

UTJECAJ PREUZIMANJA NA POSLOVANJE PODUZEĆA INA D.D.

Žaper, Ana

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:599846>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-25**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

UTJECAJ PREUZIMANJA NA POSLOVANJE
PODUZEĆA INA D.D.

Mentor:

Prof. dr. sc. Ivan Pavić

Studentica:

Ana Žaper

Split, rujan, 2020.

SADRŽAJ

SADRŽAJ.....	2
1. UVOD	4
1.1. Problem istraživanja.....	4
1.2. Predmet istraživanja	7
1.3. Istraživačke hipoteze	7
1.4. Ciljevi istraživanja	8
1.5. Metode istraživanja	9
1.6. Doprinos istraživanja	10
1.7. Struktura diplomskog rada	10
2. ZNAČAJKE SPAJANJA I PREUZIMANJA	12
2.1. Pojmovno definiranje spajanja i preuzimanja poduzeća.....	12
2.2. Oblici preuzimanja	16
2.2.1 Horizontalna i vertikalna spajanja i preuzimanja.....	16
2.2.2 Prijateljska i neprijateljska preuzimanja	18
2.3. Motivi preuzimanja	18
2.4. Valovi spajanja i preuzimanja.....	20
2.5. Metode mjerenja uspješnosti preuzimanja.....	22
2.5.1. Prinos dioničara na temelju kretanja cijena dionica.....	22
2.5.2. Uspješnost na temelju računovodstvenih i finansijskih podataka	23
2.5.3. Izračun ekonomske vrijednosti	24
3. INA D.D.	25
3.1. Profil kompanije i temeljne djelatnosti	25
3.2. Povijest Ine d.d.....	29
3.2.1 Ina d.d. u državnom vlasništvu	31
3.2.2. Ina d.d. kao dioničko društvo.....	32
3.2.3. Ina d.d. u fazi preuzimanja.....	33
4. UTJECAJ PREUZIMANJA NA POSLOVANJE INE D.D.	37
4.1. Metodologija istraživanja.....	37

4.2 Usporedba poslovanja poduzeća INA d.d. prije i nakon preuzimanja od grupe MOL	38
4.2.1. Prikaz računa dobiti i gubitka poduzeća INA d.d. u milijunima kuna.....	43
4.2.2 .Pokazatelji profitabilnosti poduzeća Ina d.d. po godinama	48
4.3. Tržišni udio poduzeća Ina d.d. na području RH	51
4.3.1. Tržište nafte i derivata	51
4.3.2.Tržišni udio poduzeća Ina d.d. u RH	54
4.3.2.1. Veleprodaja poduzeća Ina d.d. (2002.; 2004.-2008.).....	57
4.3.2.2. Maloprodaja poduzeća Ina d.d. (2002.;2004.-2008.).....	59
4.4. Rezultat istraživanja	62
5. ZAKLJUČAK.....	67
SAŽETAK.....	69
SUMMARY.....	69
LITERATURA	72

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

U svijetu suvremenog poslovanja na mikroekonomskoj i makroekonomskoj razini nameće se potreba za poslovnim planiranjem, a poslovni subjekti postaju sve svjesniji značenja aktivnosti poslovnog planiranja jer ona otvara put učinkovitom i efikasnom iskorištavanju raspoloživih resursa. Naravno, potrebno je prije pristupanja poslovnom planiranju sagledati poslovno okruženje u kojem se kompanija ili poduzeće nalaze. Često se radi o kompleksnim poslovnim okruženjima gdje valja uzeti u obzir očekivanja kupaca, strateške planove konkurentnih poduzeća toga sektora i naravno mogućnosti samog poduzeća da napreduje i da unaprijedi razinu svoga poslovanja na najbolji mogući način.

Ekonomski stručnjaci, potaknuti analizama poslovnog okruženja poduzeća koje ne obećavaju napredak i rast poslovnog uspjeha poduzeća, nerijetko pribjegavaju spajanju ili preuzimanju poduzeća. Logički, spajanje poduzeća najčešće se odvija između dvije, otprilike, jednako konkurentne i snažne tvrtke, dok se preuzimanje odvija između dvije nejednako pozicionirane tvrtke od kojih snažnija i perspektivnija preuzima manju, nekonkurentniju ili onu tvrtku koja ima lošije izgleda poslovanja u budućnosti.

Spajanja i preuzimanja poduzeća nisu nimalo novi fenomeni poslovnog svijeta, ali se primjećuje tendencija rasta njihove učestalosti u modernom poslovnom okruženju, stoga su se brojni znanstvenici bavili proučavanjem toga fenomena još u počecima razvoja ekonomske znanosti. Naime, radi se o neizvjesnom procesu i koliko god dobro ekonomski stručnjaci isplanirali ishode spajanja ili preuzimanja poduzeća, krajnji rezultat uvijek može iznenaditi. U većini slučajeva, očekivan je rast obaju poduzeća, širenje njihovih tržišta i povećanje konkurentnosti. U oba slučaja, kada se rast poduzeća ostvari ili ipak ne ostvari te kada spajanje ili preuzimanje rezultiraju uspjehom ili neuspjehom, posljedice tih procesa ostavljaju traga na svim sudionicima spomenutih procesa i na cjelokupnoj gospodarskoj slici.¹

Kako se ne bismo zadržali samo na iznesenim laičkim pretpostavkama definicija spajanja i preuzimanja, navest ćemo nekoliko definicija različitih autora. Pripajanje ili spajanje definira

¹ Filipović, D. (2012): Izazovi integracijskih procesa: rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza, str.11. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

se kao „. U pripajanju, društvo koje vrši pripajanje preuzima imovinu i obveze pripojenog društva.“²

S druge strane spajanje ili konsolidacija definira se kao: „poslovna kombinacija kojima se dva ili više društava povezuju da bi stvorili posve novo trgovačko društvo. Sva društva koja se spajaju nestaju, a nastavlja poslovanje samo nova cjelina koja je nastala. Premda postoje razlike između pojma pripajanja i spajanja oni se nekada koriste u istom značenju, s tim da ih zakoni (primjerice ZTD čl. 512.) jasno razlikuju. Spajanje, dakle, predstavlja udruživanje dvaju ili više poduzeća u jedno novo, a stara poduzeća u tom slučaju prestaju postojati, kao i njihove poslovne strategije, koje se zamjenjuju novima, koje su prilagođene interesima novog poduzeća. Strategija poslovanja novog poduzeća može biti bazirana na najboljoj od strategija poslovanja starih poduzeća, a može biti i potpuno drugačija.

Treći, nama ovdje najzanimljiviji pojam, jest preuzimanje. On je nešto slabije određen i nekada se koristi za prijateljska preuzimanja, a nekada za neprijateljska. Postoji i daljnja distinkcija pojma. Pa tako razlikujemo vertikalna, horizontalna i konglomeratska preuzimanja. Od našeg je interesa horizontalno preuzimanje koje se događa između dvaju konkurentskih društava u svrhu povećanja njihove konkurentnosti na tržištu i tržišne snage, a takav je slučaj MOL-ovog preuzimanja Ine.

Tipurić i Markulin³ navode da termin preuzimanje opisuje situaciju u kojoj jedno poduzeće kupuje većinski dio drugog poduzeća, s time da ostavlja pravo glasa preuzetom poduzeću. Prilikom preuzimanja, navode spomenuti autori, preuzeto poduzeće može zadržati svoje ime, zbog postignute reputacije i prepoznatljivosti na domaćem ili inozemnom tržištu, s tim da više ne posjeduje samostalnost u donošenju poslovnih odluka, nego se, budući da je preuzeto, podređuje poslovnim planovima poduzeća koje ga je preuzelo.

U postupku pripajanja pripojeno društvo prenosi cijelu svoju imovinu drugom društvu koje ga preuzima i na taj način prestaje postojati. U ovom se postupku ne provodi likvidacija, nego

² www.efos.unios.hr/specijalisticki-studij-financije.../wp.../07/Novak_B_KF_4.ppt (29/08/2018).

³Tipurić, D. i Markulin, G. (2002): Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentске prednosti. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

dioničari pripojenih poduzeća dobivaju dionice novih poduzeća u zamjenu za stare, što se naziva spajanje pripajanjem.⁴

Različiti su motivi preuzimanja poduzeća, jedan je od najčešćih sinergija. Ona podrazumijeva da će učinak poslovanja dvaju subjekata koji se pripajaju biti veći od sume učinaka tih dviju cjelina u odvojenom djelovanju. Utvrđivanje postojanosti sinergije omogućava određenu sigurnost dominantnom društvu koje vrši pripajanje da podnese troškove pripajanja te isplatu premije dioničarima preuzete tvrtke.⁵

Brojne su prednosti i nedostaci preuzimanja, primjerice, prednosti mogu biti smanjenje troškova, rast snage društva, lakši pristup kapitalu, rast cijena dionica ili pak preuzimanje nekih pozitivnih karakteristika koje poduzeće nije imalo prije preuzimanja, otvaranje novih tržišta, poboljšanje marketinga, novi kupci, razvoj novih proizvoda, pristup novim distribucijskim kanalima, povećanje efikasnosti prodaje i sl.

S druge strane, brojni su i negativni utjecaji preuzimanja, primjerice smanjivanje vrijednosti dobivene preuzimanjem ili negativni neočekivani financijski učinci.

Kako bi se izbjegla neizvjesnost u procesu preuzimanja ili pripajanja Feldmen, donosi „Sedam smrtnih grijeha“ koje treba izbjeći: opsesivno pravljenje listi onoga što treba učiniti, stvaranje velikih planova, komunikacija lišena sadržaja, opsesivno bavljenje ranim pravljenjem organizacijskog dijagrama, kadrovski problemi, nagrađivanje pogrešnih stvari, vjerovanje da se kultura temelji na vrijednostima, a ne na ponašanju.⁶

Budući da se radi o relativno neizvjesnim procesima, u svijetu su provedena brojna istraživanja na temu uspješnosti preuzimanja. Bruner⁷ navodi da samo 58% menadžera koji su provodili spajanje ili preuzimanje smatra da je proces prošao uspješno te da su se strateški ciljevi ostvarili, dok Henry i Jespersen⁸ tvrde da je 61% preuzimanja smanjilo bogatstvo vlasnika dionica kupaca.

⁴Curnić, M. (2011): Poslovna preuzimanja u Hrvatskoj, str.8. . Raspoloživo na: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst:1530/preview> (28/08/2018).

⁵ www.efos.unios.hr/specijalisticki-studij-financije.../wp.../07/Novak_B_KF_4.ppt (29/08/2018).

⁶ Feldman, L. M. (2000): Avoiding the Seven Deadly Sins of Postmerger Integration. Bank Accounting & Finance, Vol. 13, Issue 4, str. 29-34.

⁷Bruner, R. F. (2001): Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker [Internet], University of Virginia. raspoloživo na: https://www.researchgate.net/publication/228225776_Does_MA_Pay_A_Survey_of_Evidence_for_the_Decision-maker

⁸Henry D., Jespersen F. F. (2002): Mergers: why most big deals don't pay off, BusinessWeek.

1.2. Predmet istraživanja

Dalo se naslutiti iz prethodnog poglavlja u kojem su predloženi neki od aspekata integracija među poduzećima i društvima, da se radi o neizvjesnim procesima kojima je teško predvidjeti krajnji ishod, unatoč kvalitetnim i detaljnim procjenama ekonomskih stručnjaka o globalnom poslovnom okruženju neke tvrtke i o mogućnostima njezinog daljnjeg razvoja i kretanja na tržištu. Možda je jedan od razloga nepredvidljivosti krajnjeg ishoda preuzimanja ili spajanja promjenjiva globalna poslovna okolina i mnogi su slučajevi kada je njezina nepredvidljivost utjecala na krajnji ishod integracija među poduzećima. Ipak, svaka je tvrtka slučaj za sebe, s obzirom da djeluje u specifičnom poslovnom okruženju, ima jedinstvene karakteristike i teško je pronaći dvije istovjetne tvrtke, bazirat ćemo se na jedan od brojnih slučajeva kako bismo predložili utjecaj preuzimanja na poslovanje poduzeća. Središte ovog istraživanja, predstavlja jako poznati slučaj MOL-ovog preuzimanja Ine.

Ina je kroz cijelu svoju povijest profitabilno poslovala, ali su se najveće promjene u njezinoj organizacijskoj strukturi dogodile 1993. Kada Ina prestaje biti u državnom vlasništvu i postaje dioničko društvo čime započinje privatizacije Ine. Prva faza privatizacije, u kojoj kupnjom 25% plus jedne dionice Inin strateški partner postaje MOL, završena je 2003. godine, a od 2006. dionice Ine izlistane su na Zagrebačkoj burzi.⁹

Istraživanje će se usmjeriti na Inino poslovanje u godini prije MOLove kupnje Ine, te pet godina od kupnje prvih 25% plus jedne dionice. Preko određenih parametara pokušat će se utvrditi promjena u načinu poslovanja tj, kretanje Inine vrijednosti na tržištu te utvrditi domet MOL-ovog preuzimanja Ine na poslovnim planu. U radu će se pokušati utvrditi i promjene koje su nastale u vrijednosti Ininih dionica, počevši od cijene po kojoj ih je MOL kupio, preko cijene koju su plaćali hrvatski građani prilikom javne kupnje dionica, do današnjih cijena.

1.3. Istraživačke hipoteze

Hipoteze koje će se ovim istraživanjem provjeravati su sljedeće:

⁹ <https://www.ina.hr/o-kompaniji/povijest/24> (29/08/2018).

H1: Preuzeto poduzeće u vremenu nakon preuzimanja povećava profitabilnost i učinkovitost poslovanja

Prva hipoteza je utemeljena na pretpostavkama o nužnosti profitabilnog poslovanja poduzeća nakon preuzimanja što je i glavni motiv i cilj preuzimanja. Naravno da ima autora koji opovrgavaju uspješnost bilo kojih preuzimanja i onih koji izbjegavaju ekstremna preuzimanja tvrdeći da izrazito velika i mala preuzimanja ne mogu ostvariti napredak u poslovanju poduzeća te da ih treba izbjegavati. Isto tako neki smatraju da je preuzimanje najuspješnije kod preuzimanja malih i srednjih poduzeća. Nakon konkretiziranja i potvrđivanja vjerodostojnosti hipoteze usporedit ćemo teoretska stajališta s primjerom MOLova preuzimanja Ine i vidjeti koliko se i kako promijenila Inina profitabilnost nakon preuzimanja.

H2: Preuzeto poduzeće u vremenu nakon preuzimanja povećava svoj tržišni udio i tržišnu moć na domaćem tržištu

Ovoj će se hipotezi pristupiti uspoređivanjem odabranih kontrolnih parametara značajnih za poslovanje Ine prije i poslije MOL-ovog preuzimanja. Bez obzira što ne postoji jasan zaključak vezan za ishode poslovanja ni preuzetog ni društva koje preuzima drugo, pretpostavit ćemo da preuzimanje poduzeća pozitivno utječe na poslovanje preuzetog poduzeća jer se u protivnom preuzimanje ne bi ni odobrilo od strane rukovoditelja preuzetog poduzeća. Potom ćemo usporediti potvrđenu ili nepotvrđenu hipotezu s teoretskim stajalištima pojedinih ekonomskih stručnjaka koji zauzimaju različite i/ili suprotstavljene stavove o utjecajima preuzimanja poduzeća na poslovanje preuzetog poduzeća i vidjeti postoje li razlike u tržišnom udjelu koje je Ina posjedovala prije i poslije preuzimanja.

1.4. Ciljevi istraživanja

Ciljevi istraživanja razvijat će se u dva smjera. Prvi je od njih teoretski kojemu je cilj opisati teoretske aspekte spajanja i preuzimanja poduzeća, poput prednosti i nedostataka, mogućnosti financiranja, metode financijske poluge, njezinih prednosti i nedostatka, razlike u prijateljskom i neprijateljskom preuzimanju, procese i etape preuzimanja, motive preuzimanja, o kojima je bilo spomena ali ćemo se njima u nastavku rada detaljnije baviti.

Empirijska komponenta rada ima u cilju dokazati povezanost kretanja u poslovanju Ine s preuzimanjem od strane MOLa. Odnosno, istaknuti razlike u poslovanju, uspjesima, vrijednosti dionica i dobiti Ine za vrijeme samostalne uprave i nakon 2003. godine kada MOL preuzima dio njezinih dionica te dio mjesta u upravi pa do danas. Cilj je segmentirati Inino poslovanje u nekoliko vremenskih razdoblja prema kriteriju MOL-ovog udjela u poduzeću te opisati svaki pojedini vremenski period ističući promjene koje su se događale u načinu Ininog poslovanja, njezinoj proizvodnji i dobiti te udjelu na domaćem tržištu.

1.5. Metode istraživanja

U istraživanju će se koristiti nekoliko jednostavnih, općepoznatih metoda kao što su metoda deskripcije, indukcije, dedukcije (analiza, sinteza, apstrakcija, generalizacija i specijalizacija) dokazivanja, klasifikacije, studije slučaja, dokazivanja i statističke metode.

Početak će se, prije svega, korištenjem metode deskripcije tj. iznošenja i opisivanja dostupnih činjenica i procesa na koja ćemo susretati u priči o MOL-ovom preuzimanju Ine, izostavljajući tumačenje te stvaranje pretpostavka o uzročno-posljedičnim vezama. U teoretskom će dijelu poslužiti i metoda klasifikacije pomoću koje će se postići preglednost datih teorijskih sastavnica.

Nakon iznošenja činjenica, pristupit ćemo njihovoj obradi iz dva suprotna smjera viđenja, od pojedinačnog prema općem i od općeg prema pojedinačnom. Induktivnu metodu i metodu generalizacije, koristit ćemo kada na temelju specifičnih slučajeva koji su se dogodili u slučaju Ine budemo potvrđivali općenite zaključke koje su prethodno iznosili teoretičari, na koje ćemo se bazirati u teoretskom dijelu rada. S druge strane, u empirijskom dijelu rada, više ćemo koristiti deduktivnu metodu, izvodeći iz općih slučajeva pojedinačne zaključke koji se tiču situacije Ina-MOL. Ona će također poslužiti za potvrđivanje postavljenih hipoteza kao i metoda dokazivanja, dok će se metodom apstrakcije odvojiti činjenice bitne za ovo istraživanje od onih nebitnih.

1.6. Doprinos istraživanja

Usprkos činjenici da su se mnoga dosadašnja istraživanja u svijetu bavila slučajevima spajanja ili preuzimanja poduzeća konačan zaključak nije donesen niti potvrđen od većine relevantnih ekonomskih stručnjaka. Takva situacija ostavlja prostora daljnjim istraživanjima toga područja. Ipak, situacija je dosta drugačija u Hrvatskoj gdje ekonomska istraživanja nisu toliko česta, ali čak i kada se provedu rezultati tih istraživanja ne dolaze do velikog dijela populacije, unatoč tome što su pripajanja i preuzimanja poduzeća dio hrvatske poslovne svakodnevnice.

Situacija Ine i MOLa, odnosno MOL-ovog preuzimanja Ine, zauzela je dosta medijskog prostora u Hrvatskoj. Mnogi su građani Hrvatske sudjelovali u kupnji Ininih dionica 2003. godine, a cijeli proces popraćen je aferama u koje su bili uključeni čelnici Hrvatske i Mađarske države. Slučaj se, dakako, do dana danas nije u potpunosti rasvijetlio. Zbog silne medijske pompe ekonomska strana cijelog slučaja pala je u drugi plan tako da bi malo koji prosječni građanin Hrvatske znao reći što se točno dogodilo na ekonomskom planu, je li Ina profitirala i kako, jesu li Inine dionice porasle, kako se promijenilo njezino poslovanje, ostvaruje li veću godišnju dobit, ima li više zaposlenih itd.

U ovom radu uzima se kao studiju slučaja upravo Ina d.d. zbog njezine važnosti za hrvatsko gospodarstvo općenito, zbog dostupnosti podataka i velikog interesa hrvatske javnosti za slučaj. Rezultati ovog istraživanja doprinijet će istraživanju preuzimanja poduzeća u Hrvatskoj, a moći će poslužiti za daljnja istraživanja o Ini koju možda čekaju nova preuzimanja u bliskoj budućnosti.

1.7. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad sastojat će se od pet poglavlja kako slijedi.

U prvom uvodnom poglavlju definirat će se problem i predmet istraživanja , elaborirat će se istraživačke hipoteze te navesti znanstvene metode koje će se koristiti u istraživanju. Također će se ukratko opisati struktura rada.

U drugom poglavlju pobliže će se prikazati poslovna preuzimanja i s njima povezan pojam, poslovna spajanja. Objasnit će se pojmovi spajanja i preuzimanja te istražiti motivi zbog kojih se ti procesi odvijaju. Sagledat će se pravni aspekt te metode mjerenja spajanja i preuzimanja poduzeća.

Treći dio rada će se bazirati na sagledavanju osnovnih informacija o INA d.d. te prikazu povijesnih podataka o poslovanju ove kompanije.

U četvrtom dijelu provest će se empirijsko istraživanje , u kojem će se testirati hipoteze o utjecaju preuzimanja na poslovanje INE d.d. , prvenstveno na tržišni udio i profitabilnost.

Peto poglavlje se odnosi na zaključak u kojem će se rezimirati rezultati dobiveni u empirijskom dijelu rada , te će se donijeti sudovi na temelju sinteze teorijskog i empirijskog dijela rada.

Na kraju slijedi popis literature, popis tablica i slika, te sažetak na hrvatskom i engleskom jeziku.

2. ZNAČAJKE SPAJANJA I PREUZIMANJA

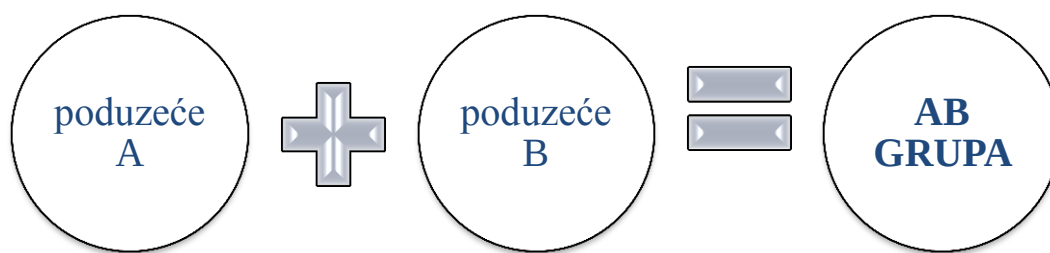
Jedno od glavnih obilježja poslovnog okruženja današnjice je korištenja strategija rasta u unapređenju poslovanja poduzeća s ciljem ostvarivanja boljeg tržišnog udjela te većeg profita od konkurencije. Poboljšanje konkurentne pozicije gotovo da je i nemoguće postići bez uključivanja u poslovne aranžmane s partnerima. Poduzećima na raspolaganju stoje tri načina provedbe razvojne strategije, a to su interni rast, spajanja i preuzimanja te strateški savezi. Među navedenim najmanje korištena varijanta je putem internog rasta iz razloga što se razvoj odvija najsporije jer se poduzeća koriste vlastitim resursima. Iz toga razloga poduzeća se najčešće okreću procesima spajanja i preuzimanja drugih poduzeća.

2.1. Pojmovno definiranje spajanja i preuzimanja poduzeća

1. **Preuzimanje** (eng. takeover) označava stjecanja djelomičnog ili potpunog vlasništva nad drugim pravnim subjektom, Preuzimanje se nadalje definira kao svako prebacivanje kontrolnog paketa dionica nekog poduzeća od jedne grupe dioničara na drugu.¹⁰ Nadalje Tipurić i Markulin navode da u slučaju preuzimanja jedno poduzeće kupuje većinski dio drugog poduzeća, s time da ostavlja pravo glasa drugom poduzeću. Preuzeto poduzeće može ili ne mora zadržati vlastito ime ali više ne posjeduje samostalnost u donošenju poslovnih odluka. Proces preuzimanja u RH je reguliran Zakonom o preuzimanju dioničkih društava (NN 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 148/13) i pod pojmom preuzimanja se podrazumijeva da preuzimatelj nakon što je stekao 25% ciljnog poduzeća objavi, dobrovoljno ili prisilno, javnu ponudu za kupovinu ostatka dionica istog. Kupovina ispod 25% dionica se ne smatra preuzimanjem jer tek nakon prelaska te granice postoji obveza javne ponude preko burze.

Po završetku procesa preuzimanja i društvo preuzimatelj i preuzeto društvo zadržavaju pravnu osobnost ali postaju povezana društva.

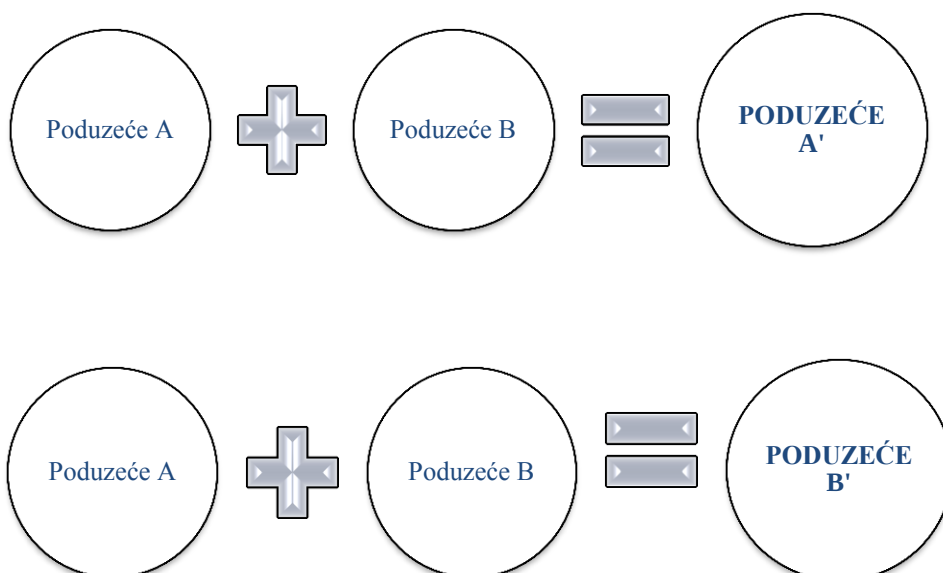
¹⁰ Bahtijarević-Šiber F., Sikavica, P: „Suvremeni menadžment“, str.444.



Slika 1. Preuzimanje poduzeća

Izvor: Izrada autora prema : Filipović I.(2009.) Revizija, Zagreb: Sinergija

2. **Pripajanje** je proces kojim se jedno poduzeće pripaja drugom prema određenom obrascu. Nakon dovršenog procesa pripajanja poduzeće koje je pripojeno gubi svoju pravnu osobnost, dok poduzeće koje je preuzelo drugo ne gubi. Kroz ovaj proces pripojena društva svoju imovinu prenose drugom društvu preuzimatelju i time prestaju postojati. Članovi pripijenih društava u zamjenu za udjele koje su imali u pripojenim društvima dobivaju udjele društva preuzimatelja. Ova vrsta spajanja još se naziva i „spajanje preuzimanjem“ ili „spajanje pripajanjem“. Drugim riječima preuzimanje je podređivanje jednog poduzeća drugom.



Slika 2. Pripajanje poduzeća

U prvom primjeru ilustracije poduzeće B je pripojeno poduzeću A i ono gubi svoju pravnu osobnost, u korist poduzeća A. U drugom primjeru poduzeće A gubi svoju pravnu osobnost u korist poduzeća B.

Iako vrlo slični pojmovi *takeover* (preuzimanje) i *acquisition* (akvizicija) se razlikuju ovisno radi li se o prijateljskom ili neprijateljskom preuzimanju. Akvizicija je pojam koji se koristi kod preuzimanja koja imaju prijateljska obilježja, dok pojam preuzimanje (eng. takeover) vežemo za procese preuzimanja kada se poduzeće opire preuzimanju.

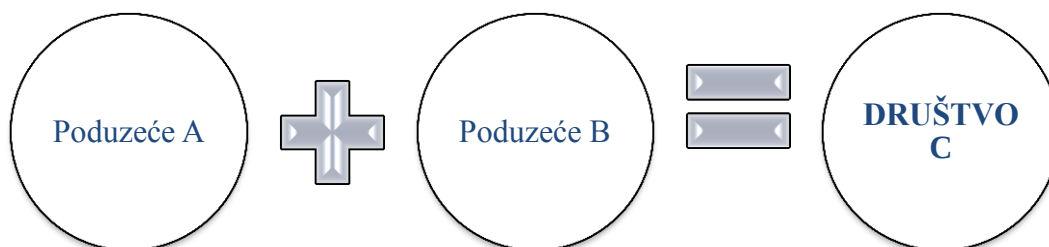
Najvažniji pravni učinak pripajanja sastoji se u tome da imovina pripojenog društva i njegove obveze prelaze na društvo preuzimatelja, a društvo preuzimatelj sveopći je pravni sljednik pripojenog društva, čime stupa u sve pravne odnose pripojenog društva, što je osnovna svrha ove statusne promjene. Navedeni pravni učinak nastupa upisom pripajanja u sudski registar u kojem je upisano društvo preuzimatelj. Ovo sveopće pravno sljedništvo posljedica je koja proizlazi iz pravnog propisa.¹¹

3. Spajanje ili fuzija poduzeća (eng. merger) je proces u kojem dva ili više društava osnivaju novo društvo (društvo preuzimatelj) na koje prenose cijelu svoju imovinu i na taj način prestaju pravno postojati. Drugim riječima sva društva koja se spajaju nestaju a poslovanje nastavlja samo nova cjelina koja je nastala. Članovi pripojenih poduzeća u zamjenu za svoje udjele koje su imali u pripojenim društvima dobivaju udjele u novom društvu. Spajanjem poduzeća mogu povećati svoju veličinu i proširiti svoje poslovanje na postojeća ili nova tržišta. Nickels, McHugh, McHugh (2002) definiraju da prilikom spajanja dvaju ili više poduzeća nastaje novo poduzeće, a prije samostalna poduzeća prestaju postojati¹². Nastoji se zadržati najbolja poslovna praksa svih sudionika spajanja, karakterizira ih dobrovoljno sudjelovanje svih sudionika i najčešće se financiraju zamjenom dionica. Ime novog poslovnog subjekta najčešće je sastavljeno od oba imena dotadašnjih poduzeća. Društva se mogu spojiti bez provođenja likvidacije, što znači da

¹¹ članak 522. ZTD-a.

¹² Nickels, G. W., McHugh, M. J., McHugh, M.S. (2002): Understanding Business, McGraw-Hill, New York

imovina društava koja se spajaju prelazi na novo društvo, a ona sama prestaju postojati upisom novog društva u sudski registar¹³



Slika 3. Spajanje poduzeća

Izvor : konstrukcija autora prema : Filipović I.(2009.) Revizija, Zagreb: Sinergija

Do spajanja poduzeća dolazi kada dva poduzeća postaju jedno. Po pravilu, veće poduzeće, apsorbira manje, međutim, može se dogoditi i suprotno. Financiranje spajanja obično se zbiva zamjenom dionica korporacija koja je preuzeta dionicama korporacije koja preuzima, a omjeri razmjene ovise o tržišnim cijenama dionica obiju korporacija.¹⁴

Spajanje i preuzimanje može se izvršiti na dva načina. Preuzimatelj može pregovarati s menadžmentom tvrtke koja je potencijalno predmet preuzimanja, što se preferira u preuzimanjima koja dominiraju u zadnjih deset godina, a posebno u Europi. Ako pregovori propadnu, preuzimatelj može dati ponudu direktno dioničarima društva koje se namjerava preuzeti. U raspravama s menadžerima, preuzimatelj obično daje jasnu ponudu za otkup dionica. Ova ponuda za kupovinu redovnih dionica koje dioničari posjeduju može biti u novcu ili u dionicama. Spajanje se može realizirati ako društvo koje je cilj preuzimanja primi ponudu uz prihvatljivu premiju iznad tekuće tržišne cijene dionica. Nekada se nude i moguća plaćanja u obliku opcija dionica¹⁵

¹³ Vaić S. I Dvorničić M. (2014): Pripajanje i spajanje društava s ograničenom odgovornošću u Republici Hrvatskoj, Članak [Internet], raspoloživo na: <https://vaic.hr/novosti-i-publikacije-hr/pripajanje-i-spajanje-drutava-s-ogranicenom-odgovornocu-u-republici-hrvatskoj> / [Pristupljeno: 01.05.2019.]

¹⁴ Tipurić, D., Hruška, D., Rončević, A., Tržište za korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb, 2008., str.302.

¹⁵ Branko Novak: Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava, 2000., str. 48

2.2. Oblici preuzimanja

Kako u literaturama nailazimo na veliki broj tumačenja transakcija spajanja i preuzimanja, tako se može naći i veliki broj podjela istih. Ovaj rad će se bazirati na najčešće korištenim podjelama spajanja i preuzimanja.

Najčešća podjela spajanja i preuzimanja poduzeća je na horizontalna i vertikalna, ovisno o djelatnosti kojom se poduzeća bave. Ukoliko se spajanja i preuzimanja odvijaju unutar iste industrije govorimo o horizontalnim spajanjima i preuzimanjima, a ukoliko se odvijaju u različitim industrijama riječ je o vertikalnim spajanjima i preuzimanjima poduzeća.¹⁶

2.2.1 Horizontalna i vertikalna spajanja i preuzimanja

1. Horizontalna spajanja i preuzimanja odvaja se među poduzećima iste djelatnosti, odnosno javlja se među poduzećima koji su najčešće konkurenti, jer nude iste proizvode ili usluge koji mogu biti i supstituti. Odluka poduzeća o sudjelovanju u horizontalnim integracijama može se promatrati kroz prizmu povećanja profitabilnosti i udruživanjem odnosno kupovinom imovine i drugih resursa dotadašnjih konkurenata. Povećanje profitabilnosti putem horizontalne integracije najčešće je posljedica: smanjenja operativnih troškova, povećanje diferencijacije proizvoda, smanjenje konkurencije u industriji u kojoj posluje i povećanje pregovaračke snage s obzirom na kupce i dobavljače. Horizontalna integracija pridonosi povećanju ekonomije obujma, što rezultira smanjenjem operativnih troškova¹⁷.

Preuzimanje ili spajanje s konkurentima pomaže da se eliminira višak proizvodnih kapaciteta - smanjenjem viška proizvodnih kapaciteta horizontalne integracije kreiraju povoljnije poslovno okruženje u kojem se cijene mogu stabilizirati ili eventualno povećati. Poduzeće može razmisliti o povećanju cijena svojih proizvoda budući da kupci imaju manje izbora u kupnji proizvoda od drugih dobavljača. Kada se nađe u poziciji da ima mogućnost povećati cijene proizvoda ili usluga svojim kupcima ili smanjiti nabavne troškove, evidentno je da je tada poduzeće povećalo svoju tržišnu snagu.

¹⁶Filipović, D. (2011): Integracijski procesi. U: Galetić, L. (ur.) Organizacija velikih poduzeća str. 514., Sinergija, Zagreb

¹⁷Filipović, D. (2012): Izazovi integracijskih procesa: rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza, str.24.Zagreb: Sinergija nakladništvo

2. Vertikalna spajanja i preuzimanja- poduzeća ulaze na nova tržišta s ciljem ostvarivanja dugoročne profitabilnosti. Vertikalna spajanja i preuzimanja povezuju tvrtke iz različitih faza proizvodnje istovrsnog ili sličnog proizvoda. Mogu se promatrati kao dio razvojnih snaga usmjerenih na ostvarivanje djelomične ili potpune kontrole unutar lanca vrijednosti. Razlikujemo dva tipa vertikalnih integracija: Vertikalna integracija prema naprijed i vertikalna integracija prema nazad. *Vertikalna integracija prema nazad* je takav tip integracije kod kojeg poduzeće koje pokreće integraciju priključuje sebi poduzeća s fazama proizvodnje koje prethode njegovoj proizvodnji. Poduzeća koja se integriraju vertikalno prema nazad ulaze u industrije koje proizvode inpute za proizvodnju ključnih proizvoda. Poduzeća se odlučuju za vertikalnu integraciju kako bi proizvela neke od proizvoda jeftinije nego što ih mogu kupiti na tržištu. *Vertikalnu integraciju prema naprijed* karakterizira ulazak u industrije koje koriste, distribuiraju ili prodaju proizvode poduzeća. To je takav tip integracije kod kojeg poduzeće priključuje proizvodne faze koje slijede nakon njegove proizvodnje.¹⁸

Vertikalnom integracijom prema nazad poduzeća stječu kontrolu nad izvorom ključnih resursa, a vertikalnom integracijom prema naprijed stječu kontrolu nad distribucijskim kanalima. Na taj način poduzeća mogu izgraditi ulazne barijere za nove konkurente u industriji.

Razlozi uključivanja u ovaj tip integracija su: izgradnja barijera za ulazak konkurencije u industriju u kojoj posluju, olakšavanje ulaganja u specijaliziranu imovinu koja je usmjerena povećanju efikasnosti poslovanja, zaštita kvalitete proizvoda.

Pored ova dva tipa spajanja i preuzimanja poduzeća koja se najčešće nalaze u literaturi, često se kao dopune koriste i podjele *na konglomeratne* ili *mješovite akvizicije* i *kongenerične* ili *slične akvizicije*.¹⁹

1. Prvi oblik podrazumijeva na dijagonalna spajanja poduzeća koja nemaju odnos kupac prodavatelj, odnosno poduzeća različitih djelatnosti. Podrazumijeva povezivanje poduzeća koja osim želje za ulaskom na nova tržišta, ostvarivanjem konkurentске prednosti i profita nemaju ništa zajedničko. Razlog povezivanja je smanjenje rizika poslovanja i širenje na unosnije poslove.

¹⁸ Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija, str.717, Informator, Zagreb

¹⁹ Bertonec, A. (2006): Akvizicije str.5, Zagreb: Narodne novine d.d.

2. Drugi oblik govori o povezivanju poduzeća čije su ciljne skupine kupaca i potrošača jednake. Poduzeća koja se povezuju ne prodaju iste proizvode, ali zato koriste jednake ili slične distribucijske kanale te nastoje povećati dodanu vrijednost proizvoda ili usluge u određenom sektoru. Vezana su tehnologijom, tržištima i proizvodnim procesima.

Preuzimanja još možemo podijeliti na prijateljska i neprijateljska preuzimanja, ovisno o stavovima i preferencijama uprave poduzeća koja se preuzimaju.

2.2.2. Prijateljska i neprijateljska preuzimanja

Prijateljska preuzimanja- kod ovog tipa preuzimanja, proces se odvija neometano odnosno uprava poduzeća koje se preuzima ne opire se procesu te smatra da je preuzimanje dobar izbor za sve vlasnike poduzeća. Od poduzeća koje preuzima očekuje se da ponudi višu cijenu za dionice od one tržišne. Višak ponuđene cijene u odnosu na cijenu dionice prije preuzimanja naziva se *premija za preuzimanje* ili *akvizicijska premija*.

Neprijateljska preuzimanja- kod ovog tipa preuzimanja nije postignut dogovor između uprava dvaju poduzeća, poduzeća koje preuzima i poduzeća kojeg se preuzima, pa preuzimanje nije neometano. Uprava poduzeća koje preuzima pokušava kupiti dionice poduzeća koje se preuzima izravno od dioničara putem neprijateljske ponude.

2.3. Motivi preuzimanja

Dinamično poslovno okruženje i brzorastuća konkurencija prisiljava poduzeća na brza djelovanja i iskorištavanje poslovnih prilika. U borbi za opstanak i dominaciju na tržištu poduzećima se nude dva načina za razvitak: povećanje prodaje putem razvoja novih proizvoda ili širenje svoje distribucijske mreže i prodor na nova tržišta i drugi, brži način razvoja poduzeća je spajanje i pripajanje u kojem poduzeće dobiva nove proizvode i širi svoje tržište na nova područja.

U pozadini svake transakcije, bilo preuzimanja bilo spajanja, stoji ideja efikasnosti, čije se povećanje nastoji realizirati putem stvaranja dodatne vrijednosti u simbiotskom odnosu predmetnih društava, odnosno ostvarenjem premije povrh investirane vrijednosti. Ravenscraft i Scherer ključnim motivima smatraju sinergiju i korekciju menadžerskog neuspjeha, te kao rezultat očekuju stvaranje operativnih i financijskih sinergija.

Sinergija se definira kao ostvarivanje performansi kombiniranih poduzeća preko dostignuća koje mogu postići kao samostalna poduzeća. Drugačije rečeno sinergija podrazumijeva da će učinak preuzimanja nastale cjeline biti veći od proste sume učinaka odvojenih cjelina. Pretpostavljeno postojanje sinergije prilikom pripajanja omogućava društvu koja vrši pripajanje da podnese troškove postupka pripajanja, ali da unatoč tome još uvijek dioničarima ciljne tvrtke može isplatiti premiju za njihove dionice.

Sinergija omogućava da tvrtka nastala kombinacijom ostvari pozitivnu neto vrijednost pripajanja koju možemo označiti s NAV:²⁰

$$NAV = VAB - (VA + VB) - P - E \quad (1)$$

gdje je

VAB - kombinirana vrijednost dvije tvrtke

VB – tržišna vrijednost dionica tvrtke B

P – premija koja se plaća za tvrtku B

E – troškovi postupka pripajanja

VA – mjera vlastite vrijednosti tvrtke A

Preformulacijom ovog izraza dolazimo do novog izraza:²¹

$$NAV = [VAB - (VA + VB)] - (P + E) \quad (2)$$

Izraz u uglatim zagradama predstavlja sinergijski učinak. Sinergijski učinak mora biti veći od zbroja premije i troškova pripajanja (P+E) kako bi postupak preuzimanja bio opravdan. U skladu s ovim pravilom ne bi se smjeli prihvatiti projekti sa negativnom sadašnjom vrijednosti jer bi se time smanjila vrijednost tvrtke.

²⁰http://www.efos.unios.hr/specijalisticki-studij-financije-bankarstvo/wp-content/uploads/sites/103/2013/07/Novak_B_KF_4.ppt

²¹http://www.efos.unios.hr/specijalisticki-studij-financije-bankarstvo/wp-content/uploads/sites/103/2013/07/Novak_B_KF_4.ppt

Razlikujemo dva tipa sinergija: operativnu i finansijsku sinergiju.

Operativna sinergija se odnosi na povećanje učinkovitosti odnosno operativne ekonomije koja se događa kod horizontalnih ili vertikalnih pripajanja. Uglavnom nastaje kad se poduzeća koja se spajaju nalaze u istoj ili srodnoj industriji. Stvaranje operativnih sinergija smanjuje troškove proizvodnje i / ili distribucije, čime se povećava novčani tijek koji pripada dioničarima društva nakon spajanja.

Financijska sinergija odnosi se na mogućnost da troškovi kapitala budu smanjeni kombiniranjem dvaju ili više poduzeća. Financijske sinergije mogu uključivati veću stabilnost novčanog toka, manju vjerojatnost stečajeva, jeftiniji pristup kapitalu, unutarnje tržište kapitala te korištenje nedovoljno iskorištenih poreznih štitova.

Sinergija se ukoliko se realizira može manifestirati kroz povećanje prihoda, smanjenje troškova, smanjenje broja zaposlenih, kao ekonomija opsega(npr. veća pregovaračka moć prema dobavljačima, kroz stjecanje nove tehnologije i slično. U praksi ako se ne realiziraju u roku jedne godine, najvjerojatnije je da se neće ni realizirati.

Kao još jedan motiv preuzimanju mogu se naći i neprijateljske akvizicije koje služe za ispravljanje menadžerskog neuspjeha. Ciljaju se tvrtke s lošim performansama kako bi došlo do promjene slabog upravljanja.

2.4. Valovi spajanja i preuzimanja

Poslovna spajanja i preuzimanja su jedan od načina internacionalizacije poslovanja i ostvarivanja eksternog rasta poduzeća. Prvi put se javljaju u 19. Stoljeću u SAD-u, a od tada je zabilježeno 5 valova spajanja i preuzimanja poduzeća.

Prema Gaughanu dva su faktora utjecala na razvoj i tijek svakog pojedinog vala²²:

- Ekonomske ili tehnološke promjene
- Makroekonomsko okruženje (rast BDP-a, rast kamatnih stopa, premije na rizik kamatnih stopa, monetarna ograničenja)

²² Gaughan, P.A. (2007): Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings
JohnWiley&Sons, Hoboken, New Jersey

Prve integracije među poduzećima odvale su se 1897. Godine kao posljedica promjena u gospodarstvu kao što su tehnološki napredak i snažna ekonomska ekspanzija. Radilo se o horizontalnim spajanjima u teškoj industriji, a strateški cilj spajanja i preuzimanja bio je izbjeći prekapacitiranost i pad cijena kroz horizontalna spajanja, a glavni motiv bio je stvaranje monopola. Većina spajanja nisu rezultirala očekivanim povećanjem efikasnosti stoga dolazi do recesije a potom i sloma burze 1904. Ovaj val je poznat i pod nazivom „veliki val“²³.

Drugi val spajanja i preuzimanja započinje 1916. godine naglim gospodarskim napretkom nakon Prvog svjetskog rata te tehnološkim razvojem. Uglavnom je dolazilo do vertikalnih spajanja i stvaranja oligopola. Važnu ulogu u financiranju spajanja i preuzimanja imale su investicijske banke, što je slučaj i kod prvog vala. Drugi val završava slomom burze 1929. I početkom Velike svjetske burze.

U 60-im godinama prošlog stoljeća dolazi do brzog gospodarskog rasta, rasta cijena dionica, visokih kamatnih stopa te financijskih manipulacija. Investicijske banke gube ulogu glavnog financijera spajanja i preuzimanja, glavni izvor prihoda za ove transakcije postaje dionički kapital. Stvaraju se konglomerati, a većina kupaca poduzeća su bila manja od poduzeća koja su stjecali ili preuzimali. Treći val koji je započeo 1965. Završava 1969. Najavom mjera protiv konglomerata i donošenjem zakonskih odredbi

.Četvrti val spajanja odvio se od 1981.-1989. U prvoj polovici 80-ih godina prošlog stoljeća najveći broj poduzeća bio je zastupljen u naftnoj industriji, a u drugoj polovici u farmaceutskoj industriji. Ovaj val spajanja i pripajanja je obilježen najvećim brojem neprijateljskih spajanja i preuzimanja, a spajanja i pripajanja od strane stranih poduzeća bila su uobičajena pojava. Novi zakonski propisi i sankcije koje su na temelju njih provedene te početak Zaljevskog rata razlog su završetka četvrtog vala spajanja i preuzimanja.

Do petog vala spajanja i preuzimanja dolazi zbog ekonomskog rasta, rasta cijena dionica, tehnološkog napretka, deregulacije i globalizacije. Najčešće su spajanja i pripajanja financirana dioničkim kapitalom, a naglasak se stavlja na dugoročnu strategiju a ne na financijski dobitak. U proteku ove faze koja se odigrala u razdoblju od 1922.-2000. Došlo je

²³ Šundov M. (2016): Promjene u društvu, str.37. završni rad, EFST, Split [Internet],
Raspoloživo: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A426/datastream/PDF/view>

do konsolidacije u telekomunikacijskom i bankarskom sektoru. Usporavanje ekonomske aktivnosti i loše stanje na burzama uzrok su propasti petog vala spajanja i pripajanja.

Uz prethodno navedenih pet valova, Šundov spominje i postojanje šestog vala spajanja.

Šesti val spajanja uslijedio je već 2003. godine, kada aktivnosti spajanja i preuzimanja počinju ponovno jačati. Jeftini izvori financiranja su omogućili fondovima rizičnog kapitala povećanje aktivnosti jeftinim zaduživanjem. Ipak, za vrijeme šestog vala imovina preuzimatelja je bila manje precijenjena nego za vrijeme petog vala, kao i razlika u procjeni imovine između preuzimatelja i poduzeća-mete preuzimanja. Iz toga se može zaključiti da je šesti val većinom nastao zbog povećane likvidnosti. Završio je 2008. godine kao posljedica sloma tržišta nekretnina u SAD-u.²⁴

2.5. Metode mjerenja uspješnosti preuzimanja

U praksi se koriste tri grupe metoda za mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere:²⁵

1. prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica,
2. na temelju računovodstvenih i financijskih podataka i
3. izračunom ekonomske dodane vrijednosti

2.5.1. Prinos dioničara na temelju kretanja cijena dionica

Prinos ili povrat dioničara je najčešće korištena metoda mjerenja uspješnosti preuzimanja. Odnosi se na tržišnu vrijednost poduzeća i računa se iz prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijena dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju. Točnost izračuna ovisi o tome odražavaju li cijene dionica stvarnu vrijednost poduzeća, tj. vlastitog kapitala, odnosno jesu li financijska tržišta učinkovita ili ne.

²⁴ Šundov M. (2016): Promjene u društvu, str.37. završni rad, EFST, Split [Internet], Raspoloživo: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A426/datastream/PDF/view>

²⁵ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011.): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik, str. 11

Opća formula je:

$$r_{a,t} = (P_{a,t-n} + D_{a,t}) / (P_{a,t-n}) \quad (3)$$

gdje je

r = prinos dionice u razdoblju t,

P = cijena dionice u trenutku t,

P-n = cijena dionice u trenutku t-n i

D = dividenda u razdoblju t.

2.5.2. Uspješnost na temelju računovodstvenih i financijskih podataka

Metode uspješnosti preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i preuzimanja te su usredotočene na rezultate poduzeća. Operativni rezultat trebao bi biti točan pokazatelj uspješnosti poslovanja neovisno o kretanju cijene dionica.

Ova se metoda bazira na izračunu operativnog novčanog toka prije poreza. Operativni novčani tok prije poreza je zbroj operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza i jednak je operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju (EBITDA). Prednost korištenja operativnog novčanog toka prije poreza u odnosu na druge računovodstvene i financijske podatke (na primjer neto dobit) što na njega ne utječe računovodstveni tretman amortizacije ili neoperativne aktivnosti (kamate i porezi).

Obično se u praksi ne koristi EBITDA u apsolutnom iznosu, već se koristi u omjeru prema knjigovodstvenoj vrijednosti ili prodaji, tj. u obliku multiplikatora, kako bi se neutralizirao utjecaj razlika u veličini između kompanija:

- Multiplikator 1.) EBITDA / BV (Book value – knjigovodstvena vrijednost)
- Multiplikator 2.) EBITDA / S (Sales – prodaja)

Prvi multiplikator pokazuje koliko efikasno poduzeće koristi svoj kapital da bi generiralo novčana sredstva, a drugi multiplikator pokazuje koliko novčanih jedinica generira jedna novčana jedinica prodaje.²⁶

Kritika ove metode je to što ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti dioničara jer ignorira trošak kapitala, tj. ne uzima u obzir oportunitetni trošak. S druge strane računovodstvenim podacima se lako upravlja stoga ne pružaju stopostotnu sigurnost u točnost.

2.5.3. Izračun ekonomske vrijednosti

Uzimajući u obzir kritike prethodno navedene metode uvodi se alternativna metodu kojom se uspješnost spajanja i preuzimanja mjeri izračunom Ekonomski dodane vrijednosti . Ekonomski dodana vrijednost ili EVA je procijenjena realna dobit za promatranu godinu, te se znatno razlikuje od računovodstvene dobiti. Predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženog kapitala. Ekonomski dodana vrijednost ispravlja pogrešku računovodstvene dobiti, oduzimajući trošak kapitala prilikom izračuna neto dobiti. Također, EVA u obzir uzima i rizik investicije koji se uračunava u trošak kapitala.

$$\begin{aligned} \text{Ekonomska dodana vrijednost} &= (\text{Povrat na uloženi kapital} - \text{trošak kapitala}) \times (\text{Uloženi kapital} = \\ &\quad \text{Operativna dobit poslije poreza} - (\text{Trošak kapitala}) \times (\text{Uloženi kapital}) \end{aligned} \quad ^{27}$$

(3)

²⁶ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011.): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik, str. 12.-13.

²⁷ Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011.): „Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji“, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik, str. 12.-13.

3. INA D.D.

3.1. Profil kompanije i temeljne djelatnosti

INA-Industrija nafte, d.d. dioničko je društvo u vlasništvu mađarske naftne kompanije MOL Nyrt (49,08%), Republike Hrvatske (44,84%) i institucionalnih i privatnih investitora (6,08%).²⁸

Tablica 1. Struktura dioničara poduzeća Ina d.d. na dan 31. prosinca 2018

<u>MOL</u>	4.908.207.
<u>Vlada RH</u>	4.483.552
<u>Privatni i institucionalni investitori</u>	608.241
<u>Ukupno</u>	10.000.000

Izvor: konstrukcija autorice prema podacima na : <https://www.ina.hr/investitori/struktura-dionicara>

Temeljni kapital INE iznosi 9.000.000.000 kn, a razdijeljen je na 10.000.000 redovnih dionica nominalne vrijednosti jedne dionice 900,00 kn, od kojih svaka redovna dionica daje pravo na jedan glas i pravo na dividendu²⁹ Ina d.d.- redovne dionice simbola INA-R-A od 1.12. 2006. Godine kotiraju na Zagrebačkoj burzi. U vrijeme izrade rada, 2. rujna 2020., cijena dionice je iznosila 2.900,00 kn.

INA grupa, sa sjedištem u Zagrebu, se sastoji od ovisnih društava koji su u potpunom ili djelomičnom vlasništvu INA d.d. (INA Matica) te zajednički upravljana društva koja uglavnom djeluju u Republici Hrvatskoj. Strana ovisna društva uključuju brojna trgovačka društva koja uglavnom djeluju kao distributeri proizvoda INA Grupe, kao i predstavništva na dotičnim tržištima.

²⁸Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2018. godinu (str.22) [Internet] dostupno na : <https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2019//AFS%202018%20INA%20Group%20and%20INA%20dd%20HRV.pdf>

²⁹<https://www.ina.hr/>

Tablica 2. INA GRUPA

		TVRTKE	U
<u>INA MATICA</u>	<u>TVRTKE U HRVATSKOJ</u>	<u>INOZEMSTVU</u>	
- Istraživanje i proizvodnja nafte i plina - Rafinerije i marketing - Usluge kupcima i maloprodaja	- CROSCO, naftni servisi, d.o.o. - STSI, Integrirani tehnički servisi d.o.o. - INA MAZIVA d.o.o. - Hostin d.o.o. - Top Računovodstvo Servisi d.o.o. - INA Maloprodajni servisi d.o.o. - Plavi tim d.o.o. - INA Jadran d.o.o.	- INA Slovenija d.o.o. Ljubljana - INA BH d.d. Sarajevo - INA d.o.o. Beograd - INA-Crna Gora d.o.o. Podgorica - Holdina d.o.o. Sarajevo - Adriagas S.r.l. Milano - Energopetrol d.d.	

Izvor: konstrukcija autora prema : <https://www.ina.hr/o-kompaniji/ina-grupa/25>

Osnovne djelatnosti Ine d.d. i njenih ovisnih društava su :³⁰

- (i) istraživanje i proizvodnja nafte i plina, prvenstveno u Hrvatskoj, u kopnenom dijelu i u podmorju i osim toga INA, d.d. ima koncesije i u inozemstvu: u Angoli i Egiptu;
- (ii) uvoz prirodnog plina i prodaja uvoznog i domaćeg prirodnog plina do industrijskih potrošača i gradskih plinara;
- (iii) prerada nafte i proizvodnja derivata u rafinerijama u Rijeci (Urinj) i Sisku, te u Zagrebu proizvodnja maziva;
- (iv) prodaja goriva i popratnih proizvoda preko maloprodajnog lanca s 500 maloprodajnih mjesta na dan 31. prosinca 2018. godine (384 diljem Hrvatske te 116 izvan Hrvatske);

³⁰ Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2018. godinu (str.22) [Internet] dostupno na : <https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/objave/2019//AFS%202018%20INA%20Group%20and%20INA%20dd%20HRV.pdf>

- (v) trgovina naftnim derivatima preko mreže inozemnih ovisnih društava i predstavništava, uglavnom u Sarajevu, Ljubljani i Podgorici,
- (vi) pružanje usluga povezanih s vađenjem nafte iz kopnenog dijela i podmorja preko ovisnog društva za tehnološke usluge i usluge bušenja Crosco d.o.o.

Ina teži integraciji gospodarskih, okolišnih i društvenih čimbenika u svakodnevno poslovanje, nastojeći energiju učiniti dostupnom, želi biti pokretač društvenog i gospodarskog razvoja, vodeći brigu o ljudima i okolišu, njegujući odgovorno poslovanje i lokalna partnerstva.³¹ Također je usmjerena na održivi razvoj, i na očuvanje zdravlja i sigurnosti svih dionika zajednice. Kompanija kao svoju misiju ističe usmjerenost na stvaranje veće vrijednosti potrošačima kroz stalna unaprjeđenja poslovanja i kvalitete proizvoda.

Na službenim stranicama kompanije se ističu četiri temeljne vrijednosti na kojima se temelje svakodnevni postupci i koji pomažu u donošenju poslovnih odluka te stvaranju odgovarajuće korporativne kulture INA Grupe. Te vrijednosti su: ljudi, kupci, odgovornost i agilnost.

3 su temeljne djelatnosti u Ininom opusu poslovanja: ***Istraživanje i proizvodnja nafte i plina, Rafinerije i marketing te Usluge kupcima i maloprodaja.***

1. **Istraživanje i proizvodnja nafte i plina** podrazumijeva istraživanje, razradu i proizvodnju nafte i prirodnog plina u Hrvatskoj i inozemstvu, Egiptu i Angoli. Od početaka do danas opremljeno je i pušteno u rad 45 naftnih i 30 plinskih polja, izrađeno oko 4.500 istražnih i razradnih bušotina ukupne dubine oko sedam milijuna metara, oko 1.200 proizvodnih bušotina s više od 4.000 kilometara cjevovoda. U RH je trenutno jedina kompanija sa potrebnom opremom, iskustvom i znanjem za proširenje ovih aktivnosti. Od aktivnosti u zemlji ističe se djelovanjem na Sjevernom Jadranu gdje je istraživanje započelo početkom 90ih a proizvodnja krajem 90ih godina prošlog stoljeća. U 2016. u Međimurju su se privela proizvodnji dva plinska polja, Vučkovec i Zebanec, a u 2017. S proizvodnjom se krenulo i na eksploatacijskom polju Vukanovec. Ovim je projektom na prostoru Međimurja nakon 25 godina stanke

³¹ <https://www.ina.hr/>

ponovno započela proizvodnja ugljikovodika. Jedan od najvažnijih ININIH ulagačkih projekata u kontinentalnoj hrvatskoj je zasigurno EOR projekt (EOR- enhanced oil recovery). Cilj projekta je pridobivanje dodatnih količina ugljikovodika na eksploatacijskim poljima Žutica i Ivanić, na zemljištu u katastarskim općinama Ivanić Grad, Šarampov, Posavski Bregi, Topolje i Hrastilnica. Projekt uključuje naizmjenično utiskivanje ugljičnog dioksida i vode u djelomično iscrpljena naftna ležišta čime bi se trebao povećati tlak u ležištima. Utiskivanjem velikih količina ugljikovog dioksida u ležišta se smanjuje njegova emisija u zrak pa je ovaj projekt i ekološki prihvatljiv.

2. **Rafinerije i marketing.** Ina d.d. posjeduje dvije rafinerije, U Sisku i Rijeci, u kojima se odvija proizvodnja po europskim standardima. Rafinerijski proizvodi obuhvaćaju EURO V kvalitetu motornih goriva, benzina i dizela, mlazno gorivo, primarni benzin, benzen koncentrat, loživo ulje za grijanje, nekoliko gradacija loživih ulja, sumpor, bitumen te zeleni naftni koks. Inina osnovna tržišta su RH i BiH, ali svoje proizvode također izvozi u Sloveniju, Srbiju, Albaniju, Mađarsku, Italiju te na Mediteran. INA navodi kako je srednjoročni cilj ove djelatnosti „jačanje sinergije i fleksibilnosti kroz povećanje logističke povezanosti kao i daljnje unaprjeđenje konkurentnosti Rafinerije nafte Rijeka kroz povećanje energetske učinkovitosti, organizacijske konkurentnosti, operativne raspoloživosti i poboljšanje sposobnosti konverzije kroz planirano ulaganje u postrojenje za konverziju teških ostataka.”³²
3. **Usluge kupcima i maloprodaja.** Ova djelatnost upravlja mrežom od 500 maloprodajnih mjesta kako u RH tako u susjednim zemljama, BiH, Sloveniji i Crnoj Gori. Kako Ina konstantno unaprjeđuje svoje maloprodajne kanale tako se na njima pored osnovnih proizvoda kompanije može naći roba široke potrošnje. Također na pojedinim postajama se nude i različite usluge prilagođene zahtjevima kupaca, kao što su autopraonice, barovi i restorani.

Od osnutka do danas Ina ulaže u usavršavanje i unaprjeđenje kvalitete proizvoda kako bi zadržala postojeće te privukla nove korisnike. Kroz pomno osmišljene maloprodaju i veleprodaju krajnjim korisnicima se isporučuju visoko kvalitetni proizvodi proizvedeni po europskim standardima. INA se diči dvama kategorijama proizvoda EURO V i aditivirana INA Class goriva za koja tvrde da poboljšava vozna svojstva automobila i čuvaju okoliš.

³² <https://www.ina.hr/o-kompaniji/temeljne-djelatnosti/rafinerije-i-marketing/29>

Uz motorna goriva u ponudi su i različite vrste ulja i maziva, UNP (plin u bocama) i loživa ulja.

3.2. Povijest Ine d.d.

INA je osnovana 1. siječnja 1964. spajanjem Naftaplina Zagreb, čiji sastav su činili Proizvodnja nafte Gojlo, Proizvodnja nafte Šumečani, Poduzeće za elektrokarotazna mjerenja Zagreb i Materijalni servis Glavne direkcije za naftu i plin Zagreb, sa Rafinerijom nafte Rijeka i Rafinerijom nafte Sisak. Prvih dana djeluje pod nazivom Kombinat nafte i plina, a 31. prosinca iste godine dobiva današnje ime.

Pleše (2013) navodi objašnjenje Petra Flekovića nekadašnjeg predsjednika Poslovnog odbora INA-e o tome kako je osnovana INA; „Tijekom 1963. tadašnji savezni ministar privrede Svetozar Vukmanović Tempo gurao je ideju da se sve republičke tvrtke koje su se bavile naftom objedine u zajedničko poduzeće Jugonaftu. U tadašnjem rukovodstvu Hrvatske smatralo se da se ne smije sve centralizirati i da Hrvatska mora imati vlastitu naftnu organizaciju. Kako je ideja o centralizaciji i zajedničkoj tvrtki propala zbog protivljenja Hrvatske, Mika Špiljak, tadašnji predsjednik Izvršnog vijeća, kako se zvala vlada, i tadašnji predsjednik Privredne komore Hrvatske Ivan Buković odlučili su povezati Naftaplin, koji se bavio vađenjem nafte, nekoliko Petrola koji su se bavili distribucijom naftnih proizvoda te rafinerije u Sisku i Rijeci u jedan organizacijski sustav. I tako je 1. siječnja 1964. osnovana Industrija nafte Ina.“

Potkraj 1964 dijelom Ine postaje Trgovina, a 1966. godine i Rafinerija Lendava. Proces je nastavljen pa INA s vremenom izrasta u tvrtku koja uključuje Rafineriju nafte Zagreb, Tvornicu mineralnih gnojiva u Kutini, Petronaftu Solin, Naftovod Opatovac – Bosanski Brod, Inženjering Zagreb, petrokemijske tvornice OKI Zagreb i DINA Omišalj.

Bivši generalni direktor INE , Petar Fleković, svjedoči kako je od osnutka pa do 90ih godina prošlog stoljeća INA izrasla u najveću naftnu kompaniju u Jugoslaviji. U INI je radilo približno 32.000 radnika , a ukupni ostvareni prihod kompanije činio je čak deset posto sveukupnog gospodarstva RH. Do 1990. godine INA je proizvela 85 milijuna tona sirove nafte i 20 milijardi kubičnih metara plina. 1988. godine ostvarena je najveća proizvodnja ekvivalentne nafte u Ininoj povijesti u iznosu od 3,4 milijuna tona nafte i 2,1, milijarda prostornih metara plina. U tom razdoblju INA je imala 30 naftnih i 20 plinskih polja. Fleković dalje navodi kako je rezultat brojnih investicija od strane kompanije rezultirao dugom od

približno milijardu dolara, koji je činio čak jednu četvrtinu ukupnog hrvatskog duga 1990. INA d.d. kao jaka naftna kompanija je uspješno vraćala svoje dugove sve do 1982. godine kada dolazi do kraha deviznog tržišta. INA je imala gotovog novca ali ne i deviza, odnosno nije imala dolara kojima bi kupovala naftu. Tako se INA našla u problemima jer nije bila u mogućnosti proizvesti dovoljnu količinu nafte za nesmetano funkcioniranje tržišta, a nije imala devize za uvoz nafte. INA je godišnje proizvodila 2-3 milijuna tona nafte a isti taj iznos morala je i kupovati. Nedostatak nafte doveo je do obustave rada aerodroma u Zagrebu, Sarajevu i Beogradu a uvelo se i pravilo vožnje automobila par- nepar. Odlukom vlade PBZ se zadužila u inozemstvu te kupila naftu i benzin.³³

Kako Pleše (2013.) navodi bio je to sustav od 13 snažnih samostalnih poduzeća koja su više vodila vlastitu, a manje zajedničku politiku. Bilo je to istodobno i doba teške ekonomske krize, a u Hrvatskoj se u to vrijeme realizirao golem broj velikih investicijskih projekata, od kojih je čak 40 posto otpadalo na Inu. Ulagali smo u rafinerije, petrokemiju, naftovod. Zajedno s američkom kompanijom Dow Chemical 27 završavala se gradnja Dine na Krku i postrojenja Diokija na Žitnjaku. U pogon su ulazila plinska polja MOLve 1 i 2, radilo se na poljima Kalinovac i Starigrad, u završnu fazu ušla je gradnja spremišta plina Okoli, gdje smo tijekom ljeta skladištili plin koji nam je trebao zimi, s proizvodnjom je krenula Petrokemija Kutina, a već je bio u funkciji Janaf, naftovod neprocjenjive vrijednosti. Nabavljena je plutajuća platforma Zagreb za istraživanje nafte u jadranskom podmorju, u Rotterdamu se gradila platforma Panon, a u brodogradilištu Kraljevica, uz pomoć brodogradilišta Uljanik, 3. maj i Brodogradilišta Split dovršavala se platforma Labin. Najveći dio tih projekata bio je u završnoj fazi, ali je tada počinjala kriza i počeo se osjećati nedostatak novca“.

Za vrijeme Domovinskog rata u Ini dolazi do prilagodbe ratnim uvjetima s tim da redovita proizvodnja ni razvojni projekti nisu prekidani, a u organizaciji dolazi do restrukturiranja i suradnje s inozemnim investitorima.

Promjene se događaju i u vlasničkoj strukturi. 1990. Ina prelazi pod državno vlasništvo, a već 1993. postaje dioničko društvo kada kupnjom 25 % plus jedne dionice Inin strateški partner postaje MOL. Ta početna faza privatizacije završava 2003. godine. Od 2006. godine Inine dionice su izlistane na Zagrebačkoj burzi i prodane su privatnim i institucionalnim investitorima i to u iznosu od 17%.

³³ <https://www.jutarnji.hr/vijesti/petar-flekovic-kako-smo-stvorili-najmocniju-naftnu-kompaniju-u-ovom-dijelu-europe...i-kako-je-zavrсила-kao-podružnica-MOL-a/898963/>

3.2.1 Ina d.d. u državnom vlasništvu

Uspješnost Inina poslovanja potvrđuje činjenica da je Ina godinama zauzimala vodeće mjesto u državi po poslovnim rezultatima. Ina je 1990. godine tako već 17. Put bila najveća tvrtka u tadašnjoj državi sa milijun tona proizvedene nafte, 400 000 tona kondenzata, te temeljem koncesijskog ugovora iz Angole je dobiveno 200 000 tona nafte. Proizvedeno je 2,7 milijardi prostornih metara plina. Iza sebe je ostavila brojne moćne kompanije poput novosadskog Naftagasa i sarajevskog Energoinvesta. Tadašnja Zajednica poduzeća je brojila 36 000 zaposlenih.

Kako su početkom 90ih godina dvadesetog stoljeća tenzije u SFRJ rasle, te zbog velikosrpskih aspiracija za prevlašću oformljen je Višestranački Hrvatski sabor koji je 5. listopada 1990. donio **Zakon o osnivanju javnog poduzeća INA- Industrija nafte** kako bi se Ina sačuvala. Ovim činom prestala je pravna osobnost poduzeća, a sva prava i obveze su prenijete na javno poduzeće. U sastav INA-e ušlo je 15 bivših poduzeća i to: INA - Naftaplin Zagreb, INA - Rafinerija nafte Rijeka, INA - Rafinerija nafte Sisak, INA - Rafinerija Zagreb, INA – Organsko - kemijska industrija Zagreb, DINA - Petrokemija Omišalj, INA - Petrokemija Kutina, INA - Projekt Zagreb, INA - Specijalna oprema Zagreb, INA - INFO Zagreb, INA - Razvoji i istraživanje Zagreb, INA - Trgovina Zagreb, INA - Commerce Zagreb, INA - Tours Zagreb, INA - Zajednica poduzeća Zagreb.³⁴ Sva sredstva spomenutih poduzeća utvrđena bilancom stanja 30. rujna 1990. g. postala su sredstva nove INA-e i prenesena su u državno vlasništvo. Ovime je RH postala potpunim vlasnikom INA-e i takva će ostati do 2003. godine.

Kao državno poduzeće INA se za vrijeme Domovinskog rata prilagodila ratnim uvjetima . Podatak preuzet sa glavne Inine stranice govori da je od 36 000 zaposlenih čak 6 500 završilo u postrojbama Hrvatske vojske, te da je 100 zaposlenika poginulo a 360 teško stradalo. Hozler (2005) objašnjava kako je INA podnijela svakovrsne terete rata, a ratne štete su u tome velike. Prema njemu: „Najveće štete ratnim djelovanjem pretrpjela je Rafinerija nafte Sisak. Znatno su manje štete bile na postrojenjima naftnih polja u istočnoj Slavoniji, na JUN sadašnjem Jadranskom naftovodu, skraćeno-JANAF-u, Petrokemiji u Kutini te manje štete na benzinskim postajama i sl. Važno je naglasiti kako je RNS uz položaj na prvoj crti bojišnice i

³⁴ Holzer, B. (2005): Kako je privatizirana INA,(33. Str.) [Internet], raspoloživo na : <https://www.yumpu.com/en/document/read/54232751/hrvatska-pretvorbena-akcija-kako-je-privatizirana-ina-branko-holzer>

uz česta granatiranja stalno bila u proizvodnom stanju i proizvodila robe od važnosti za ratovanje. Spomenute ratne štete, odljev radnika, nestanak velikog dijela tržišta za proizvode iz INA-e na bivšem jugot tržištu, i druge okolnosti zahtijevale su restrukturiranje radnih procesa, organizaciju proizvodnje i proizvoda, i mnoge druge promjene u INA-i. Prethodna pretvorba koja je provedena prema navedenim zakonima bila je formalna, kao po određenome dekretu. Stvarna pretvorba, potrebno sveopće i nastupajuće restrukturiranje INA-e započelo je „samo od sebe“.³⁵

1993. godine donesen *je Zakon o prestanku važenja Zakona o osnivanju javnog poduzeća INA- Industrija nafte* kojim je propisano preoblikovanje INA-e u dioničko društvo s 10 milijuna dionica. Ovim zakonom državi je dana ovlast da proda 25% plus jednu dionicu te da propiše uvjete i način prodaje tih dionica.

3.2.2. Ina d.d. kao dioničko društvo

Zakonom o privatizaciji iz 1996. dolazi do određenih izmjena prijašnjih zakona. Izmjena se odnosi na zabranu kupnje beneficiranih dionica od strane radnika i umirovljenika 7 državnih poduzeća, među kojima je i INA d.d. Naime, Zakonom o pretvorbi društvenih poduzeća iz 1991. godine propisano je da pretvorbom vlasništvo nad poduzećem mogu steći zaposlenici i ranije zaposleni i to do 50% procijenjene vrijednosti poduzeća. Također, zaposlenici su imali i beneficije od 20% osnovnog popusta i 1% popusta za svaku godinu radnog staža, što je zakonom iz 1996. ukinuto. Zakonom o privatizaciji je propisano kako će se privatizacija velikih poduzeća u vlasništvu RH provoditi prema posebnim zakonima, što vrijedi za sedam velikih državnih poduzeća. Do danas su donijeti posebni zakoni za HT, INA-u i HEP.

Zakon o privatizaciji INA-e izglasan je 19. Ožujka 2002. godine od strane Hrvatskog sabora. RH ovim zakonom ima na raspolaganju 25% plus jednu dionicu na prodaju, također zadržava pravo na određivanje redoslijeda i dinamike privatizacije. Neke od najbitnijih odredaba privatizacije su³⁶:

³⁵ Holzer, B. (2005): Kako je privatizirana INA (39.- 40.str), [Internet], raspoloživo na: <https://www.yumpu.com/en/document/read/54232751/hrvatska-pretvorbeno-akcija-kako-je-privatizirana-ina-branko-holzer>

³⁶ Holzer, B. (2005): Kako je privatizirana INA (36.str) [Internet], raspoloživo na : <https://www.yumpu.com/en/document/read/54232751/hrvatska-pretvorbeno-akcija-kako-je-privatizirana-ina-branko-holzer>

- prijenos bez naknade 7 posto dionica hrvatskim braniteljima i članovima njihovih obitelji. Također je propisano osnivanje posebnog fonda u koji će dionice biti prenijete s pripadajućim pravima i dospjelom dividendom.
- prodaja do najviše 7 posto dionica zaposlenicima i ranije zaposlenima u društvima koja čine INA grupu u posebnim pogodnostima koje će utvrditi Vlada RH,
- prodaja do najviše 25 posto plus jedna dionica strateškom ulagatelju,
- prodaja najmanje 15 posto dionica u postupku javne ponude.

Holzer također navodi napomenu da se postotci dionica u Zakonu, ali samo za 7% radničkih i 7% braniteljskih , utvrđuju u odnosu na temeljni kapital INA-e d.d. prije pokretanja privatizacije. Zatim će vlada RH donijeti uvjete prodaje dionica u posebnim pogodnostima za zaposlenike.

18. travnja 2002. Vlada RH je donio Odluku o redoslijedu i privatizaciji INA-e – Industrije nafte za koju je Hrvatski sabor dao suglasnost. Odluka navodi da će hrvatskim braniteljima 7% dionica biti prenijeto u Fond Hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji u roku od osam dana od osnivanja tog fonda. Osim toga branitelji imaju i pravo na dividendu iz tih dionica nakon prijenosa u fond. Dalje se navodi kako prodaja zaposlenicima započinje 30 dana nakon prve prodaje dionica javnom ponudom. Prodaja dionica javnom ponudom započet će šest mjeseci nakon završetka prodaje strateškom ulagatelju, a to je nakon 10. studenog 2003. godine. Međutim Vlada RH je već dva puta odgodila nastavak prodaje dionica INA-e, 2004. I 2005. godine.

3.2.3. Ina d.d. u fazi preuzimanja

Kronologija prodaje dionica Ine započinje u srpnju 2003. godine kada je na temelju javnog natječaja Hrvatska vlada za 505 milijuna USD prodala 25% plus jednu dionicu Ine mađarskom MOL-u, čime započinje strateško partnerstvo Ine i MOL-a. Transakcija je provedena 10. studenog 2003. nakon očitovanja agencija za zaštitu tržišnog natjecanja Mađarske, Hrvatske i Slovenije . Među kompanijama su potpisana 2 ugovora, ugovor o kupoprodaji dionica i dioničarski ugovor, prema kojem Uprava i Nadzorni odbor imaju po sedam članova, od kojih po 5 bira hrvatska strana, a po 2 MOL. Ovim putem MOL je u

upravi Ine birao financijskog direktora i direktora korporativnih servisa. Potpisivanje ovih ugovora za mađarski naftnu kompaniju označava ulaganje u Inu i modernizaciju njenih rafinerija.. Nadalje ugovorom se podrazumijeva i odricanja dvaju vlasnika od dividende naredne 3 godine.

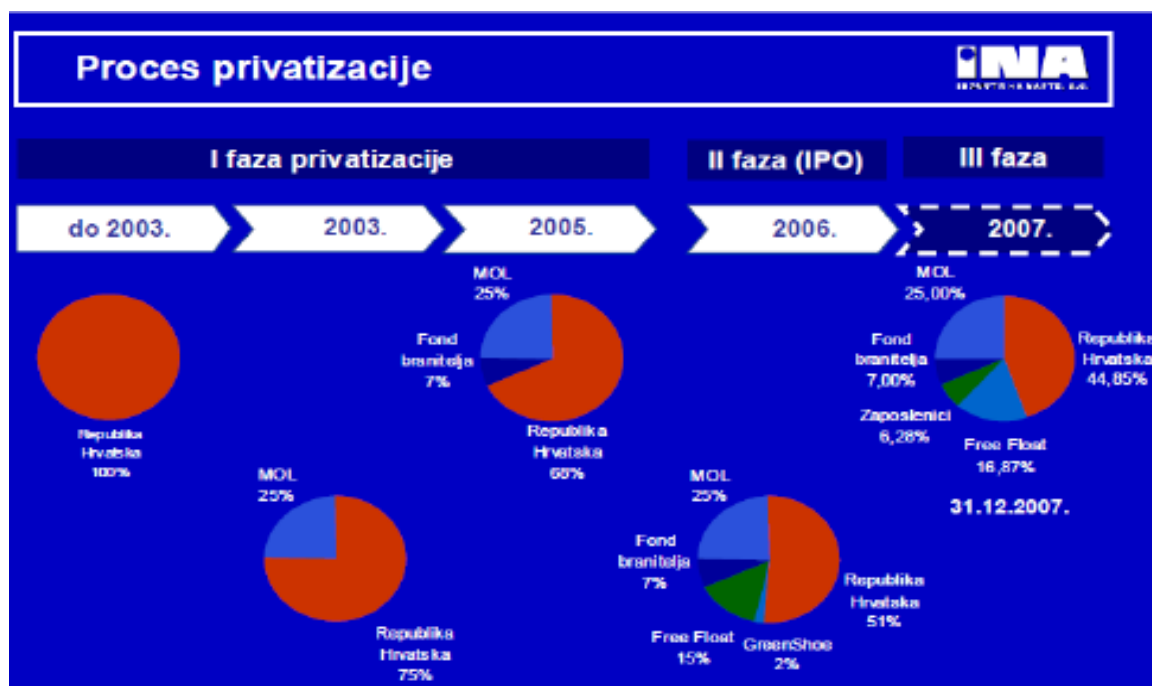
Ininim preuzimanjem MOL, zajedno sa strateškim partnerima Slovnaftom i TVK-om postaje vodeća regionalna integrirana naftna kompanija. Vizija MOL-a je tržišno pozicioniranje od Baltika do Jadrana, što znači pozicioniranje na tržištu od najmanje 120 milijuna potrošača. Njegovom realizacijom on bi znatno poboljšao performanse i Ini i MOL-u, prvenstveno kroz povećano tržište i indeks downstream integracije. Ovo partnerstvo pomoći će Ini da osnaži svoj položaj u regiji te ostvari druge pogodnosti. Daljim razvojem partnerstva iskoristit će se sinergija poslovnih procesa, doći će do usklađivanja kompanijskih kultura i uspostave novih komunikacijskih kanala, čime će se iskoristiti specijalizacije svake kompanije. Stvorena sinergija kroz koordinaciju marketinških aktivnosti, razmjenu znanja i iskustava te provedbu zajedničkih projekata pomoći će ostvarivanju poslovnih ciljeva obje kompanije na regionalnom tržištu nafte, plina i derivata.³⁷

U godinama koje slijede nakon udruživanja dviju naftnih kompanija očekuju se pozitivni sinergijski učinci, očekuje se usklađivanje kompanijskih kultura i uspostava novih komunikacijskih kanala, čime će se iskoristiti specijalizacije svake kompanije u određenom području. Ina zajedno sa svojim novim strateškim partnerom ulaže napore u poboljšanje poslovnih tako i financijskih rezultata. Ulaže se u modernizaciju rafinerija kako bi Ina proizvodila naftne derivate prema najvišim europskim normama, na taj način bi se ujedno trebala reducirati i štetna emisija u zrak a samim time bi se doprinijelo zaštiti okoliša. Odluka o trogodišnjem odricanju od dividendi omogućila je reinvestiranja u Inu u vrijednosti višoj od 400 milijuna USD. Uvidom u Inina godišnja izvješća dolazi se do iscrpnih podataka o poslovnim rezultatima INA- grupe i Ine kao dioničkog društva u godinama nakon preuzimanja od strane MOL-a koji će se razmatrati u empirijskom dijelu ovog rada i koji će se usporediti sa poslovanjem u godini prije prve faze privatizacije.

Daljnja podjela dionica naftne kompanije Ina d.d. odvija se 2005. godine kada je odlukom Vlade, a uz suglasnost Hrvatskog Sabora 12. listopada 7% (700 000) dionica Ine prebačeno

³⁷ Ina d.d. Financijsko izvješće za 2003. godinu (str. 44.) [Internet] dostupno na : <https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/ina-god-izvj2003.pdf>

na Fond hrvatskih branitelja iz domovinskog rata i članova njihove obitelji bez naknade.³⁸ 2006. godine Ina je izvršila inicijalnu javnu ponudu 17% (1 700 000) dionica, te su one izlistane na Zagrebačkoj i Londonskoj burzi. 2007. godine Ina nastavlja sa prodajom dionica, pa je tako 6,29 % dionica od ukupnog broja prodano sadašnjim i bivšim zaposlenicima. Udio RH u Ini ovim činom pada ispod 50% te on 2007. godine iznosi 44,85%.



Slika 4. Udio RH u INA-I do 2007.

Izvor: www.ina.hr

Iz slike koja prati kronologiju rasipanja dionica Ine vidi se da je RH do 2003. u svom vlasništvu imala 100% dionica, a od 2003. 75% u korist mađarskog MOL-a. Prebacivanjem dionica u Fond hrvatskih branitelja, 2005., RH posjeduje 69% dionica, 2006. 51% dionica što je još kratko čini većinskim dioničarem Ine jer već 2007. godine zbog velike zainteresiranosti zaposlenih, njih 28 000 koji su kupili otprilike 628 000 dionica, taj udio pao na 44,85%.

Kako je 2007. godine udio Vlade RH u dionicama Ine pao ispod 50% započeli su novi pregovori Vlade i MOL-a o definiranju novih odnosa. Naime, predsjednik Uprave Ine dr. sc.

1. ³⁸ Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2005. godinu, (str. 44); [Internet], raspoloživo na: https://ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/INA_GI_2005.pdf

Tomislav Dragičević navodi kako su svi ugovori sa strateškim partnerom na snazi sve dok Vlada u Ini ima više od 50% vlasništva, a kada državni udio padne ispod tog iznosa pregovara se o novim odnosima.

Tijekom 2008. godine još se jednom mijenja vlasnička struktura Ine kada je MOL, strateški partner Ine od 2003. godine, 2. rujna uputio dobrovoljnu ponudu za preuzimanje dionica koje su bile u posjedu malih dioničara i fondova. Nakon prihvatanja ponude 17. listopada 2008. MOL postaje najveći dioničar sa 47,16% dionica.

U petogodišnjem razdoblju strateškog partnerstva između Ine i MOL-a, prema podacima dostupnim u godišnjim financijskim izvješćima dostupnim na glavnoj Ininoj stranici Ina je relativno uspješno poslovala. Prva godina partnerstva je obilježena radom na realizaciji projekata na hrvatsko-mađarskoj granici. Ina je također razmatrala otvaranje novog uvoznog pravca za prirodni plin kroz Mađarsku. Obilježena je i rastom cijene nafte u odnosu na 2003. godinu za 32,7%. Uveden je i novi financijski model kojim je razgraničena maloprodaja i veleprodaja. 2005. nije bila ništa manje uspješna. Dvije naftne kompanije su zajedno pokrenule dva nova projekta. Prvi, SAP projekt, za cilj je imao omogućiti veću transparentnost poslovanja i učinkovitost u svim aktivnostima. Drugi, OPTINA projekt, uključuje optimalizaciju procesa u svim Ininim segmentima djelatnosti. Započelo se na modernizaciji rafinerija u Sisku i Rijeci za što je izdvojeno oko 4,5 milijarde kuna. Namjera ovog projekta je svrstati Inu u red tehnološki naprednijih prerađivača nafte u regiji. U rujnu 2006. konzorcij INA/MOL (50% INA i 50% MOL) potpisao je s Vladom Bosne i Hercegovine i Energopetrolom Ugovor o dokapitalizaciji za stjecanje 67% udjela u Energopetrolu. U 2007. konzorcij je preuzeo upravljanje navedenom tvrtkom, koja je vodeća na maloprodajnom tržištu naftnih derivata Bosne i Hercegovine. Iste godine Na hrvatsko-mađarskoj granici MOL i Ina zajednički su otkrili novo plinsko polje na prospektu Zalata. Nakon tog uspješnog istraženog pothvata, partneri su potpisali novi ugovor o zajedničkom istraživanju na drugom istražnom području uz granicu - Novi Gradac – Potony.

2009. godine je potpisan dodatak dioničarskom ugovoru između naftnih kompanija. Ovim dodatkom MOL stječe operativnu kontrolu u Ini d.d., odnosno dodatkom stječe pravo delegiranja 5 od 9 članova Nadzornog odbora te 3 od 6 članova Uprave, uključujući predsjednika Uprave. Vlada RH zadržava pravo veta na pitanja opskrbe energije u RH i pitanja vezana za imovinu Ine d.d.

4. UTJECAJ PREUZIMANJA NA POSLOVANJE INE D.D.

4.1. Metodologija istraživanja

U ovom dijelu rada istražit će se nekoliko važnih stavki i hipoteza kako bi prikazali stvarno stanje Ine, odnosno razliku prije i nakon preuzimanja od strane MOL-a.

Cilj ovog rada i istraživanja jest, da se utvrdi razlika stanja u Ina kompaniji prije i nakon preuzimanja, odnosno da se iskaže kroz brojčane podatke poslovanja je li Ina profitirala od ove vrste transakcije. Istraživanje provedeno dalje u radu temelji se na podacima preuzetim iz Godišnjih konsolidiranih Financijskih izvještaja u razdoblju od 2002. kako bi se prikazalo kako je Ina poslovala prije preuzimanja od mađarskog MOL-a, te razdoblje od 2004. Do 2008. Godine. Želi se postići utvrđivanje kroz dvije hipoteze da li je preuzimanje utjecalo negativno ili pozitivno kada se gleda ukupni rezultat poslovanja.

Postavljene hipoteze koje će se razmatrati dalje u radu su označene sa H1 i H2 i glase:

H1... preuzeto poduzeće u vremenu nakon preuzimanja posluje profitabilnije i učinkovitije na
H2....preuzeto poduzeće u vremenu nakon preuzimanja povećava svoj tržišni udio i tržišnu moć na domaćem tržištu

Postavljene hipoteze će se potkrijepiti izračunima i podacima koji se odnose na petogodišnje razdoblje poslovanja domaće naftne kompanije zajedno sa strateškim partnerom, MOL-om kako bi se u konačnici donio zaključak je li Ina poslovala bolje prije ili nakon preuzimanja. Bitno je napomenuti da se podaci dobiveni u ovom radu mogu bitno razlikovati od ukupnih rezultata, s obzirom da je za potrebe ovog rada uzeto kratko razdoblje od prvih pet godina od preuzimanja koje se uspoređuju sa godinom prije preuzimanja.

Kroz dvije navedene hipoteze odradit će se istraživanje na osnovu kojih se nastoji dokazati da li su hipoteze ispravne ili nisu, odnosno da li se postavljene hipoteze prihvaćaju ili odbacuju. Pretpostavka je da preuzimanje pozitivno utječe na poslovanje preuzetog poduzeća inače se postupak preuzimanja ne bi ni odobrio od rukovoditelja, no cilj ovog rada je dokazati ili opovrgnuti tu pretpostavku na primjeru INA-MOL. Na osnovu pokazatelja prikazat će se financijsko stanje prije i nakon preuzimanja i kako se ono odrazilo na poduzeće i poslovanje INA kompanije. Drugim riječima prikazat će se teoretski i potkrijepljeno izračunima je li INA vezano za tržišni udio i profitabilnost poslovala bolje prije privatizacije ili nakon. Za potkrepljivanje hipoteza koristit će se financijski pokazatelji kojima se računa profitabilnost poslovanja nekog poduzeća. U prvom dijelu će se prikazati kompletan račun dobiti i gubitka

poduzeća Ina d.d. po godinama uzetim za primjer u ovom radu kao i horizontalna analiza RDiG kako bi se uspostavilo kretanje najbitnijih stavki prikaza i u konačnici prikazalo koliko je profitabilno poduzeće poslovalo u danom razdoblju. Nadalje, računat će se temeljni pokazatelji profitabilnosti kako bi se prikazala učinkovitost poslovanja poduzeća. Korišteni pokazatelji profitabilnosti u radu su : Neto profitna marža, ROA, ROE i EBITDA. Objašnjenja navedenih pojmova bit će navedena u segmentu rada predviđenom za pokazatelje profitabilnosti. Tržišni udio će se prikazati kroz brojčane izraze maloprodaje i veleprodaje po godinama kao i prihode od prodaje.

4.2 Usporedba poslovanja poduzeća INA d.d. prije i nakon preuzimanja od grupe MOL

INA d.d.- Industrija nafte, poznata i pod nazivom INA Matica, posluje od 1. Siječnja 1964. Godine, nastala je spajanjem Naftaplina (poduzeća za istraživanje i proizvodnju nafte i plina) s rafinerijama u Rijeci i Sisku. Do početka 70ih godina proširila se i na Rafineriju Zagreb ,Trgovinu, petrokemijske tvornice OKI i DINU, te tvornicu umjetnih gnojiva i Kutini. Od 1990. je poduzeće u državnom vlasništvu, a od 1993. dioničko društvo.

Hrvatski sabor je na sjednici 19.3.2002 donio Zakon o privatizaciji INE d.d. kojim je regulirano provođenje privatizacije, čija će se prva etapa realizirati već sljedeće godine. Iste godine hrvatski je sabor raspisao natječaj za prodaju 25% plus jedne dionice strateškim ulagačima i primio ponude istih za kupnju strateškog udjela u INI. Na ovaj način se se želi ojačati konkurentski položaj INE te omogućiti daljnji razvoj kompanije.

Prema navodima Slavka Linića, predsjednika nadzornog odbora INE 2002. godine. INA d.d. je odradila uspješnu godinu i ostvarila napredak u financijskim rezultatima u odnosu na ranija razdoblja. Ostvarena je neto dobit od 854 milijuna kuna. Kako je dalje navedeno u 2002. godini INA je restrukturirala svoje poslovanje, pripremila planove za ulaganja u temeljne djelatnosti i poboljšala financijske rezultate INA matice i grupe u cjelini. 2002. Godina je obilježena provođenjem mjera za unaprjeđenje temeljnih djelatnosti. Mjere su uključivale simplifikaciju poslovnih procesa ,smanjivanje troškova i izdvajanje djelatnosti koje mogu poslovati kao samostalna poduzeća. Tako je odrađeno izdvajanje poslova za ukapljeni plin i osnovano je društvo Proplin d.o.o., izdvojeno je i društvo Maziva Zagreb d.o.o. koja su financijsku godinu završila uspješno i s dobiti. U 2002. Godini prodano je preko 2,2 milijuna

tona naftnih derivata na hrvatskom tržištu, što je donijelo matici prihod od 9 654 milijuna kuna, od ukupnih 12.752 milijuna kuna prihoda od prodaje. Od ukupne prodaje nafte i naftnih derivata preko 60% se prodalo na domaćem tržištu, a 36% se izvozilo na vanjska tržišta. Proizvelo se ukupno 1,342 milijuna tona nafte i kondenzata, od toga u Hrvatskoj 770,215 tona nafte i 338, 235 tona kondenzata, dok je ostatak proizveden u Angoli i Egiptu. Očekivani prirodni pad proizvodnje na domaćim naftnim poljima se ublažavao izvođenjem brojnih rudarskih radova te primjenom različitih metoda umjetnog podizanja kapljevine. Prirodnog plina je u RH proizvedeno 1,758 milijuna m³, a ukupno je prodano 2,632 milijuna m³. Oko 60% ukupne potrošnje prirodnog plina dobiva se na domaćim naftnim poljima dok se ostalih 40% uvozi iz Rusije. Ova je godina bila značajna za Inine aktivnosti vezane za plin. Zakonom o tržištu plina donesenom u siječnju 2002. započela je liberalizacija hrvatskog plinskog tržišta, a u rujnu uveden novi tarifni sustav kojim su povećane cijene plina za tarifne kupce što je utjecalo na povećanje prihoda od prodaje plina. 2002. Godine Ina je raspolagala sa 393 benzinske postaje i 30 specijaliziranih prodajnih mjesta, preko kojih je prodano 1,17 milijuna tona naftnih derivata. Poduzeće je brojilo 10 903 zaposlena čiji su ukupni troškovi iznosili 1.215 milijuna kuna. Na uspješnost financijske godine MATICE i GRUPE utjecalo je smanjenje marži na domaćem naftnom tržištu, novi Tarifni sustav za dobavu prirodnog plina za tarifne kupce kojim su povećane cijene za distributivne potrošače i izravne industrijske potrošače, te utjecaj jednokratnih prihoda od prodaje povezanih poduzeća u iznosu od 278 milijuna kuna te 358 milijuna kuna pozitivnih tečajnih razlika.

Petogodišnje razdoblje koje je uzeto za provedbu ovog istraživanja okarakterizirano je kao jako uspješno te je prožeto zajedničkim radom na brojnim projektima. Za poduzeće je najteža bila poslovna godina 2008. Zbog raznih zbivanja na svjetskom tržištu, ali i unutar poduzeća. Od globalne financijske krize, ekstremnih kretanja nafte i plina na svjetskom tržištu te promjena u samoj strukturi poduzeća kada MOL još jednom povećava udio u INI. Matica je 2008. Ostvarila gubitak poslovne godine od 840 milijuna kuna kao rezultat prekinutog poslovanja.

2004. se radilo na realizaciji projekata na hrvatsko mađarskoj granici, razmatralo se uvođenje uvoznog pravca za prirodni plin kroz Mađarsku. Segment veleprodaje pokazuje zavidne rezultate jer je i ove godine INA zadržala visok udio na domaćem tržištu unatoč jačanju konkurencije, Uveden je novi financijski model kojim se izvršila preraspodjela velikih kupaca iz segmenta trgovine na malo u segment rafinerijske prerade i veleprodaje. U RH je proizvedeno 679 026 tona nafte i 325 801 tona plinskog kondenzata od ukupnih 1.155

milijuna tona nafte i plinskog kondenzata. U dvije rafinerije je prerađeno 5,1 milijuna tona nafte i sirovine, u ukupnoj preradi domaći proizvod je sudjelovao sa 18%. Rast cijena rafinerijskih proizvoda i rafinerijskih marži pozitivno je utjecalo na financijski rezultat godine. U segmentu trgovine na malo bilježi se porast izvoza i to primarno u BiH kao najznačajnije Inino tržište prvenstveno zbog blizine i troškova prijevoza. Poduzeću je na raspolaganju bilo 450 benzinskih postaja od kojih se 410 nalazilo na području RH. Preko benzinskih postaja je prodano 1 154 543 tone nafte i kondenzata. Analiza ukupnih prihoda od prodaje INE d.d. pokazuje da je udio prihoda od prodaje na domaćem tržištu nešto veći od 71% i iznosi 11.281 milijun kuna. Godina je obilježena istraživačkim aktivnostima većinom u inozemstvu, gdje je pored ranije otkrivenih plinsko kondenzatnih ležišta na polju Jihar otkriveno još ležaja od kojih su neka i naftonosna. Ciljalo se na dovršavanje istraživačkih aktivnosti u Siriji. U zemlji je istraživanje bilo koncentrirano na Sjevernom Jadranu, na blokovima Aiza Laura i Izabela i Iris/Eva. Zaposlenih je bilo manje nego 2002. dok su izdavanja za troškove osoblja porasla, naime zaposlenih je bilo 459 manje, odnosno zaposleno ih je bilo 10 444, dok su ukupna izdavanja za potrebe zaposlenih iznosila 1.248 milijuna kuna U 2005. godini je nastavljena realizacija zajedničkih projekata među strateškim partnerima koji bi trebali doprinijeti većoj konkurentnosti. Pokrenuta su dva značajna projekta, SAP I OPTINA, od kojih prvi cilja omogućiti transparentnije poslovanje i veću učinkovitost u svim aktivnostima, a drugi uključuje optimalizaciju procesa u svim Ininim segmentima djelatnosti. Aktivnosti su usmjerene na smanjenje troškova koji se mogu postići u relativno kratkom vremenu bez većih ulaganja, a mogu ostvariti značajne uštede u područjima kao što su održavanje, skladištenje robe, nabava i dr. Ukupna proizvodnja nafte i kondenzata u 2005. god. je bila 1,13 milijuna tona, od čega je u RH proizvedeno 630 348 tona nafte i 315 614 tona plinskog kondenzata. Ukupno je proizvedeno 1,837 milijuna m³ prirodnog plina, dok je 2,69 milijuna m³ prodano povlaštenim i tarifnim kupcima. U dvije rafinerije je prerađeno 5,2 milijuna tona sirove nafte i sirovina što je pad u odnosu na godinu ranije, a razlog je remont rafinerije Sisak. Prihodi od prodaje rastu i u ovoj godini i iznose 19.234 milijuna kuna, zahvaljujući porastu i prodaje na domaćem tržištu i porastu izvoza. Preko 410 maloprodajnih središta u domaćim granicama prodano je 1.100 tisuća tona derivata. Kao i godinu ranije istraživačke aktivnosti su bile većinom usmjerene na Inine inozemne interese, Siriju i Egipat, tako je od ukupno uložених 42, 42 milijuna namijenjenih za istraživačke djelatnosti čak 41,43 milijuna uloženo u inozemstvo. Nastavio se trend smanjenja broja zaposlenih, u ovoj godini poduzeće je zapošljavalo 10 290 radnika na koje je utrošeno ukupno 1.484 milijuna kuna.

2006. godina je od velikog značaja za INU jer su od 1.12. Inine dionice izlistane na Zagrebačkoj i Londonskoj burzi gdje je krenulo trgovanje globalnim potvrđama o deponiranim dionicama (GDR). Ostvaren je lošiji financijski rezultat što je posljedica ograničenja na rast cijena prirodnog plina i nižih rafinerijskih marži na domaćem tržištu zbog uvođenja regulatornih promjena prema kojima su uvedene niže granice za formiranje cijena od onih predviđenih formulom. Nepovoljni učinak je djelomično ublažen pozitivnim tečajnim razlikama zbog jačanja kune u odnosu na USD. Ukupna proizvodnja nafte i plinskog kondenzata iznosila je 1.134 milijuna tona, od čega je u RH proizvedeno 618 174 tona nafte i 199 326 tona plinskog. Prirodnog plina je proizvedeno 2.03 milijuna m³ a prodano ukupno 2,7 milijardi m³. U rafinerijama je prerađeno 4,9 milijuna tona nafte i sirovina, domaća nafta je sudjelovala sa 17%. U okviru SD rafinerije i marketing doneseni su nepovoljni zakoni i akti koji su negativno utjecali na dobit djelatnosti ali i na cjelokupno poslovanje: obveza formiranja Agencije za obvezne zalihe i obveza izdvajanja sredstava na ime Agencije, prepolovljena je zaštitna carina u cijeni derivata i nemogućnost formiranja cijene derivata na domaćem tržištu u vrijeme znatnog pada cijene na svjetskom tržištu. Prihodi od prodaje su u rastu uz smanjen udio domaće prodaje. na domaćem tržištu je prodano 2,887 milijuna tona naftnih proizvoda, što je pad u iznosu od 133 000 tona naspram godinu ranije. Odlični rezultati u prodaji ostvareni su prvenstveno zbog rasta cijena sirove nafte, koji su u prosjeku bile za 15% veće nego godinu ranije. Odlične rezultate bilježi i maloprodaja sa porastom prodaje od 5,9% naspram godine ranije. Ina je zapošljavala 107 radnika manje nego 2005. za koje je izdvajala ukupno 1.519 milijuna kuna. .Kao i prethodnih godina i ove godine je slučaj da se glavnina ININIH istraživačkih aktivnosti odvija izvan granica Lijepe naše, poglavito u Siriji i Egiptu. U Siriji su otkrivena nova komercijalna ležišta nafte, a u Egiptu je otkriveno novo naftno polje na prospektu Sidhi Rahman. U okvirima RH istraživanje se i dalje odvija na Sjevernom Jadranu no za ovu godinu je značajna i izgradnja istražne bušotine u panonskom istražnom području.

2007. godina je obilježena prodajom 6,29% dionica od ukupnog broja, tadašnjim i bivšim zaposlenicima po povlaštenim uvjetima kako je u Zakonu o privatizaciji i predviđeno. Odaziv je bio odličan te je značajan broj zaposlenika upisao dionice. Proizvelo se 596 013 tone nafte i 283 052 tone plinskog kondenzata u granicama države. Prirodnog plina je ukupno proizvedeno 2.473 milijuna m³ dok je prodano 3,1 milijarda m³. Novim Zakonom o tržištu plina (NN 40/2007) svi kupci koji ne spadaju u kategoriju „kućanstva“ prelaze u kategoriju povlaštenih kupaca, a od kolovoza 2008. Svi kupci prelaze u kategoriju „povlašteni čime je

ostvarena liberalizacija hrvatskog tržišta plina. Rafinerije su proizvele 9,1% derivata više nego u godini ranije, odnosno 5,343 milijuna tona nafte i sirovina, a 2,881 milijuna tona naftnih proizvoda prodano o je u na domaćem tržištu, odnosno 60% od ukupne prodaje. Radilo se dalje i na modernizaciji maloprodajne mreže, u rad su puštene dvije nove benzinske postaje, tako se mreža ININIH benzinskih postaja krajem 2007. Sastojala od 433 postaje u RH, 41 u BiH i 6 u Sloveniji.³⁹ Segment maloprodaje bilježi gubitke unatoč rastu prodaje u usporedbi sa godinama prije i ispunjenju prodajnih ciljeva. Preko maloprodajne mreže je 2007. Godine prodano 1,160 milijuna tona naftnih derivata. Broj zaposlenih se i dalje smanjuje dok se ukupna izdavanja za potrebe zaposlenika povećavaju. I dalje se glavina ININIH istraživačkih aktivnosti odvija u inozemstvu. Ina i MOL svoje partnerstvo podupiru novim zajedničkim projektima pa je u okviru djelatnosti istraživanja i proizvodnje zajedničko ulaganje na pograničnom području Hrvatske i Mađarske rezultiralo otkrićem plinskog polja Zalata. Potpisan je i ugovor o zajedničkom istraživanju na području Stari Gradac-Potony.

2008. godine se još jednom mijenja vlasnička struktura INA grupe. Naime, MOL je još jednom povećao svoje udjele u strukturi Ine i od 17. listopada 2008. sa 47,16% dionica postao najveći dioničar čime Vlada RH gubi većinsko vlasništvo. Nastavljeni su pregovori Vlade RH i MOL-a o budućem razvoju i upravi INA d.d. Pregovori su rezultirali potpisivanjem Aneksa Dioničarskom ugovoru i Glavnog ugovora o poslovanju prirodnim plinom od strane dvaju glavnih dioničara u siječnju 2009. Prema tim sporazumima MOL će imati kontrolu upravljanja u INA d.d. dok Vlada Republike Hrvatske ima pravo na veto i pravo prvokupa njene strateške imovine te odgovornost za dobavu energije industriji i kućanstvima. Sukladno tim ugovorima INA, d.d. izlazi iz zakonski uređenog dijela plinskog poslovanja te će se smanjiti regulatorni rizici.⁴⁰ što će joj omogućiti da se posveti razvojnim projektima u području istraživanja i proizvodnje, rafinerijskoj preradi i prodaji derivata na domaćem i inozemnim tržištima te razvoju maloprodajne mreže benzinskih postaja. Ina d.d. je zadržala samo aktivnosti istraživanja i proizvodnje u RH, u kopnenom i priobalnom dijelu. Poduzeće je ostvarilo dobit za 2008 godinu iz neprekinutog poslovanja u iznosu od 610 milijuna kuna. Uzevši u obzir gubitke ostvarene prilikom izlaska iz plinskog poslovanja, prekinuto poslovanje je donijelo gubitke od 1.450 milijuna kuna, čime je poduzeće u konačnici poslovnu godinu završilo sa gubitkom od 840 milijuna kuna. Proizvedeno je

³⁹ Ina d.d. Financijsko izvješće za 2007. Godinu. Stranica (14) Internet : <https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/ina-god-izvj2007.pdf>

⁴⁰ Ina d.d. Financijsko izvješće za 2008 Godinu. Stranica (51) Internet : <https://www.ina.hr/UserDocsImages/investitori/ina-god-izvj2008.pdf>

ukupno 1.09 milijuna tona nafte i plinskog kondenzata, od čega u RH 554 777 tona nafte i 280 603 tone plinskog kondenzata. U rafinerijama Rijeka i Sisak je prerađeno 4,3 milijuna tona nafte i 4,6 milijuna tona sirovine. Ukupno je prodano 4.385 milijuna tona naftnih proizvoda od čega na domaćem tržištu 2.794 milijuna tona, što je udio od 64% u ukupnoj prodaji. Dobit iz osnovne djelatnosti, iz neprekinutog poslovanja manja je nego u godini ranije i iznosi 1.479 milijuna kuna. Raste prihod od prodaje, prvenstveno zahvaljujući rastu prodaje na hrvatskom tržištu koji iznosi 68% u odnosu na ukupnu prodaju. Maloprodajna mreža je bila organizirana kroz 6 maloprodajnih područja koje obuhvaćaju 17 jedinica koje koordiniraju rad 413 benzinskih postaja. Udio Ina d.d. u maloprodaji naftnih derivata na domaćem tržištu je bio 51,84%.

4.2.1. Prikaz računa dobiti i gubitka poduzeća INA d.d. u milijunima kuna

Na temelju financijskih izvještaja poduzeća INA d.d. za godine 2002., 2004., 2005., 2006., 2007. i 2008. god. sastavljena je horizontalna analiza računa dobiti i gubitka. Ovim izvještajem će se prikazati uspješnost poslovanja kroz razdoblja. Kroz stavke prihoda i rashoda te financijskog rezultata u konačnici nastojat će se prikazati je li poduzeće ostvarilo svoj cilj, odnosno je li poslovalo profitabilno. Kroz horizontalnu analizu računa dobiti i gubitka izvršit će se usporedba podataka kroz šest godina relevantnih za ovaj rad kako bi se otkrile promjene u pozicijama izvještaja kroz godine.

Iz prikaza se vidi da neto dobit poduzeća oscilira kroz godine, 2002. godine ostvarena je neto dobit od 854 milijuna kuna. Najveću vrijednost doseže 2004. godine, kada iznosi 1.222 milijuna kuna da bi do kraja 2008. završila u gubitku od 840 milijuna kuna. Manja vrijednost neto dobiti u 2005. i 2006. Naspram godine prije rezultat je višeg rasta cijena sirove nafte u svijetu naspram rasta na domaćem tržištu. Kako je već rečeno 2008. je za poduzeće bila najturbulentnija poslovna godina zbog zbivanja na tržištu ali i u samom poduzeću. Naime, Ina d.d. sukladno potpisanim ugovorima izlazi iz uređenog dijela plinskog poslovanja, a može zadržati samo aktivnosti istraživanja i proizvodnje plina u Republici Hrvatskoj, u kopnenom i obalnom dijelu.

Tablica 3. Račun dobiti i gubitka poduzeća Ina d.d. izražen u milijunima kuna (2002.;2004-2008.)

<u>GODINA/ STAVKA</u>	<u>2002.</u>	<u>2004.</u>	<u>2005.</u>	<u>2006.</u>	<u>2007.</u>	<u>2008.</u>
<u>I. POSLOVNI PRIHODI (1+2)</u>	<u>13.236</u>	<u>16.343</u>	<u>19.636</u>	<u>21.845</u>	<u>23.394</u>	<u>24.739</u>
1. Prihodi od prodaje	12.752	15.924	19.234	21.326	22.651	23.742
2. Ostali prihodi	484	420	402	519	743	997
<u>II. POSLOVNI RASHODI (3+4+5+6+7+8+9)</u>	<u>(12.938)</u>	<u>(15.054)</u>	<u>(18.496)</u>	<u>(21.099)</u>	<u>(22.301)</u>	<u>(23.260)</u>
3. Promjene stanja zaliha gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje	173	99	510	117	(18)	(55)
4. Materijalni troškovi (a+b)	(7.807)	(9.739)	(12.150)	(13.277)	(14.544)	(15.188)
a) Troškovi sirovina, materijala i energije	(6.353)	(7.872)	(10.364)	(11.332)	(12.409)	(13.332)
b) Ostali materijalni troškovi	(1.454)	(1.867)	(1786)	(1.945)	(2.135)	(1.856)
5. Nematerijalni troškovi	(732)	(776)	(877)	(1.277)	(1.190)	(1.158)
6. Troškovi osoblja	(1215)	(1.248)	(1.484)	(1.519)	(1.639)	(1.752)
7. Amortizacija	(725)	(802)	(797)	(763)	(1.091)	(1.100)
8. Nabavna vrijednost prodane robe	(2.068)	(2.067)	(3.112)	(3.903)	(3.419)	(3.187)
9. Vrijednosno usklađenje kratkotrajne i dugotrajne imovine	(378)	(457)	(441)	(471)	(330)	(794)
10. Rezerviranja za troškove i rizike	(186)	(145)	(64)	(6)	(70)	(26)
<u>III. DOBIT / GUBITAK IZ OSNOVNE DJELATNOSTI (I-II)</u>	<u>298</u>	<u>1.531</u>	<u>1.140</u>	<u>746</u>	<u>1.093</u>	<u>1.479</u>
11. Financijski prihodi	865	216	378	508	628	342
12. Financijski rashodi	(309)	(229)	(403)	(410)	(521)	(1.051)
<u>IV. NETO DOBIT / GUBITAK IZ FINANCIJSKIH AKTIVNOSTI (11-12)</u>	<u>556</u>	<u>(13)</u>	<u>(25)</u>	<u>98</u>	<u>107</u>	<u>(709)</u>
<u>V. DOBIT IZ REDOVNIH AKTIVNOSTI PRIJE OPOREZIVANJA (III+IV)</u>	<u>854</u>	<u>1.518</u>	<u>1.115</u>	<u>844</u>	<u>1.200</u>	<u>770</u>
<u>VI. POREZI</u>	<u>0</u>	<u>(291)</u>	<u>(223)</u>	<u>(174)</u>	<u>(210)</u>	<u>(160)</u>
Troškovi poreza tekuće godine	0	(328)	(198)			(160)
Odgođeni porez	0	32	(25)			
Porez na dobit	0			(174)	(210)	
<u>VII. DOBIT FINANCIJSKE GODINE (V-VI)</u>	<u>854</u>	<u>1.222</u>	<u>892</u>	<u>670</u>	<u>990</u>	<u>610</u>

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr.

Prekinuto poslovanje

Sklapanjem Glavnog ugovora o poslovanju prirodnim plinom između Vlade RH i MOL-a poslovanje plinom će postupno biti izdvojeno iz INA d.d. tijekom 2009. , a djelatnost skladištenja i trgovine prirodnim plinom preuzet će vlada ili društvo u potpunom vlasništvu vlade osnovano za tu svrhu. U opusu djelovanja Ine d.d. i dalje ostaje aktivnost istraživanja i

proizvodnje u RH. Rezultati trgovine plinom za 2008. su iz tog razloga prikazani kao prekinuto poslovanje.

Tablica 4. Skraćeni Račun dobiti i gubitka iz prekinutog poslovanja poduzeća Ina d.d. izražen u milijunima kuna za 2008. Godinu.

Godina/stavka	2008.
Poslovni prihodi	1.664
• Ukupni prihodi od prodaje	1.664
Poslovni rashodi	(3.366)
GUBITAK OSNOVNE DJELATNOSTI	(1.702)
Porez	362
GUBITAK FINACIJSKE GODINE OD PREKINUTOG POSLOVANJA	(1.450)

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr.

Ukupni prihodi od prodaje prirodnog plina tijekom 2008. Godine iznosili su 1.664 milijuna kuna, od čega je 1.619 milijuna kuna ostvareno prodajom na domaćem tržištu, a 45 milijuna od izvoza. Visoki rashodi osnovne djelatnosti rezultat su visoke nabavne vrijednosti prirodnog plina i većeg vrijednosnog usklađenja zaliha uvoznog plina. Negativan utjecaj na dobit imale su i regulirane cijene prirodnog plina na domaćem tržištu što nije dopuštalo „prevaljivanje“ uvozne cijene plina na kupce. U konačnici je ostvaren gubitak financijske godine od 1.450 milijuna kuna.

Uzmemo li u obzir prekinuto i neprekinuto poslovanje, Ina d.d. je financijsku godinu završila sa 840 milijuna kuna gubitka. poslovni prihodi su iznosili 26.403 milijuna kuna a osnovna djelatnost je završila u gubitku od 223 milijuna kuna.

Tablica 5. Dobit financijske 2008. godine poduzeća Ina d.d. prikazana u milijunima kuna.

Dobit financijske god od neprekinutog poslovanja	610
Gubitak financijske god od prekinutog poslovanja	(1.450)
Gubitak/dobit financijske godine	(840)

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr.

Tablica 6. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka poduzeća Ina d.d. izražena u milijunima kuna (2002.;2004-2008)

Stavka/ Apsolutna promjena	2004-2002	2005-2004	2006-2005	2007-2006	2008-2007
1 .Poslovni prihodi	3,107	3,293	2,209	1,549	3.351
2. Poslovni rashodi	-2.116	-3.442	-2.603	-1.202	-3.366
3. Financijski prihodi	-649	162	130	120	-286
4. Financijski rashodi	80	-174	-7	-111	-640
5. Dobit prije oporezivanja	422	-161	-271	356	-2.242
6 Porez na dobit	-291	68	49	-36	8
7. Dobit razdoblja	368	-330	-222	320	-1.830

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr.

Tablica iznad predstavljena prikazuje apsolutne promjene glavnih stavki računa dobiti i gubitka, kada ih gledamo usporedno s godinom prije. Kako bi se bolje objasnilo kretanje prikazanih stavki kroz daljnju razradu će se koristiti obadvije prikazane tablice.

Poslovni prihodi su prikazani kao zbroj prihoda od prodaje i ostalih prihoda. U ostale prihode spadaju kapitalizirani vlastiti troškovi, prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda i usluga, prijenos imovine u ovisno društvo te ostali manji prihodi. Za ovu stavku je značajan konstantan rast kroz godine. Najveći rast poslovnih prihoda ostvaren je u odnosu na godine 2005. I 2004. Te 2008. I 2007. Zahvaljujući porastu prodaje nafte i derivata na domaćem tržištu, iako je ukupna prodaja opala cijene rafinerijskih proizvoda su rasle što imalo pozitivan utjecaj na prihode. Unatoč rastu konkurencije na domaćem maloprodajnom tržištu poduzeće je ostvarivalo rast prodaje putem benzinskih postaja kao i rast prihoda ostvaren putem ovog kanala prodaje.

Poslovni rashodi pokazuju sličnu dinamiku kretanja, najviše su narasli u prvoj godini nakon preuzimanja nakon čega rastu ali u manjim iznosima u poslovne rashode uvrštavamo: materijalne i nematerijalne troškove, troškove osoblja, amortizaciju, nabavnu vrijednost robe, vrijednosno usklađenje kratkotrajne i dugotrajne imovine, rezerviranja za troškove i rizike te promjene stanja zaliha gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje. Materijalni troškovi su najveća komponenta poslovnih rashoda. Njihovo kretanje pokazuje da je poduzeće iz godine u godinu ulagalo više novca na potrebe sirovina, materijala i opreme odnosno zbog viših cijena sirove nafte za preradu. Troškovi amortizacije materijalne i nematerijalne imovine također su u porastu. Nabavna vrijednost prodane robe je veća uglavnom zbog većeg uvoza rafinerijskih

proizvoda za potrebe pokrića tržišnih potreba, domaćih i izvoznih. Uz njih važna komponenta poslovnih rashoda su svakako i troškovi zaposlenih u poduzeću koji su također u porastu, bez obzira što se broj kadra s u isto vrijeme smanjivao. Uz već spomenute komponente i sve ostale prate sličnu dinamiku kretanja što je dovelo do rasta poslovnih rashoda poduzeća.

Kada se pogledaju financijski prihodi vidljivo je da su oni u prvoj godini od preuzimanja za 649 milijuna kuna manji nego što su bili prije preuzimanja iz razloga što su 2003. godine prodane dionice Privredne banke Zagreb, dok su ujedno prihodi po derivatnim ugovorima te prihodi po tečajnim razlikama bili niži. Sljedeće godine financijski prihodi su znatno viši zbog ostvarenog prihoda od dividendi HOLDINE Guernsey, INTERINE Holding i FPC ltd. Sve do 2008. Poduzeće bilježi rast financijskih prihoda, a zbog manjih prihoda od pozitivnih tečajnih razlika te manjih prihoda od kamata 2008. su financijski prihodi za 286 milijuna kuna bili manje u odnosu na 2007.

Ukupno stanje financijskih rashoda 2004. godine je bilo povoljnije nego 2002. Prvenstveno zbog nižih negativnih tečajnih razlika i nižih kamata na dugoročne kredite. Kada pogledamo 2005. naspram 2004. godine financijski rashodi rastu za 174 milijuna kuna i to zbog viših negativnih tečajnih razlika za dugoročne kredite i od dobavljača za uvoz nafte, te većih rashoda za kamate.⁴¹ U 2008. su financijski rashodi narasli 640 milijuna kuna što je povećanje od preko 100% naspram 2007. i to zbog viših negativnih tečajnih razlika, kamata na dugoročne kredite te ostalih rashoda od kamata.

Već prve godine nakon preuzimanja, Ina d.d. je ostvarila rast neto dobiti za 368 milijuna kuna podliježući porezima od ukupno 291 milijun kuna. 2002. godine Ina d.d. je bila oslobođena plaćanja poreza na dobit zbog prenijetih gubitaka iz prethodnih godina. U drugoj i trećoj godini nakon preuzimanja neto dobit je pala no još uvijek je na zavidnoj razini te su poslovne godine okarakterizirane kao izrazito uspješne. 2008. godine kao posljedica neto gubitka iz financijskih aktivnosti u iznosu od 1.051 000 kuna poduzeće je smanjilo neto dobit na 610 milijuna kuna. Ukomponiraju li se podaci iz prekinutog poslovanja, ostvaren je gubitak financijske godine od 840 milijuna kuna, kao posljedica gubitka financijske godine od prekinutog poslovanja. Naime prva polovica 2008. Godine je obilježena naglim rastom cijena sirove nafte, što cijene rafinerijskih proizvoda nisu uspjele slijediti s obzirom na ograničenja na formiranje cijena na domaćem tržištu, a druga polovica je obilježena strmoglaviim padom cijena prerađene nafte koji je bio veći od pada cijena sirove nafte. Nadalje dolar je aprecirao u

⁴¹ Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2005. Godinu (str.48): raspoloživo na : https://ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/INA_GI_2005.pdf

odnosu na kunu što je poduzeću uzrokovalo 638 milijuna kuna financijskih rashoda. Na dobit poduzeća kroz godine su također utjecala ulaganja u pojedinu temeljnu djelatnost poduzeća, od modernizacije rafinerija, modernizacije i otvaranja novih maloprodajnih središta te ulaganja u istraživačke aktivnosti poduzeća, u zemlji i inozemstvu.

4.2.2 .Pokazatelji profitabilnosti poduzeća Ina d.d. po godinama

Ova vrsta pokazatelja mjeri sposobnost poduzeća da ostvari određenu dobit u odnosu na prihode, imovinu ili kapital, a ukupno promatrani pokazuju ukupnu učinkovitost poslovanja poduzeća. U radu će se obraditi sljedeći pokazatelji profitabilnosti: neto profitna marža, EBITDA, stopa povrata imovine i stopa povrata kapitala.

Podaci potrebni za izradu tablica su preuzeti iz Računa dobiti i gubitka INA Matice po godinama poslovanja. Ukupan prihod se računa kao zbroj prihoda iz osnovne djelatnosti i financijskog prihoda. S obzirom na prekid poslovanja 2008. Godine i dvije vrste financijskog rezultata, za prikaz navedenih pokazatelja koristit će se neto dobit iz ukupnog poslovanja u iznosu od 840 milijuna kuna. Nadalje svi korišteni podaci će biti kombinacija obje vrste poslovanja.

1. Neto profitna marža

Neto marža profita računa se kao odnos čiste neto dobiti poduzeća i njegovih ukupno ostvarenih prihoda.⁴² Dobiveni koeficijent prikazuje kolikim postotkom od dobiti poduzeće raspolaže za podjelu dividendi dioničarima ili dodatno ulaganje u poslovanje. Predstavlja najprecizniji podatak o konačnim efektima realiziranog posla.

Ukupni prihodi poduzeća uključuju i prekinuto i neprekinuto poslovanje.

Tablica 7. Prikaz neto profitne marže poduzeća INA d.d. prikazana u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.)

Stavka/ Godina	2002.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Neto dobit	854	1.222	892	670	990	(840)
Ukupni Prihodi	14.102	16.141	19.612	21.834.	22.178	26.745
NPV	<u>6,06%</u>	<u>7,57%</u>	<u>4,55%</u>	<u>3,07%</u>	<u>4,46%</u>	<u>-3,14%</u>

⁴²Ježovita, A. (2016). Analiza marže profita kao odrednice profitabilnosti poslovanja poduzeća. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru*, (Posebno izdanje 2016), 181-201. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/203924>

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Prikazani pokazatelj pokazuje da je poduzeće najvećim iznosom od dobiti raspolagalo u godini nakon preuzimanja, nakon čega je vrijednost pokazatelja opala, pa sve do negativnih vrijednosti u zadnjoj prikazanoj godini. Negativan predznak pokazatelja za 2008. Godinu rezultat je gubitka ostvarenog u toj godini.

Prije preuzimanja neto profitna marža je iznosila 6,06% što iskazuje pozitivno poslovanje INA kompanije. 2004. je došlo do blagog rasta nakon čega je vidljiva silazna putanja. Vrijednost koeficijenta 2008. godine je 9,2 postotna poena niža naspram 2002. Godine, dok je vrijednost pokazatelja pokazala rast za 1.51 postotni poen ako usporedimo prve dvije promatrane godine.

2. Dobit prije kamata, poreza i amortizacije

EBITDA ili Dobit prije kamata poreza i amortizacije je pokazatelj uspješnosti poslovanja poduzeća koji u obzir uzima fiktivnu prirodu amortizacije kao računovodstvene kategorije, zbog čega se ona dodaje dobiti prije poreza i kamata (EBIT). Amortizacija kao isključivo računovodstveni zahvat odnosno knjiženje nema učinka na novčane tokove poduzeća. Ovaj se pokazatelj značajno koristi u kreditnoj analizi pri utvrđivanju sposobnosti poduzeća da redovno ispunjava svoje financijske obveze. Pored vrijednosti EBITDA, prikazan je i izračun omjera EBITDA marže koji je jednak odnosu između EBITDA i prihoda od prodaje.

Tablica 8. EBITDA poduzeća Ina d.d. u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.)

Stavka/ Godina	2002.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
<u>Dobitak/gubitak iz osnovne djelatnosti</u>	298	1.531	1.140	746	1.093	(223)
Amortizacija	(725)	(802)	(797)	(763)	(1.091)	(1.100)
<u>EBITDA</u>	<u>1.023</u>	<u>2.333</u>	<u>1.936</u>	<u>1.509</u>	<u>2.184</u>	<u>877</u>
<u>Prihodi od prodaje</u>	<u>12.752</u>	<u>15.924</u>	<u>19.234</u>	<u>21.326</u>	<u>22.651</u>	<u>25.406</u>
<u>OMJER EBITDA MARŽE</u>	<u>8,02%</u>	<u>14,65%</u>	<u>10,07%</u>	<u>7,08%</u>	<u>9,64%</u>	<u>3,45%</u>

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Veća vrijednost pokazatelja EBITDA znači da je ukupni financijski položaj poduzeća povoljniji, odnosno veća vrijednost podrazumijeva da poduzeće ima više gotovine za pokrivanje troškova. Omjer EBITDA marže pokazuje postotak zarade koji će poduzeću ostati nakon što podmiri svoje operativne troškove, kao i kod EBITDA veća vrijednost je povoljnija

za poduzeće. Godinu nakon preuzimanja u usporedbi sa godinom prije preuzimanja EBITDA je narastao 1,31 milijun kuna. Naredne dvije godine bilježi lagani pad, 2006. dostiže minimum vrijednosti u iznosu od 1,509 milijuna kuna. Vrijednost zadnje prikazane godine je najniža iz razloga što su se kombinirali podaci iz prekinutog i neprekinutog poslovanja što je rezultiralo gubitkom od 223 milijuna kuna. Dobit neprekinutog poslovanja je iznosila 1.479 milijuna kuna, a gubitak prekinutog 1.702 milijuna kuna. Vrijednost omjera EBITDA marže pokazuje isto kretanje kroz razdoblje kao i EBITDA.

3. Pokazatelj povrata na ukupnu imovinu

Slijedi prikaz izračuna povrata na ukupnu imovinu (ROA) koji se izračunava kao odnos neto dobiti i ukupne aktive. Veća vrijednost pokazatelja izražava uspješno alociranje resursa od strane menadžmenta te veću zaradu uz manja ulaganja. Drugim riječima ROA mjeri sposobnost poduzeća da koristi svoju imovinu za stvaranje profita.

Vrijednost Ukupne aktive nalazimo u Bilanci poduzeća Ina d.d..

Tablica 9. Povrat na ukupnu imovinu poduzeća INA d.d. (2002.;2004-2008.)

Stavka/ Godina	2002.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Neto dobit	854	1.222	892	670	990	(840)
Ukupna aktiva	13.166	15.127	18.737	20.293	22.984	24.707
ROA	<u>6,49%</u>	<u>8,08%</u>	<u>4,76%</u>	<u>3,30%</u>	<u>4,31%</u>	<u>-3,40%</u>

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnima na www.ina.hr

Veća vrijednost pokazatelja znači veću zaradu poduzeću na kunu uložene imovine, i u prikazanom razdoblju najpovoljnija je bila 2004. Godina, dok je u preostalom razdoblju pokazatelj nepovoljniji u odnosu na godinu prije preuzimanja.

U 2004. U odnosu na 2002.godinu vidimo rast od 1,59 postotna poena. ROA za 2002. znači da je ovo poduzeće na jednu kunu imovine približno zaradilo 0,065 lipa, a 2004 godine je zaradilo 0,080 lipa. Sljedeće 3 godine koeficijent je opao no i dalje je na prihvatljivoj razini. 2008. Godine imamo pad gubitak financijske godine što je rezultiralo negativnom vrijednosti pokazatelja . Vrijednost pokazatelja je -3,40% što znači da na uloženu kunu poduzeće gubi 0,034 lipe. Vrijednost pokazatelja u posljednjoj promatranoj godini u odnosu na godinu prije preuzimanja se smanjila za 9,89 postotnih poena.

4. Pokazatelj povrata na ukupni kapital

ROE ili Stopa povrata na ukupni kapital prikazuje odnos neto dobiti i vlasničke glavnice poduzeća (kapitala i rezervi). Pokazuje koliku je dobit poduzeće ostvarilo na 1 kunu uloženog kapitala. Ovim pokazateljem se mjeri sposobnost poduzeća da ostvari povrat na uloženi vlastiti kapital. Veća vrijednost pokazatelja označava da će vlasnici u kraćem roku ostvariti povrat sredstava koja su uložili u poslovanje poduzeća.

Vrijednost vlastitog kapitala pronalazimo u bilanci poduzeća, a računa se kao razlika ukupne vrijednosti pasive i ukupnih obveza. Drugim riječima vlastiti kapital se odnosi na temeljni kapital, pričuve te zadržanu dobit ili gubitak.

Tablica 10. Povrat na vlastiti kapital poduzeća Ina d.d. (2002.;2004-2008.)

Stavka/ Godina	2002.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Neto dobit	854	1.222	892	670	990	(840)
Vlastiti kapital	7.185	9.079	10.737	11.569	12.591	11.237
ROE	<u>11,89%</u>	<u>13,46%</u>	<u>8,31%</u>	<u>5,79%</u>	<u>7,86%</u>	<u>-7,48%</u>

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Najveća vrijednost ovog pokazatelja je ostvarena 2002. godine i govori da će na jednu kunu uloženog vlastitog kapitala poduzeće zaraditi približno 12 lipa. Vrijednost koeficijenta je kroz godine smanjena, te je 2008. Iznosila -7,48% što je ujedno najniža vrijednost pokazatelja u prikazanom razdoblju. Kada usporedimo godinu prije i godinu nakon preuzimanja vrijednost koeficijenta je narasla za 1,57 postotna poena. Kada usporedimo 2002. i 2008. Vrijednost koeficijenta je opala 19, 37 postotnih poena.

Ukoliko se usporede ova dva pokazatelja vidljivo je da je $ROE > ROA$ što znači da je za poduzeće isplativije korištenje tuđeg kapitala.

4.3. Tržišni udio poduzeća Ina d.d. na području RH

4.3.1. Tržište nafte i derivata

Zakon o tržištu nafte i naftnih derivata uređuje obavljanje djelatnosti proizvodnje derivata, transporta nafte naftovodima, transporta naftnih derivata produktovodima, trgovine na veliko i na malo naftnim derivatima, skladištenja te trgovine na malo i veliko ukapljenim naftnim

plinom.⁴³ Dimenzija tržišta određena je ponudom i potražnjom, mogućnošću i troškovima transporta, te kretanje cijena nafte uvelike ovisi o globalnim prilikama. Hrvatsko tržište nafte i derivata je relativno malo ako ga se usporedi sa svjetskim tržištem, ali i onim u regiji. Manje od 20 % domaćih potreba za derivatima proizvede se u RH, dok se ostatak uvozi putem Jadranskog naftovoda.

Cijene nafte i derivata ovise o ponudi i potražnji na tržištu. Međutim na prodajne cijene utječu i drugi mnogobrojni elementi kao što su nabavna cijena nafte, trošarina, logistički trošak, sezonski utjecaj, konkurentske cijene kao i lokacija pojedine benzinske postaje. Pored ovih utjecaja na formiranje cijena imaju i ratovi, politika, terorizam i slično.

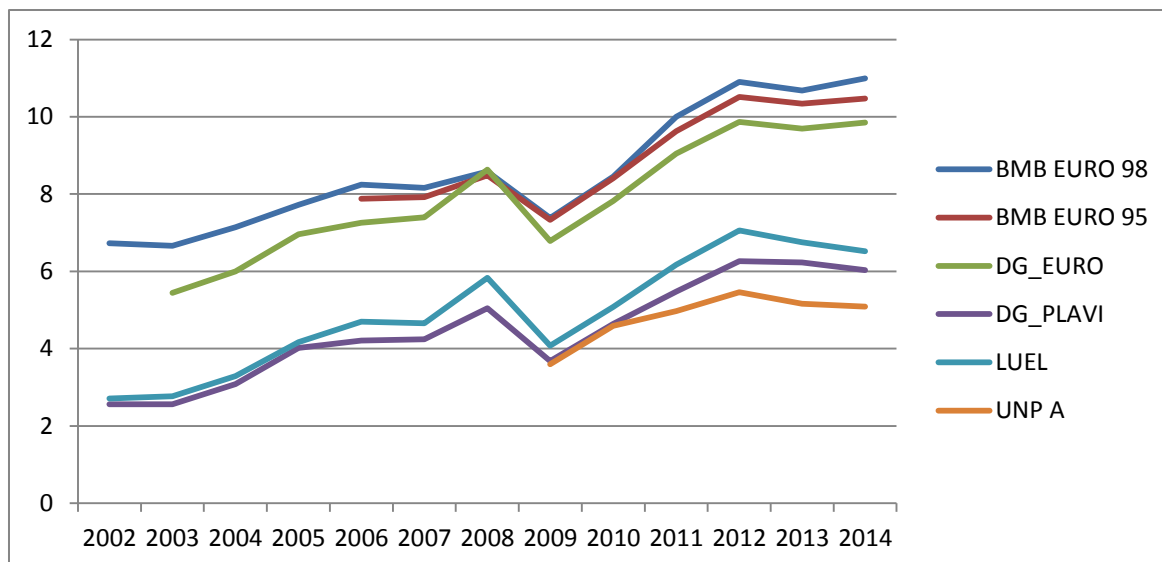
Do 19.2. 2014. Maloprodajne cijene naftnih derivata su se utvrđivale Pravilnikom o utvrđivanju najviših maloprodajnih cijena naftnih derivata kojim se utvrđivala najviša cijena u kraćem razdoblju. Najviša cijena se određivala za razdoblje od 14 dana. Ministar pravilnikom propisuje način utvrđivanja objave i primjene najviše cijene pojedinih naftnih derivata.⁴⁴ Formula za izračun najviše cijene sadržavala je *cijenu naftnih derivata na tržištu Mediterana, devizni tečaj, premiju energetskog subjekta, sredstva za financiranje rada Agencije za obvezne zalihe i obveznih zaliha nafte i naftnih derivata u svoti* što je godišnje utvrđuje Vlada na prijedlog Agencije za obvezne zalihe te naknade i poreze.⁴⁵ Regulacija tržišta nafte i naftnih derivata značila je da država može utjecati na oscilacije na vanjskim tržištima a time reducirati učinak na krajnje potrošače. Međutim učinak regulacije je upitan s obzirom da je regulacija kratkog vijeka, odnosno, država tek u dugom roku može utjecati na cijene i to promjenama strukture marži i trošarina, koje čine glavninu maloprodajne cijene.⁴⁶

⁴³ Bajo A. i Klemenčić I. (2012 : Cijena nafte i naftnih derivata (str. 117) *Internet:* <https://www.ijf.hr/upload/files/file/PV/2012/7-8/bajo-klemencic.pdf>

⁴⁴ Pravilnik o utvrđivanju najviših maloprodajnih cijena naftnih derivata, NN 37/11.

⁴⁵ Bajo A. i Klemenčić I (2012) : Cijena nafte i naftnih derivata (str. 118) *Internet* <https://www.ijf.hr/upload/files/file/PV/2012/7-8/bajo-klemencic.pdf>

⁴⁶ Radžepagić D.: Energetika i naftna industrija (2013.) (str. 19) ; *Internet:* https://www.eizg.hr/userdocsimages/publikacije/serijske-publikacije/sektorske-analize/SA_energetika_prosinac-2013.pdf

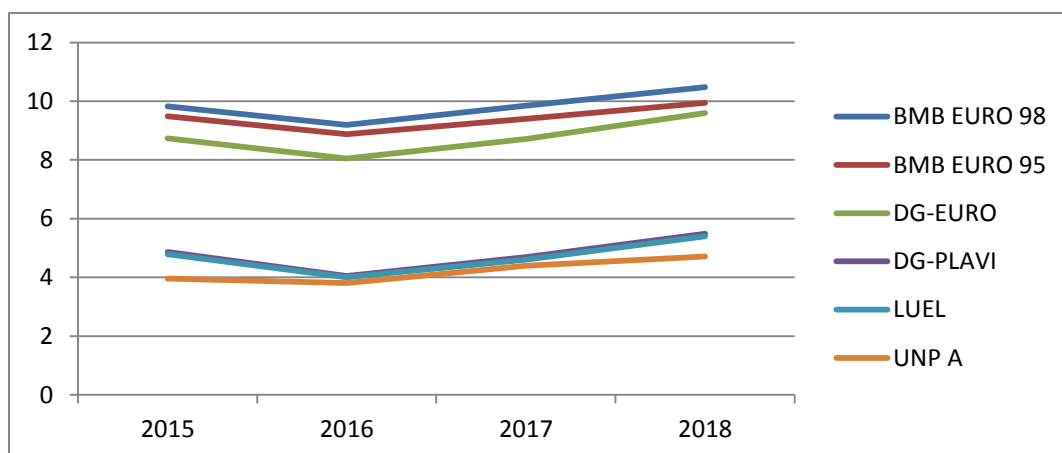


Slika 5. Kretanje maloprodajnih cijena derivata nafte u razdoblju od 2002 do 2014. Godine u RH

Izvor: Ministarstvo gospodarstva,; Energija u Hrvatskoj 2014.

Rast cijena naftnih derivata do polovice 2008. Godine slijedilo je rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu koji je u drugoj polovici 2007. Godine započeo brzi rast koji je eskalirao do polovice 2008. Godine dosegnuvši cijenu od preko 120 dolara po barelu. Nakon dosegnutog maksimuma u cijeni barela, krenuo je još brži pad koji je rezultirao padom prosječne cijene nafte na 40 dolara po barelu. Iz prikazanog grafikona se vidi da je rast prosječnih maloprodajnih cijena na domaćem tržištu imao umjeren rast do polovice 2007. godine, izuzev pada 2006., kada imamo nagli rast do polovice 2008. godine kada slijedi nagli pad. Usporedimo li bezolovni motorni benzin –BMB EURO 98, prosječna cijena 2008. Godine je bila za 1,85 kn/l viša u odnosu na 2002. Godinu. BMB EURO 95 u istom razdoblju je narastao za 2,08 kn/l. najviši skok u cijeni je ostvaren kod Ekstralakog loživog ulja-LUEL, kod kojeg je prosječna cijena u promatranom razdoblju narasla za preko 3 kn/l. Za sve vrste goriva značajan je pad u cijeni 2009. Godine, nakon čega slijedi rast. Do 2014. Nije prijeđena granica od 12 kn/l.

Ukidanjem korištenja najviše cijene naftnih derivata započelo je razdoblje liberalizacije naftnog tržišta te sloboda određivanja cijena na svakoj benzinskoj postaji. Drugim riječima cijene ovise o uvjetima na tržištu, potrošači imaju više izbora a samim time konkurencija uvjetuje bolju kvalitetu i povoljniju cijenu. Vlada novim Zakonom o tržištu nafte i naftnih derivata može reagirati samo ukoliko je došlo do poremećaja na tržištu, odnosno ako je došlo do neopravdanog povećanja cijena.



Slika 6. Kretanje maloprodajnih cijena naftnih derivata u razdoblju od 2015.-2018. Godine u RH

Izvor: Ministarstvo gospodarstva,; Energija u Hrvatskoj 2014.

Iz gornjeg prikaza se vidi da su iz 2015. na 2016. Godinu prosječne cijene promatranih derivata pale na najnižu razinu u promatranom razdoblju nakon čega bilježe rast. Prosjek cijena derivata je niži nego li je bio prije početka regulacije tržišta.

4.3.2. Tržišni udio poduzeća Ina d.d. u RH

Ovaj segment rada će se bazirati na prikazu tržišne pozicije poduzeća Ina d.d. po godinama. Cilj je brojčano izraziti i objasniti kakav je udio Ina d.d. uživala prije i nakon preuzimanja u pogledu veleprodaje i maloprodaje. Ina d.d. već pola stoljeća snabdijeva stanovništvo i gospodarske subjekte Hrvatske ali i šire energentima. Vodeća je naftna kompanija u Hrvatskoj a stalnim ulaganjima u razvoj i podizanje kvalitete proizvoda nastoji privući nove i opravdati povjerenje sadašnjih kupaca. Kako je navedeno na službenim stranicama cilj djelatnosti veleprodaje je biti kupcima pouzdan partner kako na domaćem tako i na okolnim tržištima. Danas upravlja mrežom od 500 benzinskih postaja u Hrvatskoj i regiji. Uz kontinuirana ulaganja u maloprodajnu mrežu Inine benzinske postaje su danas prepoznatljivo mjesto kupnje energenata ali i pružanja različitih usluga, poput autopraonica, barova, restorana i slično.

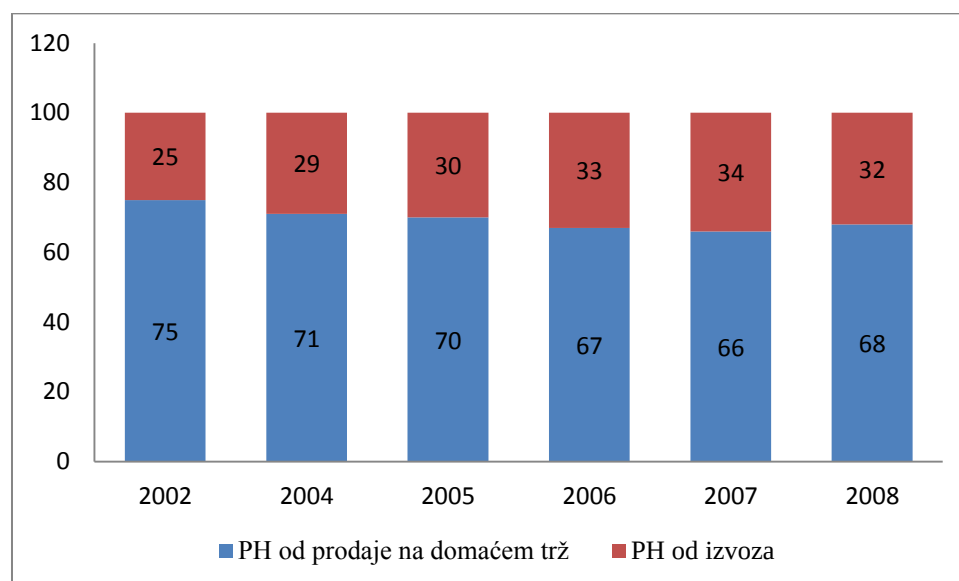
Poduzeće je u svih 6 prikazanih godina ostvarilo neto dobit iz osnovne djelatnosti što znači da su prihodi bili veći od troškova. Rast u godinama nakon preuzimanja je opravdana porastom prodaje na domaćem i vanjskom tržištu i zbivanjima na tržištu koji su išli u prilog

tvrtkinom poslovanju. Prihodi od prodaje ujedno zauzimaju većinski udio u ukupnim poslovnim prihodima poduzeća. U posljednjoj godini imamo prikazane i prihode od prodaje prirodnim plinom, što je okarakterizirano kao prekinuto poslovanje.

Tablica 11. Prihodi od prodaje poduzeća Ina d.d. izraženi u milijunima kuna (2002.;2004.2008.)

Stavka/Godina	2002.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Domaće tržište	9.564	11.281	13.485	14.352	14.975	16.114
• Prekinuto poslovanje						1.619
Izvoz	3.188	4.643	5.749	6.974	7.676	7.628
• Prekinuto poslovanje						45
UKUPNI PRIHODI OD PRODAJE	12.752	15.924	19.234	21.326	22.651	25.406

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr



Slika 7. Udjeli prihoda od prodaje na domaćem tržištu i od izvoza u ukupnim prihodima od prodaje poduzeća Ina d.d. (2002.;2004.-2008.)

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Ina d.d. kroz godine povećava svoju neto prodaju što se vidi kroz rast prihoda od prodaje čije brojke rastu kontinuirano. Iako ukupni prihodi od prodaje rastu, udio prihoda od prodaje na domaćem tržištu u ukupnim prihodima pokazuju lagani pad kroz godine, što se vidi iz

priložene tablice i grafa. Prosječna vrijednost koju dosežu kroz 6 promatranih godina je 70% od ukupne vrijednosti prihoda od prodaje. Prodaja na domaćem tržištu u odnosu na razdoblje prije preuzimanja bila je veća samo u 2005. Godini, kada je prodano 3.010 milijuna tona proizvoda od čega je prodaja prema trgovini na malo bila 1.100 tona. Od 2005. Godine prodaja naftnih proizvoda na domaćem tržištu opada, dok je izvoz jedino u posljednjoj prikazanoj godini bio manji od godine prije preuzimanja. Tablica 12. prati prihode od prodaje koje je generirala pojedina djelatnost poduzeća, dok kanal veleprodaje i maloprodaje možemo odvojeno pratiti tek od 2005. Godine. Iz tablice se da iščitati da pojedina djelatnost generira sve više prihoda iz godine u godinu te da poslovanje sa naftnim proizvodima poduzeću donosi najviši prihod. Veći prihod od prodaje pored smanjene prodaje rezultat je porasta cijena rafinerijskih proizvoda i porasta rafinerijskih marži. Tako je segment rafinerije i marketinga kroz koji djeluje kanal veleprodaje 2008. godine ostvario prodaju od 4.385 milijuna tona proizvoda, što je ujedno najmanja prodaja u petogodišnjem razdoblju nakon preuzimanja, ali je ostvario najveće prihode od prodaje zahvaljujući povoljnijim maržama prvenstveno u odnosu na godinu ranije. Pored trgovine naftom i derivatima koji čine glavninu poslovanja u ukupnoj prodaji poduzeća prirodni plin sudjeluje sa prosječnih 16%, a najniža prodaja je bila 2002. kada je prodano 2.632 milijuna m³. Najviša prodaja je ostvarena 2007. I 2008. sa prodajom od 3,1 milijardu m³ prirodnog plina. Prodaja prirodnog plina se ogleda kroz rad SD istraživanje i proizvodnja nafte i plina, koji generira kroz godine veće prihode. Veći prihodi od prodaje kroz godine su ostvarenih povoljnih marži na tržištu i aktivnih politika određivanja cijena iako je rast uvoznih cijena nafte premašivao cijene izvoza. Također maloprodajne cijene naftnih derivata iz godine u godinu povoljnije što pozitivno utječe na prodajne prihode trgovine na malo. Pored prodaje naftnih proizvoda trgovina na malo generira prihode i od prodaje proizvoda široke potrošnje. Naime, generator rasta cijena je povećana potražnja za energentima uzrokovana sve većim potrebama tržišta u razvoju s visokim stopama rasta (Kine i Indije) združena s političkom nesigurnošću u zemljama koje proizvode naftu. Na rast prihoda od prodaje također je pozitivno utjecalo izdavanje manjih rabata kroz godine.

Tablica 12. Analiza prihoda po djelatnosti poduzeća Ina d.d. izražena u milijunima kuna (2002.;2004.-2008.)

Stavka / Godina	2002.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Istraživanje i proizvodnja	2.933	3.662	3.688	4.282	5.012	5.454

Prijenos i plasman nafte i derivata	9.819	12.262	10.522	11.407	11.803	12.831
Trgovina na malo			4.985	5.611	5.793	7.111
Poslovne funkcije			39	26	43	10
<u>UKUPNO</u>	<u>12.752</u>	<u>15.924</u>	<u>19.234</u>	<u>21.326</u>	<u>22.651</u>	<u>25.406</u>

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

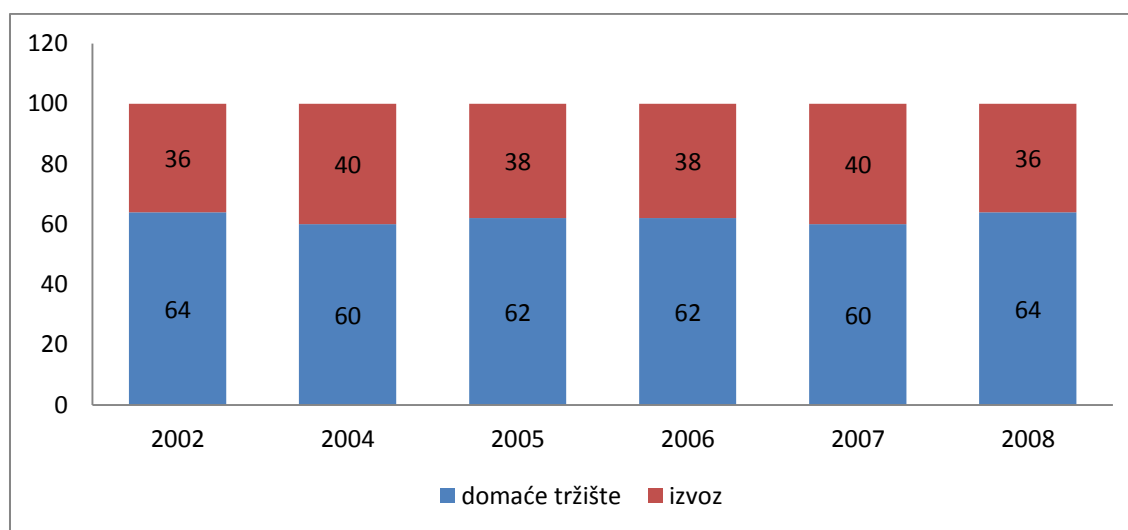
4.3.2.1. Veleprodaja poduzeća Ina d.d. (2002.; 2004.-2008.)

U nastavku rada će se prikazati rezultati segmenta veleprodaje poduzeća Ina d.d. Kanal veleprodaje se ogleda kroz segment djelatnosti Rafinerija i marketing. Ovaj segment ostvaruje jako dobre rezultate kroz godine zahvaljujući rastu cijena nafte na svjetskom tržištu što je dovelo do rasta cijena rafinerijskih proizvoda i rafinerijskih marži, izuzev 2007. I 2008. Godine čije su rezultate poljuljali nepovoljni tržišni utjecaji konstantnog rasta cijena naftnih proizvoda a ograničenosti kompenzacije ukupne cijene nafte kroz naftne derivate na tržištu u okviru Pravilnika za utvrđivanje cijena na domaćem tržištu. Cijena sirove nafte na svjetskom tržištu 2008. se kretala od 144 dolara po barelu što je do tada bila najviša zabilježena cijena pa do cijene od 35 dolara po barelu. Razlog takvom kretanju je pomutnja na financijskim tržištima i tržištima vrijednosnih papira zbog čega se višak likvidnih sredstava usmjerio na tržište roba, što je uzrokovalo rapidan skok cijena sirove nafte u prvoj polovici godine. pojavom recesije u svjetskom gospodarstvu potražnja za naftom je opala zbog čega je vrijednost barela propala. Od ukupno prerađene sirove nafte i sirovina, 80% kapaciteta je uvezeno sa Mediterana preko naftnog terminala JANAF u Omišlju do rafinerije Rijeka, a do rafinerije Sisak se nafta uvozi iz Rusije preko naftovoda Družba Adria, Tek 20% kapaciteta se proizvodi u RH. Pored domaćeg tržišta, Ina d.d. rafinerijske proizvode izvozi i na strana tržišta od kojih je glavno BiH zbog blizine i nižeg troška transporta. Pored BiH poduzeće izvozi i u Sloveniju, Srbiju, Crnu Goru, Albaniju i na Mediteran.

Tablica 13. Promet segmenta veleprodaje poduzeća Ina d.d. izražen u milijunima tona (2002.-2004-2008.)

Stavka/ godina	2002.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Prodaja na domaćem tržištu	2.966	2.891	3.010	2.877	2.881	2.794
Izvoz	1.673	1.988	1.846	1.828	1.936	1.591
<u>UKUPNO</u>	<u>4.639</u>	<u>4.879</u>	<u>4.856</u>	<u>4.705</u>	<u>4.817</u>	<u>4.385</u>

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr.



Slika 8. Udio domaće prodaje u ukupnoj prodaji naftnih derivata poduzeća Ina d.d. (2002.; 2004-2008.)

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Kao što se vidi iz grafikona, udio prodaje naftnih derivata na domaćem tržištu dominira u ukupnoj prodaji i sudjeluje u ukupnoj prodaji sa preko 60%. Prema postotku udio prodaje na domaćem tržištu je najviši 2002. godine kada iznosi 64% od ukupne prodaje čime je Ina opravdala tržišnu poziciju postavljenu ranijih godina. Zadržala je vodstvo na domaćem i povećala prodaju na tržište BiH što je i bio temeljni cilj, kao i proboj na novo tržište, u ovom slučaju Albansko. Na domaćem tržištu je prodano 2.966.000 tona od ukupnih 4.639.324. Na tržišnu poziciju INA d.d. utjecalo je ukidanje carina za uvoz naftnih proizvoda iz Mađarske, nova regulacija provoza naftnih derivata prema Sloveniji i Bosni i Hercegovini te privatizacija Jugopetrola Kotor⁴⁷. Smanjenje carina utjecalo je na smanjenje rafinerijskih i veleprodajnih cijena poduzeća.

2004. godine Ina je zadržala visoku tržišnu poziciju ostvarivši udio od gotovo 60% od ukupne prodaje naftnih derivata, točnije na hrvatskom tržištu je prodano 2.891.000 tona derivata. Unatoč nižoj prodaji na ostvarenje visokog financijskog rezultata ovog segmenta utjecao je rast cijena rafinerijskih proizvoda te rast rafinerijskih marži. Iako je ostvarena niža prodaja na domaćem tržištu, porastao je izvoz i to prvenstveno u BiH zbog blizine. 2004. razgraničene

⁴⁷ Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2002. godinu, [Internet], raspoloživo na: https://ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/INA_GI_2002.pdf

su veleprodaja i maloprodaja, pa se oba kanala prodaje mogu posvetiti na svoje specifične aktivnosti u cilju zadovoljstva potrošača. U 2005. i 2006. udio domaće prodaje u ukupnoj iznosi 62%, dok je 2006. količina prodane robe bila 133.000 tona manja nego godinu prije. Cijene na domaćem tržištu, kao i izvozne, su rasle u odnosu na ranija razdoblja što je doprinijelo boljim rezultatima poslovanja. Udio prodaje na domaćem tržištu 2007. je bio 60%, a 2008. približno 64%. Kada se pogleda količina prodane robe u 2008. Godini dolazi do pada prodaje za 3% jer je prodano 2.794.000 tona nafte naspram 2.881.000 tona prodanih u 2007. U obadvije godine poduzeće se suočavalo sa nepovoljnim uvjetima na tržištu s kojima se trebalo izboriti za uspješne rezultate. Ovaj segment djelatnosti poduzeća se 2007. godine suočavao sa povećanom konkurencijom na tržištu te nemogućnosti slobodnog formiranja cijena na tržištu dok su cijene nafte na svjetskom tržištu i dalje nastavile rasti što znači da je uvoz nafte nastavio poskupljivati. Trend rasta cijena nafte nastavljen je i u prvoj polovici 2008. Što Ina d.d. nije uspjela slijediti cijenom naftnih proizvoda. Druga polovica godine je obilježena naglim padom cijena nafte i naftnih proizvoda. Prosječna rafinerijska marža je bila 2,7% viša u odnosu na 2007.

4.3.2.2. Maloprodaja poduzeća Ina d.d. (2002.;2004.-2008.)

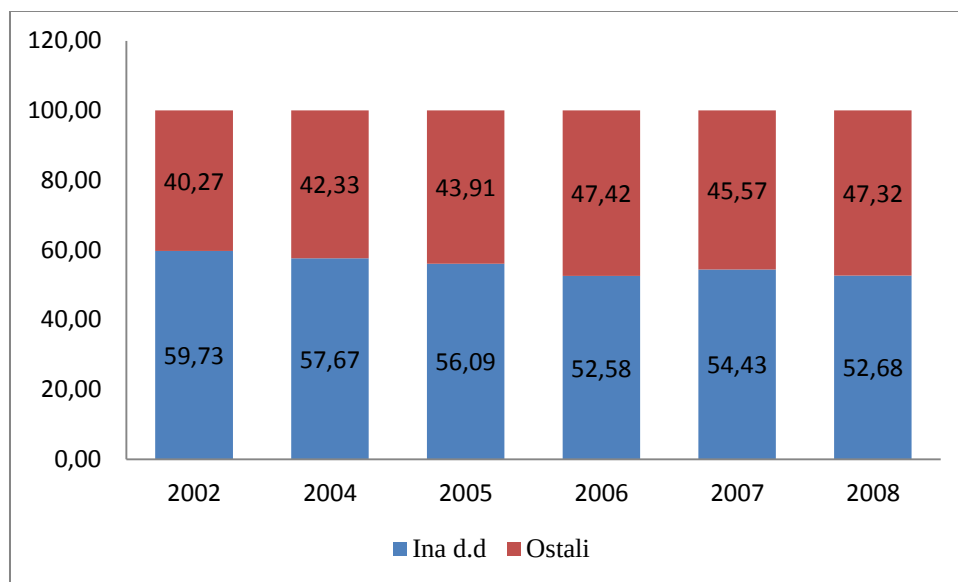
Sektor trgovine na malo podrazumijeva nabavu, transport, skladištenje i maloprodaju derivata i proizvoda široke potrošnje. Prodajna mreža benzinskih postaja posebno je značajna za tržišnu poziciju svake vertikalno integrirane naftne korporacije.⁴⁸ Ona je osnova vlastite prodaje. Bez prodajne mreže benzinskih postaja u nekoj zemlji korporacija nema osiguranu tržišnu poziciju, nego samo "privremeni boravak", a prodaja se svodi na moguću prodaju pojedinih proizvoda preko "trećih".⁴⁹

Na domaćem tržištu Ina se suočava sa velikom konkurencijom u distribuciji naftnih proizvoda, što znači da vlada oligopolska struktura, koja je i karakteristična za naftnu industriju. S obzirom na smanjenje broja benzinskih postaja u Europi, naftne kompanije su uvidjele potencijal u RH, odnosno potrebu za osvajanjem maloprodajnog tržišta u RH. Na ovaj način se planiralo okončati propadanje profitabilnosti kompanija uzrokovano inflacijom troškova (radna snaga, informatizacija, promocija, razna eko-ulaganja) i pritiskom na marže zbog cjenovne konkurencije za zasićenim europskim tržištima.

⁴⁸ Strujić, B., (2005.) Benchmarking naftne industrije, Zagreb, INA, Sektor Strateškog planiranja i razvoja poslovanja; str. 6

⁴⁹ Butigan R. (2008): Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte;

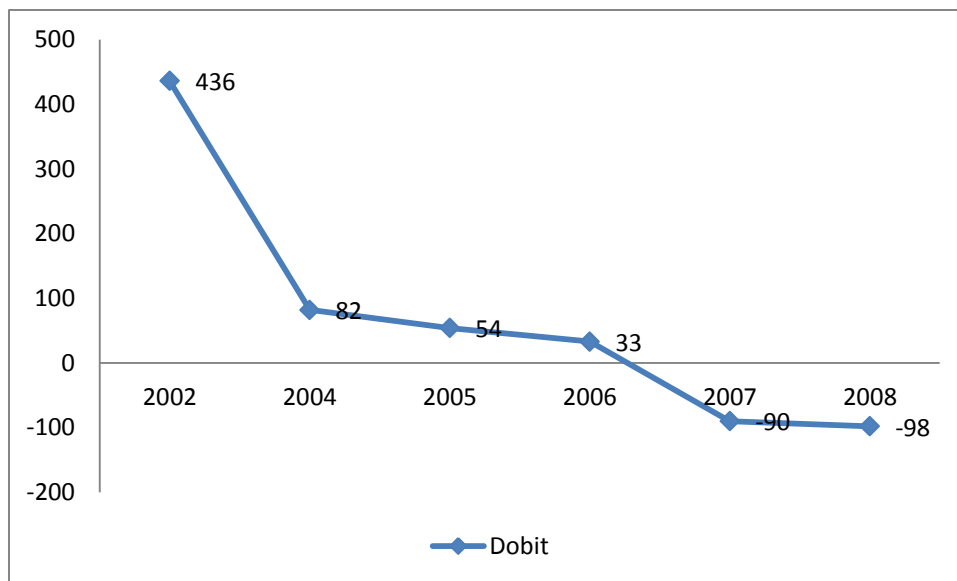
Glavni konkurenti na domaćem tržištu su Petrol, Crodex, Tifon, Lukoil, a ostalo su privatne postaje.



Slika 9. . Maloprodajna mreža naftnih derivata u RH (2002.;2004.-2008)

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Graf iznad nam daje uvid u broj benzinskih postaja na domaćem tržištu po godinama. Vidljivo je da Inine benzinske postaje dominiraju u cijelom razdoblju, odnosno Ina d.d. drži više od polovice maloprodajne mreže naftnih derivata u RH i ima najveći udio u maloprodaji naftnih derivata po prodanim količinama. U 2002. Godini Ina d.d. na području RH je u posjedu 393 benzinske postaje od ukupnih 658 što joj je osiguralo udio od skoro 60% na tržištu maloprodaje. Do kraja 2004.godine u rad je pušteno još 17 benzinskih, pa ukupan broj postaja koje Matica ima na domaćem tržištu je narastao na 410. Tržišni udio se smanjio na približno 58%. U 2008. Poduzeće je sa 413 benzinskih postaja u ukupnom broju sudjelovao sa nešto manje od 53% što pokazuje da je tržišni udio poduzeća od početka do kraja promatranog razdoblja opao za 7,05 postotnih poena no i dalje je Ina zadržala više od polovice maloprodajnog tržišta.



Slika 10. Dobit segmenta trgovine na malo poduzeća Ina d.d. izražena u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.)

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Tablica 12. Prodana količina naftnih derivata poduzeća Ina d.d. po benzinskim postajama u RH u milijunima tona (2002.; 2004.-2008.)

Godina/ Stavka	2002	2004	2005	2006	2007	2008
Prodana količina	1,17	1,154	1,100	1,154	1,163	1,316

Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na www.ina.hr

Kako je 2004 došlo do razdvajanja veleprodaje i maloprodaje, nemoguće je utvrditi točnu vrijednost dobiti segmenta maloprodaje za 2002.godinu.

Unatoč velikoj konkurenciji na maloprodajnom tržištu, trgovina na malo je ostvarivala dobre poslovne rezultate. Prodana količina po benzinskim postajama je u okvirima planirane prodaje i pokazuje rast kroz godine. Iako prodane količine i maloprodajne cijene derivata rastu dobit ove osnovne djelatnosti ima silazni trend kroz godine. Dobit poduzeća Ina d.d. 2004. Godine je iznosila je 45 milijuna kuna. Prodano je 1,154 543 tone nafte. 41% maloprodaje činila su motorna goriva, 56 % od ukupne prodaje se odnosi na plinska ulja . Promet od prodaje robe široke potrošnje iznosio je 437,35 milijuna kuna plus PDV. U 2004. Godini je u rad pušteno 10 novih benzinskih postaja, 2 su kapitalno rekonstruirane a dio je moderniziran što je također utjecalo na dobit segmenta. Već 2005. Godine dobit je niža za 28 milijuna HRK kao posljedica novog ekonomskog modela donesenog godinu ranije. Prodaja je neznatno niža, a

glavninu prodanih derivata i dalje čine goriva (benzini i plinska ulja) sa udjelom od 97% u ukupnoj prodaji. Prodaja robe široke potrošnje ostvarila je promet od 485,4 milijuna kuna bez PDV-a što je rast od 9,9 % u odnosu na godinu ranije. 2006. se osjeti novi pad i to prvenstveno zbog nižih maloprodajnih marži i ograničenja cijena motornih goriva na domaćem tržištu, što je utjecalo na gubitke u ovoj djelatnosti naredne dvije godine, bez obzira na porast količine prodanih derivata i robe široke potrošnje. Tako je do kraja problemskog razdoblja ovog rada SD trgovina na malo pretrpjela strmoglavi pad na gubitak u iznosu 98 milijuna HRK. Već 2007. Godine dobit segmenta trgovine na malo prelazi u gubitak u iznosu od 90 milijuna, za 123 milijuna kuna nepovoljniji rezultat u odnosu na godinu ranije. U odnosu na 2007. Godinu, u 2008. prodana je veća količina derivata po benzinskim postajama, približno 1 316 000 tona, međutim visoki troškovi otvaranja novih benzinskih postaja i veće prosječne plaće uz već spomenute probleme rezultirale su ovim iznosom. 98% prodaje se odnosi na goriva, dok ne goriva (ulja, maziva, plin u boci) sudjeluju sa 2%. Prodajom robe široke potrošnje ostvaren je 9% veći promet nego godinu ranije u iznosu od 616 milijuna kuna plus PDV.

4.4. Rezultat istraživanja

Na temelju financijskih izvještaja prikazano je Inino poslovanje prije i nakon preuzimanja. Bitno je napomenuti da ovi podaci pokazuju matematičke izračune vezane za određene kategorije poslovanja, međutim treba ih uzeti s dozom opreza jer se pravo stanje može utvrditi kad se sagledaju sve komponente preuzetog poduzeća. Također prikazane komponente su preuzete iz nekonsolidiranog računa dobiti i gubitka odnosno nekonsolidirane bilance poduzeća Ina d.d.

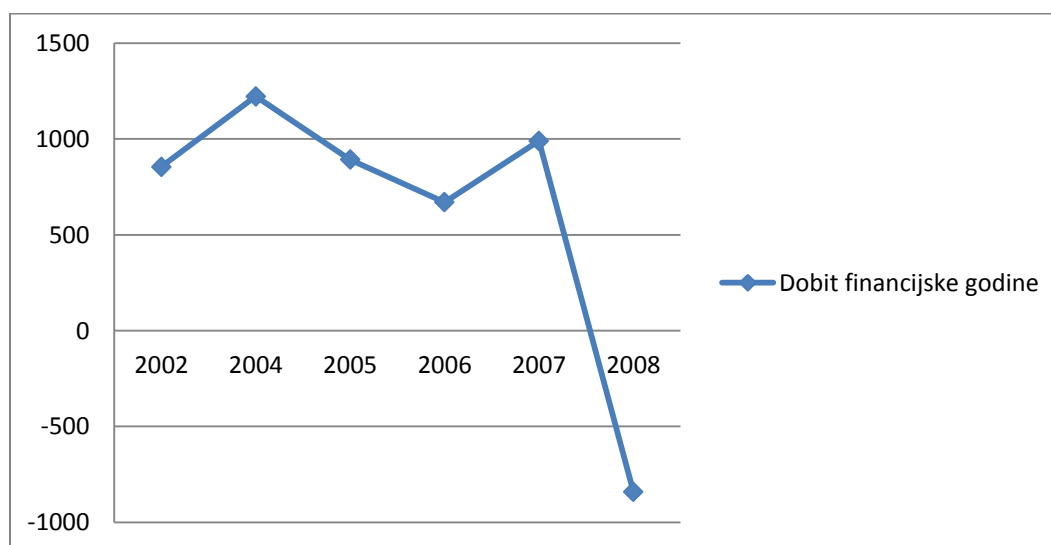
Na temelju prethodno analiziranih podataka testirat ćemo utvrđene hipoteze koje su bile sljedeće:

H1: Preuzeto poduzeće u vremenu nakon preuzimanja posluje profitabilnije i učinkovitije

H2: Preuzeto poduzeće u vremenu nakon preuzimanja povećava svoj tržišni udio i tržišnu moć na domaćem tržištu

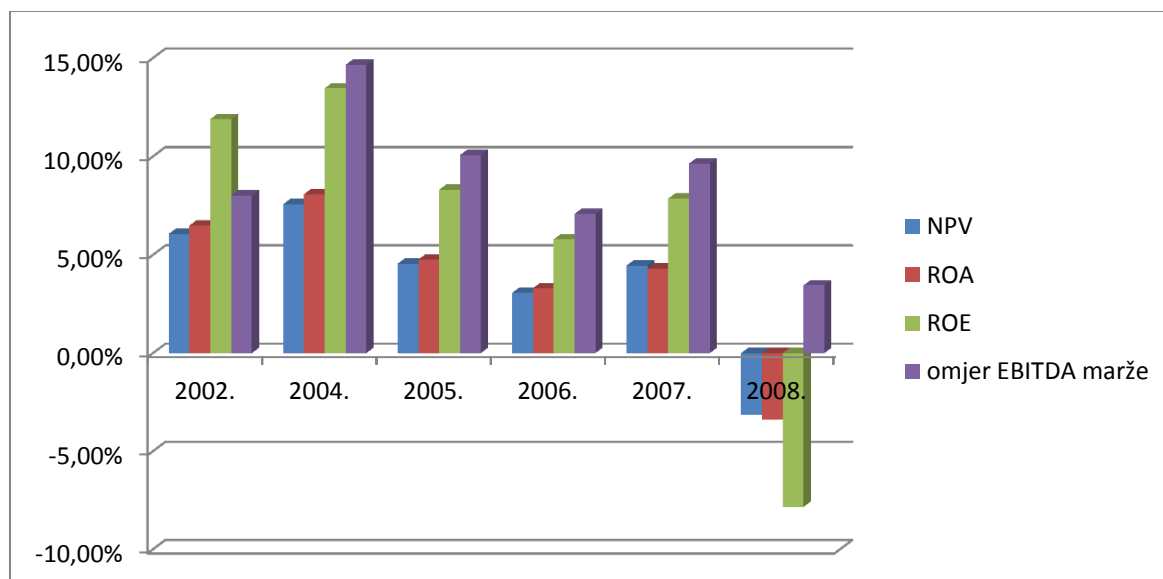
Za potkrjepljivanje prve hipoteze prikazan je Račun dobiti i gubitka poduzeća Ina d.d., te su se računali pokazatelji profitabilnosti kojima je cilj prikazati uspješnost poslovanja poduzeća na kraju godine.

Analizom računa dobiti i gubitka došli smo do konačnog rezultata poslovanja poduzeća na kraju promatranih godina. Iz prikaza se vidi da je u prvoj godini nakon preuzimanja, Ina d.d. ostvarila povoljnije rezultate poslovanja, ostvarivši porast dobiti od 368 milijuna kuna. Na ostvarenje ovakvog rezultata utjecalo je porast poslovnih prihoda zahvaljujući rastu prodanih proizvoda, a time i prihoda od prodaje. Na prihode od prodaje pozitivno je utjecao rast cijena derivata, koje su rasle sukladno rastu cijena nafte na svjetskom tržištu. Porast poslovnih i financijskih prihoda u prvoj godini nakon preuzimanja bio je dostatan da se pokrije pad financijskih prihoda i rast poslovnih i financijskih rashoda, te uz podmirenje obveze poreza od 291 milijun kuna ostvari najbolji financijski rezultat u godinama obuhvaćenim ovim radom. Financijski rezultat u godinama iza varira, iz pada vrijednosti u ponovni rast, pa pad. Do kraja prikazanog razdoblja poduzeće je iz dobitka prešlo u gubitak financijske godine u iznosu od 840 milijuna kuna kada se uračunaju gubici od prekinutog poslovanja u iznosu od 1.450 milijuna kuna. Bez uračunatih gubitaka zbog prekida u plinskom poslovanju poduzeće je ostvarilo dobitak u iznosu od 610 milijuna kuna. Kretanje cijena nafte na svjetskom tržištu se nepovoljno odrazilo na poslovanje poduzeća budući da je domaće tržište nafte bilo regulirano i Ina d.d. nije mogla cijene derivata prilagođavati rastu cijena uvozne nafte i plina, a s padom cijene sirove nafte pale su i cijene derivata na domaćem tržištu. Pored toga, nepovoljno kretanje tečaja kuna dolar rezultirao je negativnim tečajnim razlikama što je dodatno poljuljalo financijske rezultate na kraju godine. S obzirom na nepovoljnosti na koje je kompanija naišla, ostvarila je rast poslovnih prihoda za 3.351 milijuna kuna u odnosu na godinu ranije zahvaljujući rastu prihoda od prodaje.



Slika 11. Dobit financijske godine poduzeća Ina d.d. izražena u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.)

Izvor: izrada autora



Slika 12. Pokazatelji profitabilnosti

Izvor: izrada autora

Pokazatelji profitabilnosti ROA, ROE, NPV, pokazuju sličnu dinamiku kretanja kroz godine. U godini nakon preuzimanja rastu do maksimalnih vrijednosti, nakon čega im dvije godine vrijednost pada, 2007. godine opet raste da bi 2008. ostvarile pad u negativnu vrijednost. Razlog ovakvom kretanju je što su direktno ovisne o kretanju dobiti poduzeća, koje pokazuje istu promjenu vrijednosti kroz razdoblje. Kada bi se za 2008. godinu umjesto gubitka od 840 milijuna kuna, za izračun pokazatelja koristila dobit od 610 milijuna kuna razlika ne bi bila ovoliko drastična u odnosu na ranija razdoblja i pokazatelj ne bi imao negativan predznak, ali bi mu i dalje vrijednost bila najniža u prikazanom vremenu pa se u konačnici može doći do istog zaključka po pitanju objašnjenja postavljene hipoteze. Za razliku od prethodna tri pokazatelja, omjer EBITDA marže nije negativan u zadnjoj godini ali je najniži u prikazanom razdoblju.

EBITDA je najniža 2008. Godine, dok je u preostalom razdoblju nakon preuzimanja ostvarila višu vrijednost u odnosu na godinu prije preuzimanja.

Pregledom gore prikazanih pokazatelja prikazanih u prvih pet godina od prve faze privatizacije naftne kompanije Ina d.d. i praćenjem njihova kretanja kroz godine, može se

zaključiti da im je vrijednost smanjena u konačnoj godini naspram godine prije preuzimanja, izuzev početnog uzleta u prvoj dvije godine nakon preuzimanja. Sagledavši sve pokazatelje profitabilnosti može se doći do zaključka da se prva hipoteza „**Preuzeto poduzeće povećava svoju profitabilnost na razini poduzeća**“ može **djelomično prihvatiti**, zbog povoljnih rezultata u prve dvije godine od preuzimanja. Drugim riječima u dvije godine nakon preuzimanja poduzeće je ostvarilo veću neto dobit nego prije preuzimanja, a pokazatelji profitabilnosti ostvaruju povoljne rezultate. U konačnici je poduzeće iz dobiti prešlo u gubitak a pokazatelji su ostvarili najniže rezultate

Analiza druge hipoteze ogleda se u prikazu promjena koje su zadesile kompaniju u vidu prihoda od prodaje, promjena u maloprodaji i veleprodaji. Suočena sa rastom konkurencije na domaćem tržištu, ali i internim i vanjskim turbulencijama koje su je zadesile, Ina d.d. se ulaganjem u prodajne i proizvodne kapacitete te ulaganjem u kvalitetu proizvoda nastojala oduprijeti i nastaviti uspješnu tradiciju vladanja naftnim tržištem u RH. Kroz razdoblje, Ina d.d. je otvarala nove benzinske postaje, redizajnirala postojeće i zatvarala neprofitne. Prije preuzimanja maloprodajna mreža naftnih derivata u Hrvatskoj brojila je ukupno 658 benzinskih postaja od kojih je 60% pripadalo domaćoj naftnoj kompaniji. U sljedećih pet godina Ina je otvarala nove benzinske postaje, međutim s rastom konkurencije udio Ininih maloprodajnih središta se smanjivao u korist konkurencije, da bi u konačnici njezin tržišni udio bio nešto niži od 53%, sa 413 benzinskih postaja na ukupnih 784. Bez obzira na gubitak tržišnog udjela, Ina je i dalje zadržala primat u opskrbi domaćeg tržišta naftnim derivatima zadržavši više od polovice tržišta. Dobit segmenta maloprodaje od preuzimanja počinje opadati, do kraja razrađenog razdoblja iz pozitivnih je prešla u negativne vrijednosti. Razlozi takvom kretanju nalaze se u visokim troškovima otvaranja novih benzinskih, smanjenju maloprodajnih marži i ograničenja na maloprodajne cijene derivata kao i u rastu prosječnih plaća zaposlenih u ovom segmentu. Prodaja derivata putem benzinskih postaja nije pokazivala drastične razlike prije i poslije preuzimanja, može se primijetiti da je u prvim godinama ostvaren pad prodaje koji od 2006. počinje rasti.

SD Rafinerije i veleprodaja ostvaruje dobre rezultate kroz godine. Prije preuzimanja ovaj segment se borio sa niskim rafinerijskim maržama da bi već u prvoj godini nakon preuzimanja cijena derivata pratila rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu što je doprinijelo dobrim rezultatima ovog segmenta. Rast cijena se nastavio i u godinama iza. U prvoj godini nakon preuzimanja ukupna prodaja je porasla, zahvaljujući porastu prodaje na domaćem tržištu kao i porastu prodaje na izvoznim tržištima. Prodaja na domaćem tržištu

činila je 64% od ukupne prodaje. Sve do 2008. Godine ukupna prodaja je bila veća u odnosu na 2002., dok je prodaja na domaćem tržištu lagano opadala pa je do 2007. držala udio od 60% u ukupnoj. 2008. Godine udio ponovno raste na postotak koji je bio u godini prije preuzimanja ali uz smanjenu prodaju.

U konačnici, kada sagledamo Ukupne prihode od prodaje, vidi se da oni svake sljedeće godine veći od prethodne, tako su do kraja obračunskog razdoblja narasli za 10.990 milijuna kuna usporedno sa 2002. Godinom. Rast je rezultat porasta prihoda od prodaje na domaćem tržištu ali i porasta prihoda od izvoza na vanjska tržišta. Iako su prihodi od prodaje u porastu prodaja nafte i derivata na domaćem tržištu opada, što se prvenstveno ogleda kroz pad prodaje putem kanala veleprodaje. Ono što je također vidljivo je da je porast prihoda od izvoza rastao u većem iznosu od prihoda od prodaje na domaćem tržištu, pa se udio prihoda od prodaje na domaćem tržištu u ukupnim prihodima smanjivao iz godine u godinu. Najviši udio je imao 2002. Godine u iznosu od 75% od ukupnih prihoda, 2004. 71%, a do kraja 2008. Udio je pao na 68%. Razlog većim prihodima od prodaje je rast prodajnih cijena naftnih derivata kroz razdoblje, i na domaćem i izvoznom tržištu, kao i izdavanje manjih popusta i rabata na prodajne cijene.

Iako je poduzeće kroz godine izgubilo dio maloprodajnog tržišta u korist konkurencije, ostvarilo gubitke u ovom segmentu, prodalo manje naftnih proizvoda putem kanala veleprodaje ostvareni su veći ukupni prihodi od prodaje kao i prihodi od prodaje u okvirima RH, što **potvrđuje drugu hipotezu da preuzeto poduzeće u vremenu nakon preuzimanja povećava tržišni udio na domaćem tržištu.**

5. ZAKLJUČAK

Izrazito uspješna domaća naftna kompanija Ina d.d., kroz povijest je nekoliko puta mijenjala organizacijsku strukturu, preko državnog vlasništva kada je u stopostotnom iznosu bila u rukama Vlade RH do dioničkog društva 1993. godine kada započinje njena privatizacijska etapa. Pod ciljem jačanja konkurentskog položaja i financijskog napretka hrvatski sabor je 2002. Godine raspisao javni natječaj za prodaju 25% plus jedne dionice poduzeća Ina d.d. Ponudivši najveći iznos na natječaj, mađarska naftna kompanija MOL, 2003. otkupljuje dionice i postaje Inin strateški partner. Ovime je se završila prva privatizacijska etapa. Do kraja 2008. Vlada RH je posjedovala manje od 50% dionica, točnije 44,85%, a najveći dioničar postaje MOL sa 47,16% dionica.

Cilj ovog diplomskog rada je prikazati i teorijski i brojčano, je li preuzimanje Ine polučilo pozitivne rezultate, odnosno je li preuzimanje bilo uspješno. Kao glavni motiv za spajanja i preuzimanja, u literaturama, se navodi sinergija. Ostvarivanje operativne i financijske sinergije kroz povećanje prihoda, smanjenje troškova, kroz stjecanje novih tehnologija i slično glavni je zadatak menadžmenta i pretpostavlja se ukoliko se ne realizira kroz godinu dana od preuzimanja da se neće ni realizirati.

Izračuni ostvareni u pojedinoj poslovnoj godini daju nam određene zaključke koliko je ovo preuzimanje bilo uspješno i je li Ina poslovala bolje prije ili nakon MOL-ovog preuzimanja. U konačnici ovog rada donesen je zaključak da utjecaj preuzimanja na poslovanje poduzeća u vidu profitabilnosti nije u potpunosti opravdano ali se može djelomično prihvatiti jer je nakon početnog rasta u prikazanim rezultatima ostvaren pad. Naime, za prvu hipotezu autor je prikazao Račun dobiti i gubitka po pojedinoj godini, 2002. godina koja predstavlja razdoblje prije preuzimanja, te razdoblje od 2004. do 2008. godine kao razdoblje poslovanja skupa sa strateškim partnerom. Na temelju izračuna iz Računa dobiti i gubitka prikazani su i izračuni četiri pokazatelja profitabilnosti. Iz prikazanih pokazatelja se vidi da je poduzeće prvenstveno u prve dvije godine nakon preuzimanja poslovalo bolje nego prije preuzimanja, dok svi pokazuju negativne vrijednosti za zadnju prikazanu godinu.

Druga hipoteza koja je u potpunosti prihvaćena sugerira da preuzeto poduzeće povećava tržišni udio i tržišnu moć u industriji i na promatranom tržištu, u ovom slučaju domaćem, objašnjena je prikazom prometa kanala maloprodaje i kanala veleprodaje, te prikazom Ukupnih prihoda od prodaje proizvoda i usluga poduzeća. Ulaganja u maloprodajna središta,

te kvalitetu proizvoda nisu bila dostatna da se Ina sačuva od naleta konkurencije i sačuva udio u maloprodajnoj mreži naftnih derivata od 60%. Udio se smanjio, ali je Ina i dalje zadržala više od polovice maloprodajnog središta. Prodaja preko benzinskih postaja je narasla, ali je dobit segmenta trgovine na malo ostvarila veliki pad u gubitak. Segment veleprodaje bilježi pad prodaje naftnih derivata u 2008. godini naspram 2002., dok udio prodaje na domaćem tržištu u ukupnoj prodaji ostaje na istih 64%. Razlog tome je i smanjenje izvoza. Bez obzira na sve prihodi od prodaje su konstantno rasli kroz razdoblje što je samo po sebi dostatno da se zaključi da je tržišni udio povećan.

SAŽETAK

S obzirom na turbulentnost i neizvjesnost poslovnog okruženja pojedina poduzeća će se naći u situaciji bez mogućnosti napretka i ostvarenja ciljeva zbog čega pribjegavaju spajanjima i preuzimanjima. Preuzimanje podrazumijeva svako prebacivanje kontrolnog paketa dionica poduzeća od jedne grupe dioničara na drugu. Preuzimanja sa sobom nose brojne prednosti, poput smanjenja troškova, lakši pristup kapitalu, pristupe novim tržištima i kupcima, ali nose i određene rizike budući da su to neizvjesni procesi. Kako bi se pobliže približio pojam preuzimanja istražena je povijest preuzimanja, motivi kao i oblici preuzimanja, metode mjerenja uspješnosti preuzimanja i slično. Na primjeru poduzeća Ina d.d. istraženo je kako je preuzimanje utjecalo na uspjeh njegovog poslovanja, točnije na profitabilnost i tržišni udio. U empirijskom dijelu rada dokazano je da privatizacija Ine i prodaja njenih dionica mađarskoj naftnoj kompaniji u konačnici pozitivno utjecala na tržišni udio u vidu rasta prihoda od prodaje, ali samo djelomično na rast profitabilnosti što se prvenstveno ogleda na povoljnije rezultate u prvim godinama nakon preuzimanja ali ne i u cijelom razdoblju.

Ključni pojmovi : *preuzimanje, profitabilnost, tržišni udio*

SUMMARY

Considering the turbulency and uncertainty of the business environment some of the companies will find themselves in the situations without the possibilities of the progress or achieving goals for which they resort to mergers and acquisitions. Acquisition implies every transfer of the control packet of stocks from one shareholder group to another. Acquisition brings many advantages, such as expense reduction, easier access to capital, access to new targets, but also brings certain risks. In order to explain and to define the term of acquisition, the history, motives, forms, methods of estimating the success etc. are being carried out. In case of Ina d.d. it has been conducted a research of the effects of acquisition on its success, more precisely on its profitability and market share. In the empirical part of the research paper it is proven that the privatisation of the Ina d.d. and selling its shares to hungarian petroleum company has had a positive effect on the target company in the matter of it's market share considering the growth of the sales revenue, but only partially on it's profitability because of the better results in the first two years but not in the whole period of time.

Keywords: *acquisition, profitability, market share*

POPIS TABLICA

Tablica 1. Struktura dioničara poduzeća Ina d.d. Na dan 31. Prosinca 2018.....	25
Tablica 2. Ina grupa.....	26
Tablica 3. Račun dobiti i gubitka poduzeća Ina d.d. Izražen u milijunima kuna (2002.;2004-2008.)	43
Tablica 4. Skraćeni račun dobiti i gubitka iz prekinutog poslovanja poduzeća Ina d.d. Izražen u milijunima kuna za 2008. Godinu.....	45
Tablica 5. Dobit financijske 2008. Godine poduzeća Ina d.d. Prikazana u milijunima kuna. .	45
Tablica 6. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka poduzeća Ina d.d. Izražena u milijunima kuna (2002.;2004-2008)	46
Tablica 7. Prikaz neto profitne marže poduzeća Ina d.d. Prikazana u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.)	48
Tablica 8. Ebitda poduzeća Ina d.d. u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.).....	49
Tablica 9. Povrat na ukupnu imovinu poduzeća Ina d.d. (2002.;2004-2008.)	50
Tablica 10. Povrat na vlastiti kapital poduzeća Ina d.d. (2002.;2004-2008.).....	51
Tablica 11. Prihodi od prodaje poduzeća Ina d.d. Izraženi u milijunima kuna (2002.;2004.2008.).....	55
Tablica 14. Prodana količina naftnih derivata poduzeća Ina d.d. Po benzinskim postajama u rh u milijunima tona (2002.; 2004.-2008.)	61

POPIS SLIKA

Slika 1. Preuzimanje poduzeća.....	13
Slika 2. Pripajanje poduzeća	13
Slika 3. Spajanje poduzeća.....	15
Slika 4. Udio RH u Ini do 2007.....	35
Slika 5. Kretanje maloprodajnih cijena derivata nafte u razdoblju od 2002 do 2014. Godine u RH	53
Slika 6. Kretanje maloprodajnih cijena naftnih derivata u razdoblju od 2015.-2018. Godine u RH	54
Slika 7. Udjeli prihoda od prodaje na domaćem tržištu i od izvoza u ukupnim prihodima od prodaje poduzeća Ina d.d. (2002.;2004.-2008.)	55
Slika 8. . Maloprodajna mreža naftnih derivata u RH (2002.;2004.-2008.).....	60

Slika 9. Dobit segmenta trgovine na malo poduzeća Ina d.d. Izražena u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.)	61
Slika 10. Udio domaće prodaje u ukupnoj prodaji naftnih derivata poduzeća Ina d.d. (2002.; 2004-2008.).....	58
Slika 11. Dobit financijske godine poduzeća Ina d.d. Izražena u milijunima kuna (2002.; 2004.-2008.).....	64
Slika 12. Pokazatelji profitabilnosti	64

LITERATURA

1. BAHTIJAREVIĆ- ŠIBER, F., SIKAVICA, P (2002): Leksikon menadžmenta, Masmedia, Zagreb
2. BAJO A. I KLEMENČIĆ I. (2012): Cijena nafte i naftnih derivata; *raspoloživo na:* <https://www.ijf.hr/upload/files/file/PV/2012/7-8/bajo-klemencic.pdf>
3. BERTONCEL, A. (2006): Akvizicije, Zagreb: Narodne novine d.d.
4. BELAK V.(1995): Menadžersko računovodstvo, RRiF plus d.o.o., Zagreb,
5. BRUNER, R. F. (2001): Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker [Internet], University of Virginia. *raspoloživo na:* <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.201.6327> (28/08/2018).
6. BUTIGAN R (2008): Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte. *Raspoloživo na :* <https://hrcak.srce.hr/23067>
7. CURNIĆ, M. (2011): Poslovna preuzimanja u Hrvatskoj. *Raspoloživo na:* <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst:1530/preview> (28/08/2018).
8. FELDMAN, L. M. (2000): Avoiding the Seven Deadly Sins of Postmerger Integration. Bank Accounting & Finance, Vol. 13, Issue 4, str. 29-34.
9. FILIPOVIĆ, D. (2011): Integracijski procesi. U: Galetić, L. (ur.) Organizacija velikih poduzeća str. 509.-530., Sinergija, Zagreb
10. FILIPOVIĆ, D. (2012): Izazovi integracijskih procesa: rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza, Zagreb: Sinergija nakladništvo.
11. FILIPOVIĆ, I. (2009.) Revizija, Zagreb: Sinergija
12. GAUGHAN, P.A. (2007): Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey
13. HENRY D. I JESPERSEN F. F. (2002): Mergers: why most big deals don't payoff, BusinessWeek. *Raspoloživo na:* <http://www.latrobe-financial-management.com/Research/Accounting/Mergers%20Why%20Most%20Big%20Deals%20Don%27t%20Pay%20Off.pdf> (28/08/2018)
14. JEŽOVITA A . (2016) Analiza marže profita kao odrednice profitabilnosti poslovanja poduzeća. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, (Posebno izdanje 2016),. *Raspoloživo na :* <https://hrcak.srce.hr/203924>
15. MATIĆ B., BILAS V. I BAČI V. (2011): "Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji", Ekonomski vjesnik, vol. XXIV, br. 1, [Internet], *raspoloživo na :* <https://hrcak.srce.hr/70555>.

16. NICKELS, G. W., MCHUGH, M. J., MCHUGH, M.S. (2002): Understanding Business, McGraw-Hill, New York
17. NOVAK B. (2000): Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava. Ekonomski vjesnik. Br. 1 i 2 (13):[Internet], raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/200280> [Pristupljeno: 14.12.2018]
18. RADŽEPAGIĆ D. (2013): Energetika i naftna industrija; Internet: <https://repozitorij.rgn.unizg.hr/islandora/object/rgn%3A52/datastream/PDF/view>
19. SIKAVICA, P., NOVAK, M. (1999): Poslovna organizacija, Informator, Zagreb
20. Strujić, B., (2005.) Benchmarking naftne industrije, Zagreb, INA, Sektor Strateškog planiranja i razvoja poslovanja
21. ŠUNDOV M. (2016): Promjene u društvu, završni rad, EFST, Split [Internet], raspoloživo na: <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A426/datastream/PDF/view> [Pristupljeno: 14.12.2018.]
22. TIPURIĆ, D., HRUŠKA, D., RONČEVIĆ, A. (2008), Tržište za korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb,
23. TIPURIĆ, D. i MARKULIN, G. (2002): Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentске prednosti. Zagreb: Sinergija nakladništvo
24. VAIĆ S. I DVORNIČIĆ M. (2014): Pripajanje i spajanje društava s ograničenom odgovornošću u republici hrvatskoj, Članak [Internet], raspoloživo na: <https://vaic.hr/novosti-i-publikacije-hr/pripajanje-i-spajanje-drutava-s-ogranicenom-odgovornocu-u-republici-hrvatskoj/> [Pristupljeno: 01.05.2019.]
25. VIDUČIĆ, L (2008).: Financijski menadžment, Sveučilište u Splitu, Zagreb,
26. VUJEVIĆ, I. (2004): Financijska analiza u teoriji i praksi, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Split,
27. ŽAGNER, K., ŽAGNER, L (1999.).: Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia.

Internet izvori:

1. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2002. godinu, [Internet], raspoloživo na: https://ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/INA_GI_2002.pdf

2. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2003. godinu, [Internet], raspoloživo na: https://ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/INA_GI_2003.pdf
3. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2004. godinu, [Internet], raspoloživo na: https://ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/INA_GI_2004.pdf
4. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2005. godinu, [Internet], raspoloživo na: https://ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/INA_GI_2005.pdf
5. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2006. godinu, [Internet], raspoloživo na: <https://www.ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/ina-god-izvj2006.pdf>
6. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2007. godinu, [Internet], raspoloživo na: <https://www.ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/ina-god-izvj2007-1.pdf>
7. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2008. godinu, [Internet], raspoloživo na: <https://www.ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/revidirani-fin-izvj-31-12-2008.pdf>
8. Ina d.d.: Financijsko izvješće za 2018. godinu, [Internet] raspoloživo na : <https://www.ina.hr/wp-content/uploads/2020/01/AFS-2018-INA-Group-and-INA-dd-HRV.pdf>
9. <https://www.ina.hr/o-kompaniji/povijest/24>
10. www.efos.unios.hr/specijalisticki-studij-financije.../wp.../07/Novak_B_KF_4.ppt
11. <https://www.jutarnji.hr/vijesti/petar-flekovic-kako-smo-stvorili-najmocniju-naftnu-kompaniju-u-ovom-dijelu-europe...i-kako-je-zavrsila-kao-podruznica-MOL-a/898963/>
12. Energy Institut Hrvoje Požar ; Raspoloživo na: <http://www.eihp.hr/>
13. Pravilnik o utvrđivanju najviših maloprodajnih cijena naftnih derivata NN 37/11; [Internet], Raspoloživo na : <https://narodne-novine.nn.hr/eli/sluzbeni/2011/37/861>