovoljnijem položaju barem za trošak transporta i špedicije, a vjerojatno, zbog daleko manjih kapaciteta brodogradilišta, pa stoga i manjih narudžbi, ne bi uspijevali ostvarivati niti maksimalne rabate. Proizvodnja čelika na globalnoj razini u 2009. pala je 8 posto te je stoga prošla godina bila jedna od najlošijih za tu industriju. Čeličane

<sup>23</sup> Sokolić, D.: op. cit., str. 86.

<sup>24</sup> Community of European Shipyards' Associations, Annual Report 2007–2008, Brussels, srpanj 2008.

široim svijeta su proizvele 1,22 milijarde tona čelika, što je najmanje od 2005. kada je proizvodnja iznosila 1,14 milijardi tona, pokazali su podaci Svjetskog udruženja za čelik (WSA). Kina je u prošloj godini učvrstila svoju poziciju najvećeg proizvođača čelika. Na tamošnjem je tržištu bilo proizvedeno 567,8 milijuna tona, što znači da se na Kinu odnosi 46,5 posto ukupne svjetske proizvodnje. Prošle su godine članice Europske unije, uključujući Njemačku, Italiju i Francusku, smanjile proizvodnju u usporedbi s 2008. za 29,7 posto, na 139,1 milijuna tona. Proizvodnja u SAD-u bila je na razini od 58,1 milijuna tona, što je za 36,4 posto manje nego godinu dana ranije. Analitičari u prosjeku očekuju da će proizvodnja čelika u ovoj godini porasti otprilike 10 posto te će se vratiti na razinu iz 2008., odnosno na 1,2 milijarde tona.<sup>25</sup>

Zanimljivo je da su kod nas do 1. ožujka 2007. postojale potpore za proizvodnju čelika. Iako prema propisima Europske unije takva vrsta potpora nije dopuštena, Hrvatska ih je smjela koristiti zahvaljujući odredbama Protokola 2. Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju, ali pod uvjetom da to na kraju razdoblja restrukturiranja vodi održivosti poduzetnika pod normalnim tržišnim uvjetima, da su iznos i intenzitet takve potpore strogo ograničeni na ono što je nužno potrebno za ponovnu uspostavu održivosti, da se postupno smanjuju i da je program restrukturiranja povezan s globalnom racionalizacijom i smanjivanjem kapaciteta u Republici Hrvatskoj. U Tablici 9 prikazani su iznosi potpora proizvodnji čelika za razdoblje 2006.-2008. Vlada Republike Hrvatske izvršila je nužno restrukturiranje ove djelatnosti kroz postupak privatizacije s kojim su sada suočena i brodogradilišta. Pri kraju 2006. pokrenut je proces privatizacije željezara u Splitu i u Sisku, koji je završen sredinom 2007.

**Tablica 4:** Potpore proizvodnji čelika, 2006.-2008.

	2006.	2007.	2008.
1. Otpis duga	0,00	196,30	0,00
2. Povoljni krediti	1,00	0,00	0,00
<b>UKUPNO (1+2)</b>	<b>1,00</b>	<b>196,30</b>	<b>0,00</b>
Udio			
(%) u posebnim sektorima	0,02	3,35	0,00
Udio (%) u ukupnim državnim potporama			
(bez poljoprivrede i ribarstva)	0,01	2,62	0,00
Udio (%) u ukupnim državnim potporama	0,01	1,84	0,00
Udio (%) u BDP-u	0,00	0,06	0,00

Izvor: Izrađeno prema podacima iz Godišnjeg izvještaja o državnim potporama za 2008.

U Tablici 4 možemo uočiti da je Hrvatska ispoštovala dogovor te da u 2008. nije isplaćena niti jedna potpora proizvodnji čelika.

<sup>25</sup> Mršić, M.: "Svjetska proizvodnja čelika u 2009. pala 8 posto", <http://www.poslovnih.hr/138009/vezani-clanci.aspx?ID=138009&pg=5>, 23. rujna 2010.

## 2.6. Utjecaj tečajnih promjena na financijski rezultat velikih hrvatskih brodogradilišta

Rizik je varijacija mogućih ishoda u danoj situaciji u budućnosti. Što je vjerojatnost odstupanja od očekivanih rezultata veća, to je izloženost riziku značajnija.<sup>26</sup> Ova definicija nam objašnjava općenito pojam rizika, dok je valutni rizik<sup>27</sup> vjerojatnost da će promjena deviznog tečaja smanjiti vrijednost financijske imovine koja se obračunava prema tom tečaju, odnosno pokazuje koliko se jedinica jedne valute može dobiti za drugu valutu. Poduzeće treba pratiti valutnu strukturu svojih obveza i potraživanja, predviđati moguće promjene tečajeva s namjerom minimiziranja gubitaka ili postizanja maksimalnih učinaka. Izloženost valutnom riziku stoga može biti računovodstvena i ekonomska.

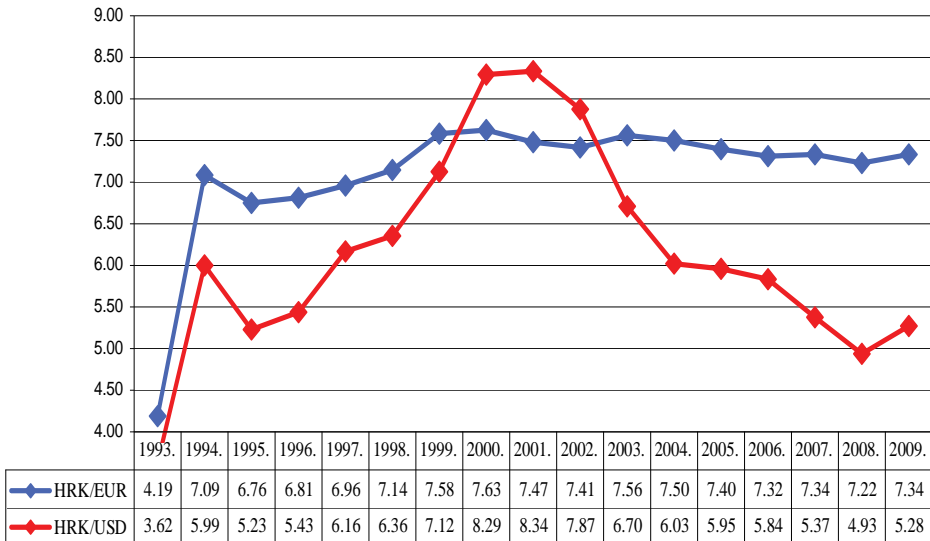
Pod računovodstvenom podrazumijevamo vjerojatnost da kapital vlasnika promijeni vrijednost nakon izrade konsolidiranog izvješća u domaćoj valuti koja uključuje financijska izvješća društava kćeri s poslovanjem u državama koje imaju druge devizne tečajeve. Ekonomska izloženost, pak, podrazumijeva rizik smanjenja novčanih tokova zbog promjene deviznih tečajeva. Hrvatska brodogradilišta više karakterizira ekonomska izloženost koja se javlja kao posljedica zanemarivanja mogućnosti korištenja instrumenata zaštite od valutnog rizika. Prve godine 21. stoljeća donijele su kontinuirani porast zaposlenosti, dijelom tehnološku sanaciju, međutim, već je 2003. brodogradnja počela osjećati vrlo negativno globalne promjene u međutečajnim odnosima i izrazito velik porast cijena čelika na svjetskom tržištu.

Na Grafikonu 4. prikazani su godišnji prosjeci srednjih deviznih tečajeva Hrvatske narodne banke u razdoblju od 1992. do 2009. Može se uočiti kako je 2003. tečaj bio manji u odnosu na prethodnu godinu za 15 posto te je nastavio kontinuirano opadati do 2009. Nije lako nositi se s padom USD u odnosu na HRK (EUR) od odnosa 8,4 do 4,4 HRK/USD i porastom cijene čelika u roku od nekoliko mjeseci od 300 do 1000 USD/t, pa i do 1600 USD/t. Ti problemi su doveli brodogradnju Hrvatske u ovu današnju poziciju. Svih ovih dvadesetak godina brodogradilišta su se borila za preživljavanje, kontinuirano na udaru čitave javnosti i teško se iz takve pozicije moglo nalaziti nekakvo zajedništvo i zajedničko djelovanje protiv antibrodograđevnog lobija kojega su ovakvi uvjeti poslovanja i položaj brodogradnje stvarali kroz duži niz godina.<sup>28</sup>

<sup>26</sup> Čurak, M., Jakovčević, D.: Osiguranje i rizici, RRIF, Zagreb, 2007., str. 109.

<sup>27</sup> Leko, V.: Upravljanje bankama, Ekonomski fakultet, Zagreb, 2007., str. 162.

<sup>28</sup> Hrvatski brodarski institut, [http://www.hrbi.hr/brodogradnja/images/stories/2009/409/11\\_Barasic\\_aktu\\_ind.pdf](http://www.hrbi.hr/brodogradnja/images/stories/2009/409/11_Barasic_aktu_ind.pdf)

**Grafikon 4:** Godišnji prosjeci srednjih deviznih tečajeva HNB-a, 1993. – 2009.

Izvor: Izrađeno prema podacima iz Biltena duže vremenske serije, statistički pregled - Godišnji prosjeci srednjih deviznih tečajeva Hrvatske narodne banke, <http://www.hnb.hr/tecajn/htecajn.htm>

Brodogradilišta, koja su ugovorila brod koji vrijedi 100-120 milijuna dolara po tečaju 1,2 dolara za euro sada, kada je došlo do 1,5 dolara za euro, gube po brodu dvadesetak milijuna ili oko četvrtinu na tečajnim razlikama. U 2009. dolazi do blagog jačanja dolara, no pitanje je koliko će to ići u prilog brodogradilištima jer im, s jedne strane, to pogoduje, a, s druge strane, uvozna dobra će im biti skuplja.

Brodogradilišta najmanje imaju u fokusu korištenje zaštite od tečajnih promjena, prije svega zato što im država daje subvencije, garancije svake godine, a povremeno (svake dvije do tri godine) i sanira sve gubitke, bez obzira na to kako su nastali. S obzirom na ulaganje u zaštitu od tečajnih rizika, ako gledamo jugoistočnu Europu, ne odskakemo od trendova. Srednja je Europa malo bolja u odnosu na općenito vođenje međunarodnih poslova, pa se u njoj više fokusiraju i na to. U jugoistočnoj Europi veće tvrtke, posebice one čiji su vlasnici stranci, više razmišljaju o tome te imaju procedure za zaštitu od rizika uključujući i valutni. Brodogradilišta, kao i ostala poduzeća, mogu upravljati rizicima na više načina, a oni su sljedeći<sup>29</sup>:

1. Poduzimati mjere samoosiguranja, odnosno poduzimati sve mjere potrebne za smanjenje neizvjesnosti u pogledu nastupa budućih opasnih događaja,
2. Pokušati prebaciti neke rizike na poslovnog partnera,
3. Neke rizike osigurati kod osiguravajućih organizacija,
4. Koristiti hedging i forfetiranje.

<sup>29</sup> Matić, B.: Međunarodno poslovanje, Sinergija, Zagreb, 2004., str. 377.

Vrlo često hrvatska brodogradilišta kasne pri isporuci naručenih brodova, što je nenadoknadiivi gubitak jer, prema ugovoru, naručitelj takvog broda određeni iznos posljednje uplate ne mora platiti u cijelosti. Zbog toga se financijski rezultat mijenja i marža se (ako je postojala) dodatno smanjuje. Korištenjem navedenih instrumenata financijski rezultat naših brodogradilišta mogao bi se značajno popraviti.

### 3. FINACIJSKI POKAZATELJI POSLOVANJA BRODOGRADILIŠTA

U analizi financijskih pokazatelja poslovanja hrvatskih brodogradilišta korišteni su sljedeći pokazatelji:

- \* pokazatelji sigurnosti (likvidnost, zaduženost)
- \* pokazatelji aktivnosti
- \* pokazatelji uspješnosti (ekonomičnost, profitabilnost, investiranje)

Analizirana su tri velika brodogradilišta (Uljanik, 3. maj i Viktor Lenac) na temelju godišnjih financijskih izvještaja za 2009. Preostala četiri velika brodogradilišta (Brodosplit, Brodosplit BSO, Brodotrogir i Kraljevica) nisu uzeta u obzir budući da ne kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Prilikom izračunavanja financijskih pokazatelja korišteni su Bilanca, Račun dobiti i gubitka te Izvještaj o novčanom tijeku.

#### 3.1. Pokazatelji zaduženosti i likvidnosti

Pokazatelji zaduženosti daju nam podatke o strukturi pasive te pokazuju koliko je imovine financirano iz vlastitih izvora, a koliko iz obveza. Na temelju njih moguće je zaključiti koliko je poduzeće zaduženo, koliko prostora još ima za potencijalno zaduživanje ako je ono namijenjeno proširenju i unapređenju poslovanja te je li dotično poduzeće sposobno kvalitetno upravljati vlastitim obvezama po dugovima na način da ih je u stanju uredno podmiriti.<sup>30</sup>

**Tablica 5:** Izabrani pokazatelji zaduženosti velikih brodogradilišta, 31.12.2009.

Pokazatelji zaduženosti	Uljanik	3. maj	V. Lenac	Prosjek
Koeficijent financiranja	0,06139	0,12372	0,50819	0,23110
Koeficijent pokriva troškova kamata	1,49607	0,95728	3,09781	1,85039
Faktor zaduženosti	22,06475	39,34068	3,42837	21,61126
Stupanj pokriva	0,96472	1,50106	1,50620	1,32399
Stupanj pokriva II.	0,96472	1,50106	1,65982	1,37520

Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

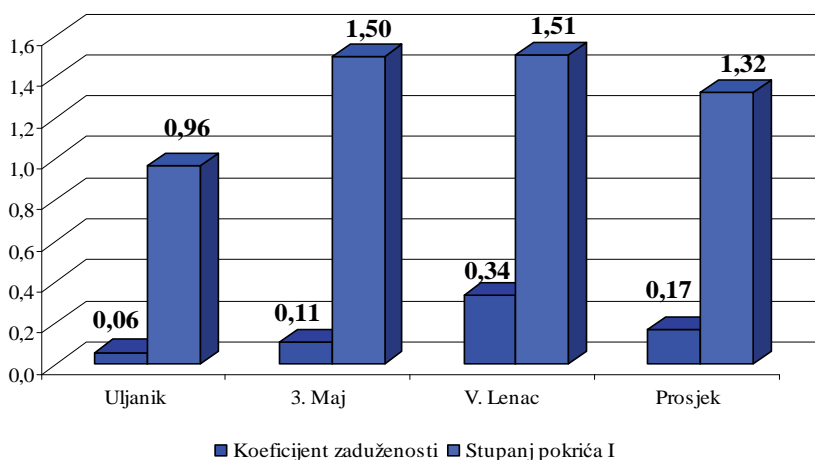
<sup>30</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J.: op. cit., str. 459.



*Koeficijent financiranja* i *koeficijent zaduženosti* odražavaju statičku zaduženost, odnosno strukturu pasive. *Koeficijent financiranja*<sup>31</sup> uzima u odnos ukupne obveze i vlastiti kapital pa možemo vidjeti da kod brodogradilišta Uljanika ukupne obveze čine 6% kapitala, dok kod brodogradilišta Viktor Lenac ukupne obveze čine čak 50% kapitala. *Koeficijent zaduženosti* pokazuje koliko su puta ukupne obveze veće od ukupne imovine. Poželjno je da je koeficijent zaduženosti što niži. Prosječna razina vrijednosti ovog pokazatelja iznosi 0,17, što znači da velika hrvatska brodogradilišta nemaju velikih dugovanja. Međutim, treba uzeti u obzir i to da su na tu vrijednost značajno utjecale velike državne potpore. Najniži pokazatelj ima brodogradilište Uljanik, i to zbog najbolje pokrivenosti kapitalom (Grafikon 5.).

*Koeficijent pokriva troškova kamata* i *faktor zaduženosti* odražavaju dinamičku zaduženost jer dug razmatraju s aspekta mogućnosti njegova podmirenja.<sup>32</sup> *Koeficijent pokriva troškova kamata* pokazuje koliko puta promatrano poduzeće iz svoje dobiti (EBIT-a) može isplatiti obveze po osnovi kamatnih rashoda. Brodogradilište Viktor Lenac u mogućnosti je 3 puta podmiriti svoje kamatne troškove dok 3. maj, zbog niske dobiti prije poreza i kamatnih rashoda (EBIT), ne može isplatiti svoje kamatne rashode u cijelosti. *Faktor zaduženosti* definiran je kao odnos ukupnih obveza naspram neto dobiti uvećane za amortizaciju, a pokazuje koliko je obračunskih razdoblja potrebno pojedinom brodogradilištu da podmiri sve svoje obveze. Evidentna su velika odstupanja budući da Viktor Lenac to može učiniti za samo 3 godine ako svoju dobiti zadrži na istoj razini, a brodogradilištu 3. maj potrebno je gotovo 40 godina da s ostvarenom razinom dobiti na kraju 2009. podmiri sve svoje obveze.

**Grafikon 5:** Pokazatelji zaduženosti velikih brodogradilišta, 31.12.2009.



Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

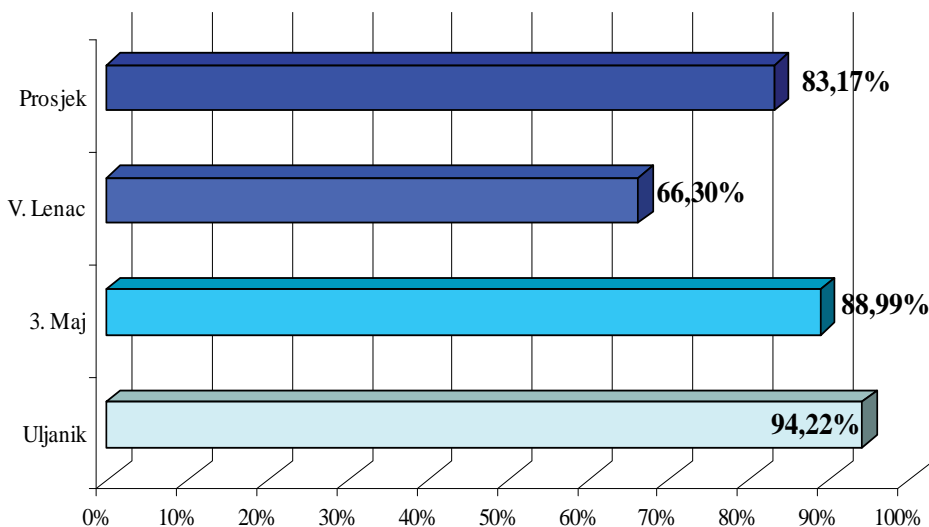
<sup>31</sup> Žager, K., Sačer, I. M., Sever, S., Žager, L.: op. cit., str. 250.

<sup>32</sup> Ibid., str. 250.

*Stupanj pokrića 1* pokazuje odnos kapitala i dugotrajne imovine, dok *stupanj pokrića 2* stavlja u odnos kapital uvećan za dugoročne obveze s dugotrajnom imovinom. Za svako poduzeće te postojećeg i potencijalnog investitora važno je da je taj pokazatelj iznad prosjeka industrije ili da je što viši u odnosu na ostala poduzeća unutar djelatnosti. Kada se stupnjevi pokrića povećavaju, likvidnost tog poduzeća se povećava dok se zaduženost smanjuje. Zbog toga oni nisu samo pokazatelji zaduženosti, već su istovremeno i pokazatelji likvidnosti poduzeća.<sup>33</sup> U Tablici 4 uočljivo je da brodogradilišta 3. maj (1,5) i Uljanik (0,9) imaju iste vrijednosti *stupnja pokrića 1* i *stupnja pokrića 2*, što ukazuje da oni nemaju dugoročnih obveza (barem je tako navedeno u njihovim bilancama), što nije slučaj s brodogradilištem Viktor Lenac kod kojega *stupanj pokrića 2* ima veću vrijednost od *stupnja pokrića 1*.

Među najvažnije pokazatelje zaduženosti ubraja se *financijska poluga*. Ona stavlja u odnos bilančni kapital i ukupnu imovinu. *Financijska poluga*, u suštini, oslanjanje je na dugove u financiranju poslovanja, čime se mogu ostvariti veći učinci za vlasnike banke, u odnosu na one koji bi se ostvarili da je cjelokupno poslovanje financirano glavnicom. Promatrana brodogradilišta u prosjeku 83% svoje imovine financiraju vlastitim kapitalom, dok ostatak pribavljaju zaduživanjem. Međutim, na pojedinačnoj razini, najnižu vrijednost ima brodogradilište Uljanik koje čak 34% imovine financira zaduživanjem (Grafikon 6).

**Grafikon 6:** Financijska poluga velikih brodogradilišta, 31. 12. 2009.

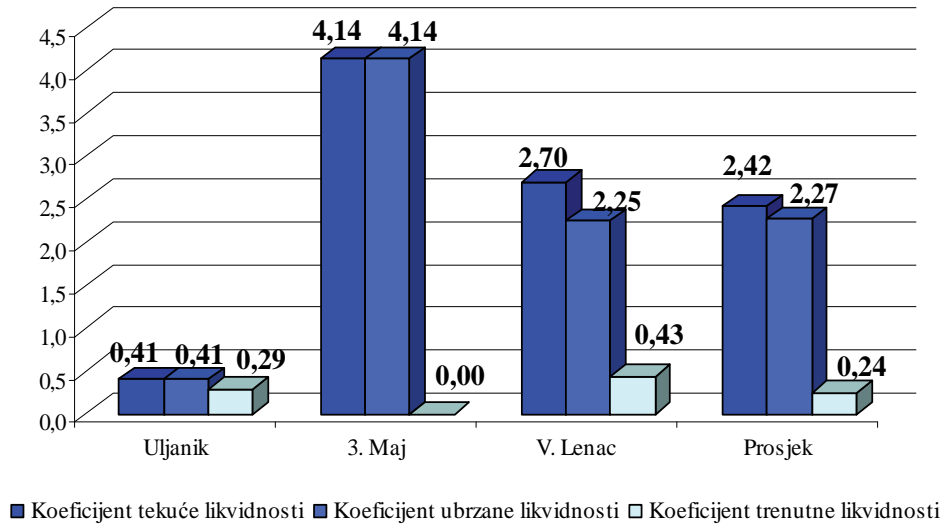


Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

<sup>33</sup> Žager, K., Sačer, I. M., Sever, S., Žager, L.: op. cit., str. 251.

Pokazatelji likvidnosti pokazuju koliko lako poduzeće može doći do gotovine, što znači da mjere sposobnost poduzeća da podmiruje dospjele kratkoročne obveze.<sup>34</sup> Za uspješno poslovanje svakog poduzeća važno je kvalitetno upravljanje likvidnošću, a posebice tijekom sadašnjih kriznih razdoblja. Likvidnost poduzeća predstavlja sposobnost prodaje imovine za gotovinu u kratkom roku.<sup>35</sup>

**Grafikon 7:** Pokazatelji likvidnosti velikih brodogradilišta, 31.12.2009.



Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

*Koeficijent trenutne likvidnosti* reflektira sposobnost poduzeća za trenutačno podmirenje obveza.<sup>36</sup> a u obzir uzima samo ekvivalente novčanih sredstava i stavlja ih u odnos s tekućim obvezama promatranog poduzeća. Promatrana brodogradilišta u prosjeku u kratkom roku mogu podmiriti samo 24% svojih tekućih obveza (Grafikon 7). Posebno treba obratiti pozornost na podatak da je brodogradilište 3. maj u svojoj bilanci na kraju 2009. imalo samo 46.000 kn pod stavkom novac na računu i u blagajni. *Koeficijent ubrzane likvidnosti* stavlja u odnos kratkotrajnu imovinu umanjenu za zalihe i kratkoročne obveze te pokazuje sposobnost poduzeća da u kratkom roku osigura određenu količinu novca. Ako poduzeće želi održavati normalnu likvidnost, tada vrijednost ovog pokazatelja treba biti jednaka ili veća od 1. Grafikon 7 pokazuje da brodogradilišta 3. maj i Viktor Lenac imaju zadovoljavajuću vrijednost budući da je ona veća od 1. Kod Uljanika vrijednost ovog koeficijenta identična je kao i kod koe-

<sup>34</sup> Žager, K., Sačer, I. M., Sever, S., Žager, L.: op. cit., str. 248.

<sup>35</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J: op. cit, str. 460.

<sup>36</sup> Ibid., str. 248.

ficijenta tekuće likvidnosti (0,41), što upućuje da ovo brodogradilište nema nikakvih zaliha prema objavljenim financijskim izvještajima.

Najznačajniji pokazatelj u mjeranju likvidnosti je *koeficijent tekuće likvidnosti* koji pokazuje koliko puta društvo može pokriti svoje kratkoročne obveze iz svoje kratkotrajne ili tekuće imovine. Tekuća imovina uključuje gotovinu, kratkoročne vrijednosne papire, potraživanja, zalihe sirovina, zalihe gotovih proizvoda te proizvodnju u toku. U većini slučajeva koeficijent tekuće likvidnosti koji premašuje vrijednost od 2 puta smatra se zadovoljavajućom likvidnošću, jer je u toj situaciji poduzeće u stanju pokriti i dvostruko veće obveze od onih koje ima.<sup>37</sup> Na Grafikonu 7 uočava se da brodogradilište Uljanik može pokriti svega 40% svojih tekućih obveza, dok Viktor Lenac može pokriti svoje obveze 2,7 puta.

**Tablica 6:** Obrtni kapital promatranih brodogradilišta, 31.12.2009.

	Uljanik	3. maj	V. Lenac	Prosjek
Obrtni kapital (000 kn)	-23.631	140,252	101,935	72.852

Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

*Obrtni kapital* izračunava se kao razlika tekuće imovine i tekućih obveza. Specifičan je jer nam pruža podatke u apsolutnim iznosima, koji nisu relevantni ako se poduzeća koja se uspoređuju znatno razlikuju po obujmu svojeg poslovanja, odnosno po veličini tekuće imovine i tekućih obveza. Prosječna vrijednost obrtnog kapitala za promatrana brodogradilišta iznosi 72,85 milijuna kuna. U Tablici 6 evidentna su velika odstupanja na individualnoj razini, što se prvenstveno odnosi na Uljanik, koji ima negativan obrtni kapital, njegove kratkoročne obveze su za 23,6 milijuna kn veće od tekuće imovine te zbog toga otežano može financirati svoje tekuće poslovanje. Upravo zbog toga Uljanik i ima onakve vrijednosti promatranih pokazatelja likvidnosti.

Vrijednosti pokazatelja likvidnosti potvrdile su ozbiljne probleme promatranih hrvatskih brodogradilišta, a posebno se to odnosi na brodogradilište Uljanik koje nije u stanju normalno obavljati svoju djelatnost budući da mu je obrtni kapital negativan. Negativan obrtni kapital, također, reflektira upitnu kvalitetu uprave, budući da se obrtnim kapitalom može upravljati te time utjecati na njegovu vrijednost. Kao posljedica negativnog obrtnog kapitala, financijski rezultat se dodatno pogoršava te može doći i do zastoja u poslovanju, ali i kašnjenja pri isporuci proizvoda kupcima. To ugrožava ugled i ozbiljnost hrvatskih brodograditelja te umanjuje njihove prihode, a potencijalno i daljnje narudžbe novih brodova. Međutim, treba uzeti u obzir i to da pokazatelji likvidnosti brzo zastarijevaju budući da se kratkotrajna imovina i kratkotrajne obveze neprestano mijenjaju.

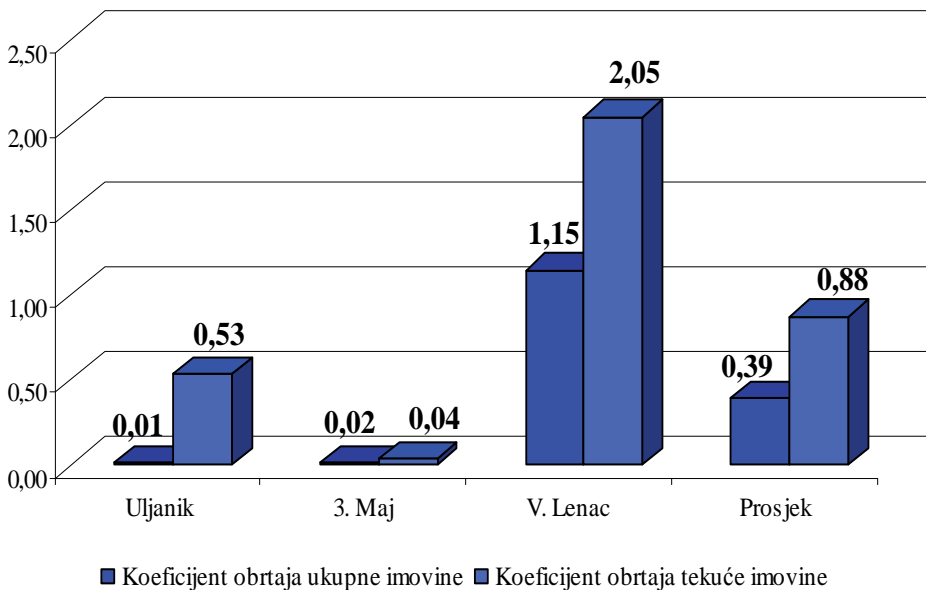
<sup>37</sup> Žager, K., Sačec, I. M., Sever, S., Žager, L.: op. cit., str. 249.

### 3.2. Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti (koeficijenti obrtaja) nas informiraju o brzini cirkulacije imovine tijekom poslovnog procesa. Svako poduzeće nastoji iskoristiti što učinkovitije svoju imovinu, a financijski analitičari tu učinkovitost mjere putem izračunavanja koeficijenata obrtaja. Takve radnje poduzimaju se kako bi se uočilo koliko novčanih jedinica prihoda proizvodi svaka novčana jedinica ukupne ili dijela imovine.<sup>38</sup>

Najvažniji među pokazateljima aktivnosti je *koeficijent obrtaja ukupne imovine* koji se računa kao odnos ukupnih prihoda i ukupne imovine. Brodogradilište Uljanik i 3. maj imaju izuzetno niske vrijednosti te nisu obrnula niti 2% svoje ukupne imovine. Najveću vrijednost, ali i prihvatljivu razinu ovog koeficijenta ima brodogradilište Viktor Lenac koje kroz 12 mjeseci preokrene 1,15 puta svoju imovinu kroz ukupne prihode. *Koeficijent obrtaja tekuće imovine* definiran je odnosom ukupnih prihoda i tekuće imovine. Pokazuje nam da se tekuća imovina kod promatranih brodogradilišta u prosjeku obrne 0.88 puta u godini dana kroz ukupni prihod (Grafikon 8.).

**Grafikon 8:** Pokazatelji aktivnosti velikih brodogradilišta 1, 31.12.2009.



Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

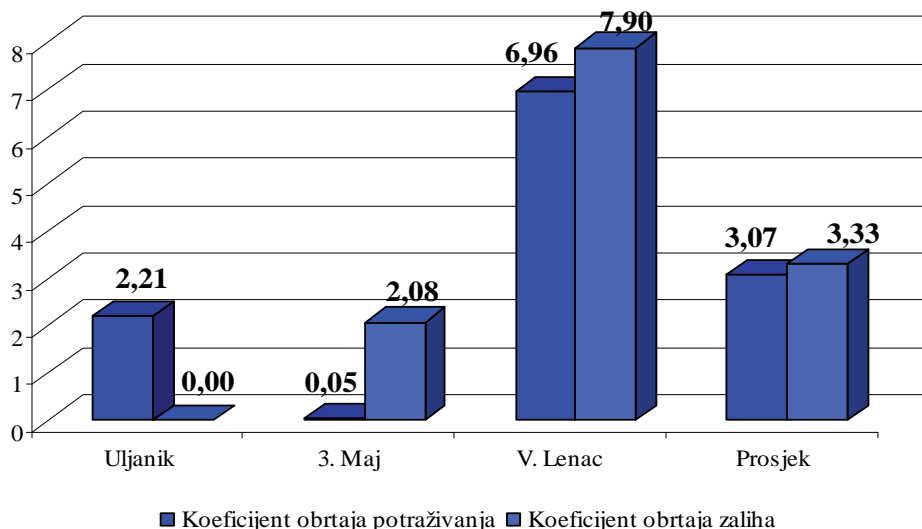
*Koeficijent obrtaja zaliha* stavlja u odnos materijalne troškove prodane robe i zaliha. Trebao bi se kretati unutar prosjeka promatrane djelatnosti, a pokazuje koliko

<sup>38</sup> Brealey, R. A., Myers S. C., Marcus A. J: op. cit., str. 462.

je puta poduzeće naručilo zalihe od svojih dobavljača. Ako je vrijednost koeficijenta značajno veća od prosjeka industrije, moguće je da to poduzeće ima određene probleme prilikom nabave zaliha (ako postoji velika pregovaračka moć dobavljača). Nasuprot tomu, ako je pokazatelj znatno niži od prosjeka industrije, vjerojatno su prisutni problemi u poslovanju s klijentima na način da postoji nedovoljan opseg naručenih proizvoda (brodova). Za naš uzorak prosječna vrijednost iznosi oko 3,33 puta, no s velikim odstupanjima od prosjeka kada se promatra pojedinačno. Zanimljivo je da kod brodogradilišta Uljanik nije zabilježeno postojanje zaliha u financijskim izvještajima te je stoga vrijednost njegova pokazatelja 0. Brodogradilište Viktor Lenac ima znatno višu vrijednost od prosjeka, što, također, ukazuje da upravljanje zalihama nije dobro. Problem je prevelika učestalost pribavljanja zaliha, a njegovim rješavanjem ostvarili bi se niži troškovi putem naručivanja većih količina zaliha u manje navrata.

*Koeficijent obrtaja potraživanja* stavlja u odnos prihode od prodaje naspram potraživanja. Poželjno je da bude što viši u odnosu na konkurente. Ako poduzeće može prije naplatiti svoja potraživanja, tada će imati i dovoljno novca za pokretanje sljedećih poslova, što dovodi i do poboljšanja vrijednosti koeficijenta obrtaja ukupne, ali i koeficijenta obrtaja tekuće imovine. Na Grafikonu 9, možemo uočiti da Viktor Lenac ima najbolju vrijednost koeficijenta od gotovo 7 puta, dok 3. maj ima izrazito nisku vrijednost (0,05), koja značajno odstupa od prosječne vrijednosti promatranih brodogradilišta.

**Grafikon 9:** Pokazatelji aktivnosti velikih brodogradilišta 2, 31. 12. 2009.



Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

*Prosječno razdoblje naplate potraživanja* pokazuje koliko je vremena poduzeću potrebno da naplati svoja potraživanja, a izračunava se odnosom dana u godini i koeficijenta obrtaja potraživanja.

**Tablica 7:** Pokazatelji aktivnosti velikih brodogradilišta, 31. 12. 2009.

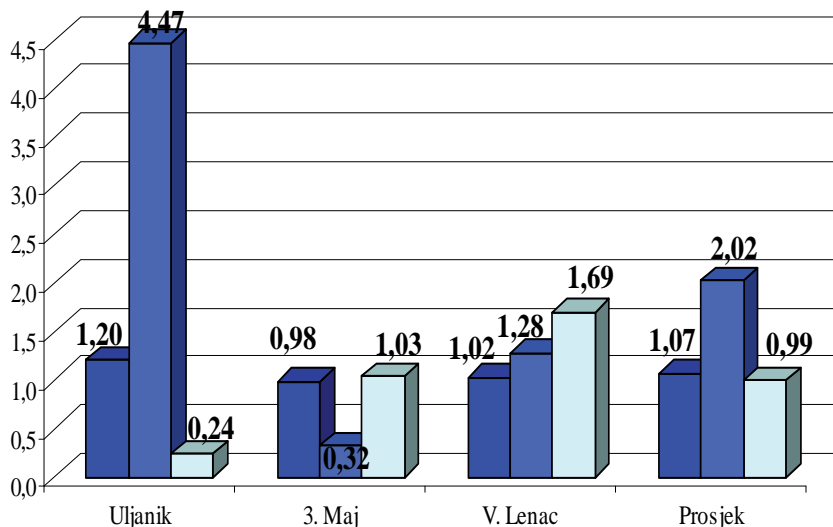
Koeficijent obrtaja	Uljanik	3. maj	V. Lenac	Prosjeak
Prosječno razdoblje naplate potraživanja – dani	165,1	7.190,7	52,4	2.469,4

Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

U Tablici 7. vidljive su poražavajuće vrijednosti, pa je tako promatranim bodogradilištima prosječno vrijeme naplate 2.469 dana. Takva prosječna vrijednost posljedica je utjecaja vrijednosti naplate brodogradilišta 3. maj budući da iznosi čak 7.191 dan.

### 3.3. Pokazatelji uspješnosti

U pokazatelje uspješnosti ubrajaju se pokazatelji ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja. Pokazatelji ekonomičnosti pružaju informacije o tome koliko je pojedino poduzeće ostvarilo prihoda po jedinici rashoda, a poželjno je da odnosi budu što viši, a računaju se na temelju podataka iz Računa dobiti i gubitka.<sup>39</sup>

**Grafikon 10:** Pokazatelji ekonomičnosti velikih brodogradilišta, 31. 12. 2009.

■ Ekonomičnost ukupnog poslovanja ■ Ekonomičnost prodaje □ Ekonomičnost financiranja

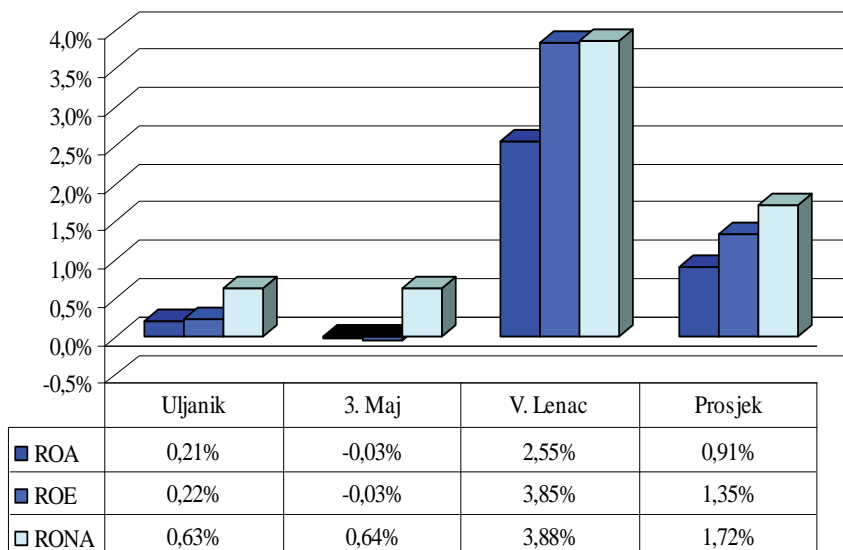
Izvor: izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

<sup>39</sup> Žager, K., Sačer, I. M., Sever, S., Žager, L.: op. cit., str. 252.

*Ekonomičnost ukupnog poslovanja* stavlja u odnos ukupne prihode poduzeća s ukupnim rashodima. Brodogradilište Uljanik ima najvišu vrijednost te ostvaruje 1,2 kn prihoda na 1 kn rashoda dok brodogradilište 3. maj ne uspijeva pokriti приходima svoje rashode jer na 1 kn rashoda realizira svega 0,98 kn prihoda. *Ekonomičnost prodaje* računa se kao odnos prihoda od prodaje i troškova prodane robe. Promatrana brodogradilišta su prosječno ostvarila 2,02 kn prihoda na 1 kn rashoda po osnovi materijalnih troškova za proizvodnju brodova. Naposljetku, *ekonomičnost financiranja* (financijski prihodi naspram financijskih rashoda) ima prosječnu vrijednost od 0,99 kn, što znači da su promatrana brodogradilišta ostvarila 0,99 kn prihoda na 1 kn financijskih rashoda (Grafikon 10).

Kod pokazatelja *profitabilnosti* promatrani su rentabilnost ukupne imovine i rentabilnost vlastitog kapitala te pokazatelji marže profita.

**Grafikon 11:** Pokazatelji profitabilnosti velikih brodogradilišta 1, 31. 12. 2009.



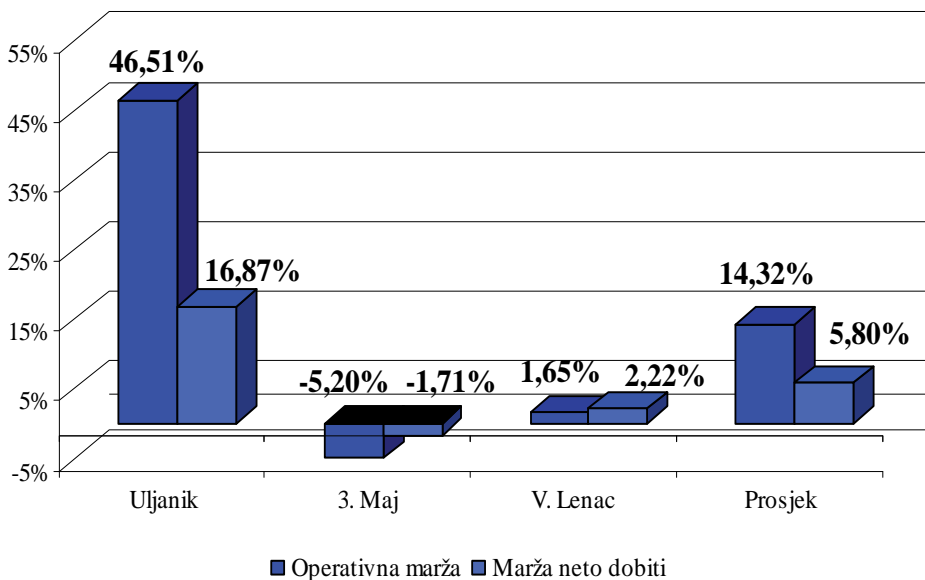
Izvor: Izračun na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

*Neto operativna dobit nakon poreza je* (NOPAT) neto dobit uvećana za vrijednost isplaćenih rashoda po osnovi kamata, a *neto operativna imovina je* (NOA) suma obrtnog kapitala i dugotrajne imovine umanjene za potraživanja. One nam pružaju podatke izražene u apsolutnim vrijednostima, stoga je, zbog značajnih razlika u veličini imovine promatranih brodogradilišta, relevantnije pogledati *povrat na neto imovinu* (RONA), koji stavlja u odnos NOPAT i ukupnu imovinu. Prosječna vrijednost RONA-e kreće se na razini od 1,72%. Na Grafikonu 11 vidimo da brodogradilište Uljanik i 3. maj imaju negativne povrate, dok Viktor Lenac ima prihvatljive vrijednosti oba pokazatelja.



Marža operativnog novčanog tijeka pokazuje nam odnos neto novčanog tijeka od poslovnih aktivnosti i redovnih prihoda. Najveću vrijednost operativne marže, ali i marže neto dobiti ima brodogradilište Uljanik dok je 3. maj je ostvario negativne vrijednosti marža (Grafikon 12).

**Grafikon 12:** Pokazatelji profitabilnosti velikih brodogradilišta 2, 31. 12. 2009.



Izvor: Izračun na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

*Pokazatelji investiranja* omogućuju mjerenje uspješnosti ulaganja u dionice poduzeća.<sup>40</sup> Koristeći ove pokazatelje, možemo vršiti usporedbu promatranog poduzeća s ostalim poduzećima unutar djelatnosti, i to na način koji je najprihvatljiviji za investitore što u ta poduzeća plasiraju svoju imovinu. Postojanje problema nedovoljne transparentnosti i nelikvidnosti na tržištu kapitala dovodi do sve lošije situacije u hrvatskoj brodograđevnoj industriji jer su financijski izvještaji ili nedostupni ili sadrže premalo adekvatnih podataka kako bi privukli potencijalne investitore.

Postoje brojni pokazatelji investiranja: dividenda po dionici (DPS), dividendni prinos (DY), odnos isplate dividende, pokriće dividende zaradom i dr. Međutim, većinu tih pokazatelja nije moguće izračunati za hrvatsku brodograđevnu industriju. Od analiziranih brodogradilišta niti jedno nije isplatilo dividende svojim vlasnicima. Veliki problem je i nelikvidnost dionica na tržištu kapitala jer se, primjerice, dionicom brodogradilišta 3. maj još uvijek nije trgovalo na Zagrebačkoj burzi.

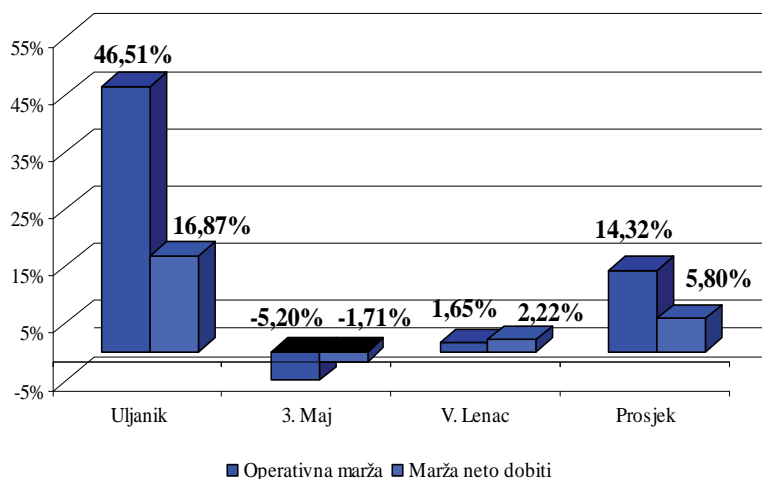
<sup>40</sup> Žager K., Sačcer I.M., Sever S., Žager L.: op. cit., str. 254.

**Tablica 8: Pokazatelji investiranja velikih brodogradilišta, 31. 12. 2009.**

Pokazatelji investiranja	Uljanik	3. maj	V. Lenac	Prosjeak
Broj dionica	2.236.253	1.261.401	13.844.447	5.780.700
Tržišna kapitalizacija (kn)	231.877.074	126.140.000	160.595.585	172.870.886
BVPS (kn)	300,00	100,00	10,00	136,67
P/B	0,35	-	1,16	0,75
EPS (kn)	0,65	-0,10	0,53	0,36
Inverz P/E (uk. rentabilnost dionice)	0,63%	-	4,60%	2,61%
P/S	29.377.559	-	548.353	14.962.956

Izvor: izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

Vrijednost koju bi dioničari određenog poduzeća dobili u slučaju likvidacije tog dioničkog društva, a stavlja u odnos dionički kapital i broj dionica, predstavlja *knjigovodstvenu vrijednost po dionici (BVPS)*. *Pokazatelj P/B* predstavlja omjer tržišne i knjigovodstvene cijene. Nije dobro niti kada je previsok, a niti kada je prenizak. Nizak omjer P/B (ispod 1) nam govori da je promatrana dionica vjerojatno podcijenjena, ali se isto tako postavlja i pitanje je li s poslovanjem tog poduzeća sve u redu, pa je upravo to razlog zašto investitori nisu skloni investirati u to poduzeće. Ako je omjer previsok, dionica je vjerojatno precijenjena i neodrživa na takvoj razini pa treba izbjegavati ulaganja u njih. Prosječna vrijednost P/B omjera za uzorak iznosi niskih 0,75. Ta vrijednost reflektira nesklonost investitora da ulažu novac u takve dionice. U Tablici 8 vidimo da su brodogradilišta ostvarila prosječnu neto dobit po dionici od samo 0,36 kn. *P/S omjer* pokazuje da je kod brodogradilišta Uljanik potrebno uložiti više od 29 milijuna kn za 1 kn prihoda. Najbolju rentabilnost dionice ostvarili su dioničari Viktora Lenca.

**Grafikon 12: Pokazatelji investiranja velikih brodogradilišta, 31. 12. 2009.**

Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

Jedan od najboljih pokazatelja investiranja koji pokazuje koliko je novčanih jedinica potrebno uložiti da bi se ostvarila jedna novčana jedinica zarade, jest *P/E omjer*.<sup>41</sup> Računa se kao omjer tržišne cijene i neto dobiti po dionici. Za brodogradilište 3. maj taj se pokazatelj nije mogao izračunati, budući da se njegovom dionicom nije trgovalo. Kod brodogradilišta Viktor Lenac treba uložiti manje od 22 kn za 1 kn zarade (Grafikon 12).

*Altmanov Z-koeficijent stečaja* pokazuje vjerojatnost da poduzeće završi u stečajnom postupku u roku od jedne ili dvije godine. Ako je Z-koeficijent veći od 2,9, ne postoji vjerojatnost da će poduzeće završiti u stečaju. Vrijednost između 2,2 i 2,9 je siva zona, tj. poduzeće je u krizi, ali postoji mogućnost da se izvuče, dok će poduzeća s vrijednošću koeficijenta ispod 2,2 vjerojatno završiti u stečaju. Navedeni koeficijent stečaja računa se pomoću sljedeće formule:

$$Z = (1,2 \cdot \text{radni kapital} + 1,4 \cdot \text{zadržana dobit} + 3,3 \cdot \text{EBIT} + \text{ukupni prihodi}) / (\text{ukupna imovina} + 0,6 \cdot \text{glavnica} / \text{ukupne obveze}).$$

Ako je Z-koeficijent veći od 2,9, ne postoji vjerojatnost da će poduzeće završiti u stečaju. Vrijednost između 2,2 i 2,9 je siva zona, tj. poduzeće je u krizi, ali postoji mogućnost da se izvuče, dok će poduzeća s vrijednošću koeficijenta ispod 2,2 vjerojatno završiti u stečaju.

**Tablica 9:** Altmanov Z-koeficijent stečaja velikih brodogradilišta, 31. 12. 2009.

Altmanov Z-koeficijent stečaja			
Uljanik	3. maj	V. Lenac	Prosjek
2,42125	1,19844	2,21898	1,94622

Izvor: Izračuni na osnovi podataka iz financijskih izvještaja

U Tablici 9 vidimo da je brodogradilište 3. maj izvrgnuto opasnosti stečaja, dok se Uljanik i Viktor Lenac trenutno nalaze u sivoj zoni.

#### 4. ZAKLJUČAK

Cjeloukupna analiza hrvatske brodograđevne industrije potvrdila je lošu situaciju hrvatskih brodogradilišta. U skoroj budućnosti je potrebno jasno definirati strategiju razvoja velikih hrvatskih brodogradilišta u kojoj bi se dale smjernice potrebnih ulaganja u tehnologiju i ljudske resurse, ako se želi spasiti brodogradilišta od moguće propasti. Prilikom izrade strategije mogli bismo se ugledati na strategiju razvoja brodogradilišta iz Europske unije 'Leadership 2015'. Značajnije pomake u svom razvoju jedino je ostvarilo brodogradilište Uljanik, koje se usmjerilo na gra-

<sup>41</sup> Žager, K., Sačer, I. M., Sever, S., Žager, L.: op. cit., str. 254.

dnju ro-ro brodova te time napravilo značajan iskorak. Naša bi brodogradilišta prije svega trebala poraditi na učestalijoj primjeni instrumenata zaštite od promjene tečaja, ali i na poštovanju rokova isporuke, budući da zbog navedenog ostvaruju ogromne gubitke. Analiza financijskih izvještaja je, također, potvrdila lošu situaciju pa su tako koeficijenti obrtaja ukazali na vrlo slabu brzinu cirkulacije imovine tijekom poslovnog procesa jer promatrana brodogradilišta ostvaruju svega 0,89 kn prihoda na 1 kn ukupne imovine. Vrijednosti pokazatelja likvidnosti potvrdili su ozbiljne probleme promatranih hrvatskih brodogradilišta, a posebno se to odnosi na brodogradilište Uljanik koje nije u stanju normalno obavljati svoju djelatnost budući da mu je obrtni kapital negativan. Negativan obrtni kapital također reflektira i upitnu kvalitetu menadžmenta tog brodogradilišta budući da se obrtnim kapitalom može upravljati te tako i utjecati na njegovu vrijednost. Pokazatelji ekonomičnosti pokazali su da promatrana brodogradilišta svojim prihodima jedva pokrivaju rashode poslovanja jer na 1 kn rashoda ostvaruju samo 1,07 kn prihoda. Unutar analize pokazatelja investiranja dobivene vrijednosti potvrdile su da je slab interes potencijalnih investitora opravdan. Dionice su im vrlo nelikvidne, a, primjerice, dionicom brodogradilišta 3. maj još se nije niti jednom trgovalo. Neefikasnost promatranih velikih brodogradilišta očituje se i kroz vrijednosti Altmanovog koeficijenta stečaja. Njegove vrijednosti ukazuju da je brodogradilište 3. maj izvrgnuto opasnosti od stečaja, dok se brodogradilišta Uljanik i Viktor Lenac nalaze u svojoj zoni.

#### LITERATURA:

1. Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja, Godišnje izvješće o državnim potporama za 2008. godinu, Zagreb, studeni, 2009.
2. Aržek, Z., Bendeković, J.: Transport i osiguranje, 5. izdanje, Mikrorad d.o.o., Zagreb, 2008.
3. Brealey R. A., Myers S. C., Marcus A. J.: Osnove korporativnih financija, 5. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007.
4. Community of European Shipyards Associations, Annual report 2007-2008 srpanj 2008.
5. Community of European Shipyards Associations, Annual report 2007-2008 srpanj 2010.
6. Hrvatska gospodarska komora, Brodogradnja, Sektor za industriju, Zagreb, 2006.
7. Hrvatska gospodarska komora, Brodogradnja, Sektor za industriju, Zagreb, 2008.
8. Hrvatska narodna banka, Bilten duže vremenske serije, statistički pregled - Godišnji prosjeci srednjih deviznih tečajeva Hrvatske narodne banke
9. Ivanković, J., Ljubenković, B., Žiha, K.: Pregled brodogradnje trgovačkih brodova u svijetu, Brodogradnja, br. 60, 2009.

10. Klasić, M.: Kriza hrvatskih brodogradilišta, uzroci i odrednice raspleta, [www.fsb.hr/sorta](http://www.fsb.hr/sorta) 2004
11. Kiseljak, L.: "Jamstva 3. maju za brodove, EU traži objašnjenje", <http://www.vecernji.hr/biznis/jamstva-3-maju-brodove-eu-trazi-objasnjenje-clanak-209058>
12. Mršić, M.: Svjetska proizvodnja čelika u 2009. pala 8 posto, <http://www.poslovni.hr/138009/vezani-clanci.aspx?ID=138009&pg=5>
13. Sokolić, D.: Izgradnja konkurentne sposobnosti hrvatske brodogradnje, Ekonomski fakultet, Zagreb, 2008.
14. Vlahović Žuvela, E., Matijević, N.: Subvencije i garancije: Banke zatvaraju pipu, <http://www.bankamagazin.hr/Default.aspx>
15. Žager, K., Sačer, I. M., Sever, S., Žager, L.: Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, 2008.

## FINANCIAL ANALYSIS OF BUSINESS OPERATION OF CROATIAN SHIPBUILDING INDUSTRY

*Jadranka Bendeković<sup>42</sup> & Dora Vuletić<sup>43</sup>*

### **Summary**

*Shipbuilding is strategically very important for Croatia and it employs more than fifteen thousand workers, mostly in large Croatian shipyards, partly or fully owned by the state and enjoying high state subsidies. In accordance with the requirements of the European Union these subsidies are declining and soon will be completely eliminated. In the near future it is necessary to define a development strategy for the large Croatian shipyards which would provide necessary guidance for investments in technology and labour resources, if one wishes to save the shipyards from possible collapse. The analysis of financial indicators for three major Croatian shipyards (3. Maj, Uljanik and Viktor Lenac) was founded on the financial reports from the year 2009. Values of observed indicators have confirmed the bad situation in large Croatian shipyards. Turnover coefficients indicated a slow circulation of assets throughout the business process due to less efficient management. Shipyards should more often use instruments for protection against foreign exchange rate fluctuations, as well as more strictly respect the delivery deadlines in order to improve the financial results of their business.*

**Key words:** *shipbuilding, financing, revenue, exports, subsidies, loans, costs, imports, exchange rate, financial ratios*

**JEL classification:** *L62*

---

<sup>42</sup> Jadranka Bendeković, Ph.D., Associate Professor, Faculty of Economics and Business-Zagreb, University of Zagreb, E-mail:jadranka.bendekovic@efzg.hr

<sup>43</sup> Dora Vuletić, M.Sc. in Economics, E-mail:dora.vuletic@gmail.com