

Komercijalni. zapisi

Raiffeisen istraživanja • srpanj 2003.

Analiza komercijalnih zapisa

S ciljem što boljeg informiranja klijenata i udovoljavanja njihovim poslovnim potrebama, Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb pokrenula je novu seriju publikacija pod nazivom "Komercijalni zapisi".

Komercijalni zapisi (eng. commercial papers – CP, njem. kurzfristige Schuldtitel) su dužnički vrijednosni papiri koje izdaju poduzeća u svrhu pribavljanja kratkoročnih sredstava. Komercijalni zapisi predstavljaju obećanje plaćanja pa ih emitiraju poduzeća dobrog kreditibiliteta. Emisijom komercijalnih zapisa izdavatelj obično postiže nižu cijenu nego što je kamatna stopa na kratkoročne kredite (kreditne linije) pribavljajući sredstva od šireg kruga investitora, najčešće uz pomoć nekog investicijskog poduzeća. Investitoru – kupcu, komercijalni zapisi nose prinos, kamatu ili, najčešće, zaradu u obliku diskonta. Praksa emitiranja komercijalnih zapisa prema američkim iskustvima razvijena je i na europskim tržištima.

Pliva je bila prvi hrvatski izdavatelj komercijalnih zapisa. Pliva je u prosincu 1998. izdala euro-komercijalne zapise u visini do 100 milijuna USD. Do danas su na ovaj način svoje potrebe za kratkoročnim izvorima financiranja osim Plive zadovoljili Podravka, Jadranka, Belišće, Atlantic Trade te Lura. Njihova izdanja su uglavnom bila na rok od 182 te 364 dana. Kamatne stope izdanih komercijalnih zapisa ove godine bile su između 3,40% i 4,95% ovisno o dospijeću zapisa i poduzeću, izdavatelju zapisa. Ova razina kamatnih stopa na izdane zapise je pak puno niža od razine prosječnih kamatnih stopa na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj. Prema posljednjim raspoloživim podacima ta kamatna stopa je u ožujku bila na razini od 7,5%. Na taj način su komercijalni zapisi postali atraktivan način kratkoročnog financiranja poslovanja poduzeća, naročito u svjetlu ograničenih mogućnosti rasta plasmana banaka.

Sadržaj

Ekonomski trendovi	2
Tržište novca	4
Sektori	7
Pregled tržišta	11
Pliva	12
Podravka	14
Atlantic Grupa	16
Belišće	18
Lura	20
Prinosi	22
Potražnja	23



Hrvatska korak bliže EU

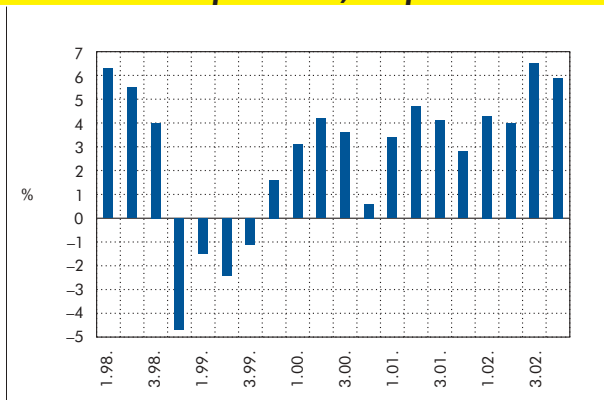
Osnovni makroekonomski pokazatelji

	2001.	2002.	2003.p	2004.p
BDP, % (stalne cijene)	3,8	5,2	3,5	2,2
Ind. proizvodnja, %	6,0	5,4	4,0	2,8
Cijene na malo, %	2,6	2,3	2,8	3,2
Proračun*, % BDP-a	-6,8	-5,2	-5,0	-4,5
Tekući račun, % BDP-a	-3,7	-6,2	-6,0	-4,1
Dev. pričuve, mil. USD, kr	4.707	5.886	6.478	6.698
Devizni tečaj pr, USD / HRK	8,34	7,86	6,82	6,69
Devizni tečaj pr, EUR / HRK	7,47	7,41	7,59	7,73
Izravne investicije, mil. USD	1.531	981	1.550	1.000
ZIBOR 3m, %, pr	7,93	4,6	4,2	4,5
Inozemni dug, milijarde dolara	11,2	15,3	17,3	17,8
Inozemni dug, kao % BDP-a	57,9	67,9	63,2	60,9
Stopa nezaposlenosti** (DZS, kr)	23,1	21,5	19,5	18,0

p – projekcija; pr – prosjek razdoblja; kr – kraj razdoblja; * bez kapitalnih prihoda (privatizacija); ** anketa o radnoj snazi prema ILO (International Labour Organisation) metodologiji pokazuje stopu nezaposlenosti od 15,2% za razdoblje I.-VI. 2002.

Ova godina će za Hrvatsku biti politički važna po dva događaja. Na prvo mjesto treba staviti približavanje Hrvatske **Europskoj uniji**, a zatim **parlamentarni izbori** za koje je vrlo izvjesno da će se dogoditi ove godine. Približavanje Hrvatske Europskoj uniji dogodio se početkom ove godine kada je Hrvatska formalno podnijela zahtjev Europskoj komisiji za članstvo u Europskoj uniji. Nakon toga u travnju je Vijeće ministara zatražilo da Europska komisija započne sa razmatranjem Hrvatske prijave za punopravno članstvo u Europskoj uniji za što će biti potrebno oko godinu dana. Tijekom tog vremena Hrvatska treba odgovoriti na oko 4000 pitanja kako bi se njen zahtjev mogao u cijelosti razmatrati. Ako Hrvatska dobije pozitivan odgovor možemo očekivati da će pregovori početi sredinom 2004. godine, te da će Hrvatska ući u krug zemalja koje će se pridružiti Europskoj uniji u drugom valu 2007. godine. Očekujemo da je 2007. samo mogući datum koji neće u cijelosti ovisiti o unutarnjim faktorima, već i o eksternim faktorima što može produljiti ulazak Hrvatsku u Europsku uniju za godinu ili dvije.

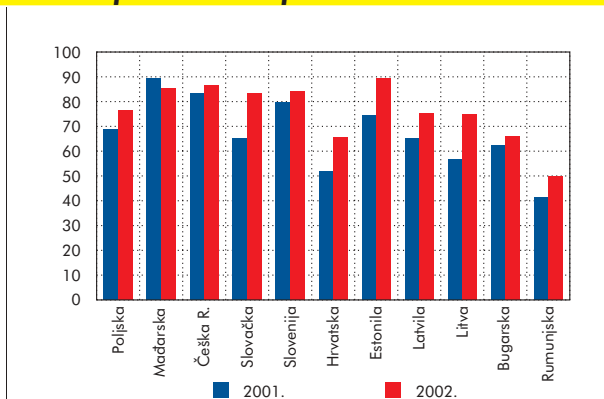
Bruto domaći proizvod, stope rasta



Izvor: DZS

Makroekonomska situacija trenutno pokazuje dvije sasvim suprotne slike. S jedne strane izuzetno dobri ekonomski pokazatelji u realnom sektoru: BDP, cijene, industrija, zaposlenost, te s druge strane loša situacija u vanjskoj uravnoteženosti: platna bilanca, vanjski dug.

Indeks približavanja EU

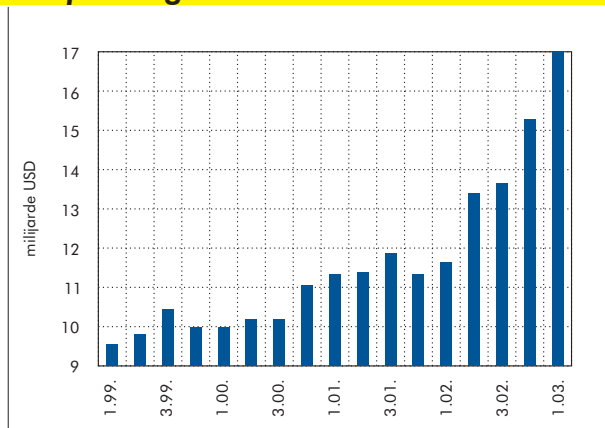


Izvor: Raiffeisen Zentral Bank

Bruto domaći proizvod je u 2002. godini zabilježio najvišu stopu rasta među tranzicijskim zemljama od 5,2%, prvenstveno zahvaljujući porastu investicija (10,1%), osobne potrošnje (6,6%) i niske inflacije. **Investicije u kapital** su uglavnom bile potaknute od strane države, dok je prisutnost privatnog kapitala bila manje izražena. **Osobna potrošnja** je u prošloj godini dosegla rekordne razine, prije svega zbog poznate činjenice da su u Hrvatsku ušli veliki trgovački lanci, te zbog kreditne ekspanzije koja je pratila veliku potrošnju. Kretanja u **industrijskoj proizvodnji** vrlo su robusna i iznad očekivanja. Stopa rasta u prva četiri mjeseca iznosila je 5,6%. Oporavak proizvodnje jednim je dijelom posljedica i završetka procesa većine sanacija i stečaja što je omogućilo rast i razvoj industrije. **Inflacija** je krajem svibnja ove godine iznosila 0,9% što je najniža stopa inflacije u posljednjih osam godina. Uz ove dobre pokazatelje treba istaknuti i pad statističke stope nezaposlenih na oko 20% sredinom ove godine.

Eksterna neravnoteža kviri ekonomsku sliku

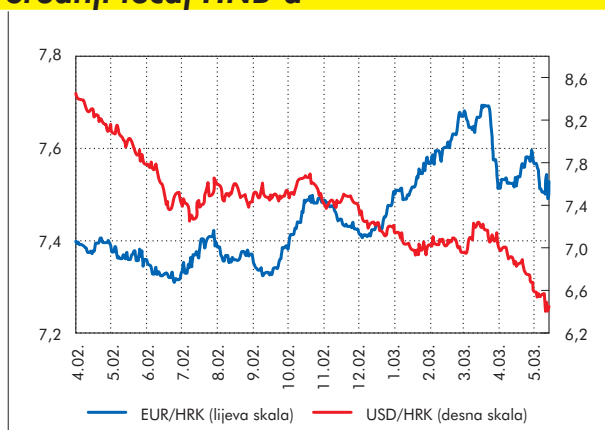
Vanjski dug



Izvor: HNB

Rast hrvatskog vanjskog duga i deficita u platnoj bilanci su najveći makroekonomski problemi koji su se ove godine pokušali riješiti sa mjerama Hrvatske narodne banke. Naime, **deficit platne bilance** je u prošloj godini iznosio 6,2% BDP-a što je jedna od rekordnih razina deficita platne bilance. Većina deficita je kreirana kroz izrazito velik deficit u robnoj razmjeni koji je dosegnuo svoj vrhunac krajem prošle godine. Trenutno nema naznaka o intenzivnijem oporavku izvoza, dok turizam ima određenih ograničenja u rastu tijekom ove godine. Prema tome očekujemo da će deficit na tekućem računu platne bilance iznositi oko 6% BDP-a što možemo i dalje smatrati vrlo visokim deficitom na tekućem računu platne bilance.

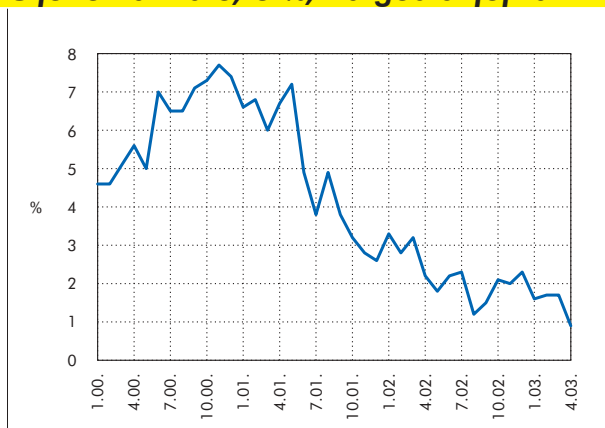
Srednji tečaj HNB-a



Izvor: HNB

Vanjski dug je u 2002. godini dosegao 68,1% udjela u BDPu, što je ogroman rast u odnosu na 57,9% udjela u BDP-u koliko je vanjski dug iznosio u 2001. godini. Vanjski dug nastavio je sa svojim uzlaznim trendom i u ovoj godini te je dosegnuo rekordnih 16,996 milijardi dolara krajem ožujka, što je za 46,2% više u odnosu na godinu ranije. Zamjetan rast vanjskog duga u velikoj je mjeri posljedica slabljenja dolara prema euru (za oko 20% u promatranom vremenu), što je povećalo dolarski iznos vanjskog duga. Tijekom ove godine očekujemo usporavanje rasta vanjskog duga, na što bi trebalo utjecati usporavanje rasta osobne potrošnje i kredita te očekivano povećanje privatizacijskih prihoda države u odnosu na prošlu godinu.

Cijene na malo, u %, na godišnjoj razini

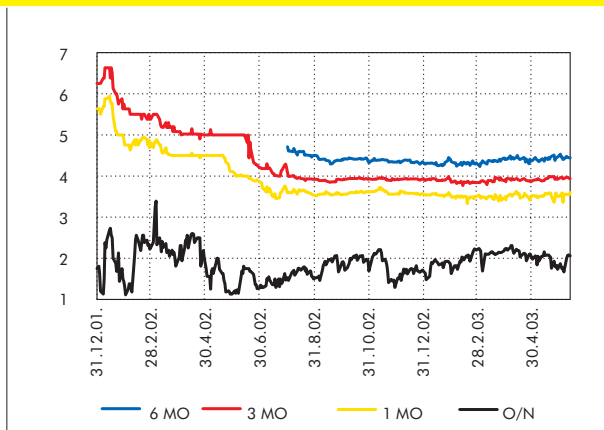


Izvor: DZS

Prema preliminarnim podacima za **proračun opće države** koji se sastoji od konsolidiranog proračuna središnje države, zajedno sa proračunima HAC-a, HC-a, DAB-a i HFP-a u 2002. godini na obračunskoj osnovi deficit je iznosio 9,2 milijarde kuna ili 5,2% bruto domaćeg proizvoda. Ovakav rezultat je značajno ispod naših očekivanja (i prema pismu namjere potpisanom s MMF-om) od 6,2%. U kontekstu preliminarnog deficita od 5,2% BDP-a u 2002. godini možemo zaključiti da će za 2003. godinu državni proračun morati smanjiti izdatke za 0,2 postotna boda umjesto planiranih 1,2 postotna boda. No, velika nepoznanica ove godine je vrijeme održavanja parlamentarnih izbora. Do sada je bilo niz licitacija oko datuma izbora što kreira određenu neizvjesnost oko izvršenja proračuna za ovu godinu i postizanje dogovorenih 5% sa MMF-om. Imamo određenu rezervu prema izvršenju proračuna ako će izbori biti obavljeni ove godine.

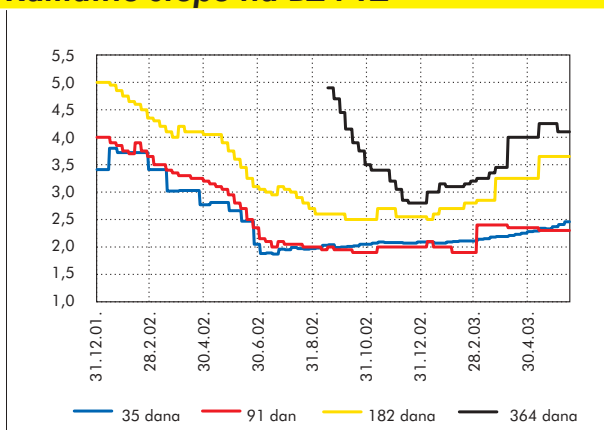
Tržište novčanih viškova zbog suficita likvidnosti

ZIBOR



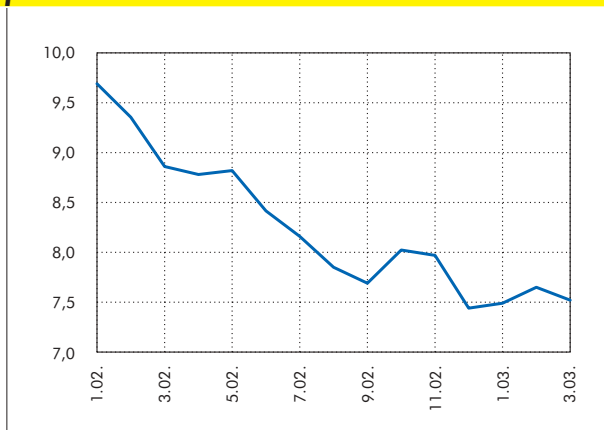
Izvor: biznis.hinet.hr

Kamatne stope na BZ i TZ



Izvori: HNB i MF

Kamatna stopa na kratkoročne kredite poduzećima



Izvor: HNB

Novčano tržište u Hrvatskoj je prema svojim karakteristikama primarno tržište novčanim viškovima, što je u skladu sa stavovima da u bankarskom sustavu postoji **suficit likvidnosti** (za razliku od bankarskih sustava u EMU). Glavni utjecaji na novčano tržište dolaze kroz tri kanala: **devizno tržište** (kretanje tečaja), **utjecaj mjera HNB-a** (primarno instrument obvezne pričuve) te **politiku zaduživanja** Ministarstva financija. S obzirom da HNB monetarnu politiku provodi primarno kroz tečajnu politiku (utječući tako na stabilnost cijena i sprječavajući velike oscilacije tečaja), a ne kroz novčano tržište, na tržištu **ne postoji referentna kamatna stopa** kao u razvijenim ekonomijama. Rastom kratkoročnog zaduživanja države kroz izdavanje trezorskih zapisa doprinijelo je pojavi **kratkoročne kunske krivulje prinosa** (od nedavno imamo i dugoročnu kunsku krivulju).

U prošloj godini je trgovanje novčanim viškovima doseglo oko 38,5 milijardi kuna (od čega oko 78% prekonoćnim pozajmicama), a trgovanje na sekundarnom tržištu blagajničkih i trezorskih zapisa oko 8,2 milijarde kuna (procjena prema podacima HNB-a). Trgovanje **komercijalnim zapisima** je bilo vrlo skromno (podaci sa Zagrebačke burze) i iznosilo je 30,5 milijuna kuna.

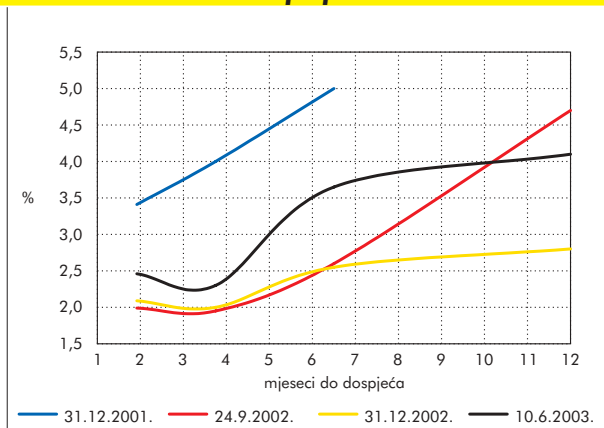
Trgovanje novčanim viškovima odvija se gotovo isključivo između banaka, a banke trguju direktno na međubankarskom tržištu (ZIBOR) ili preko Tržišta novca Zagreb koje omogućuje i trgovanje kratkoročnim vrijednosnim papirima. Tijekom prošle i ove godine direktno međubankarsko trgovanje je počelo značajnije rasti i dominirati na tržištu te je dostiglo oko dvije trećine ukupnog trgovanja novčanim viškovima na tržištu.

Prosječno je stanje upisanog iznosa blagajničkih i trezorskih zapisa tijekom prošle godine bilo oko 9,7 milijardi kuna što znači da je trgovanje ovim vrijednosnicama na sekundarnom tržištu doseglo oko 85% upisanog iznosa. Najveći dio prometa odnosi se na banke koje su u ukupnom prometu sudjelovale s oko dvije trećine prometa, dok su iza njih najveći sudionici bili novčani fondovi. Ipak, rastući investicijski i mirovinski fondovi sve jače sudjeluju u trgovini na novčanom tržištu, odnosno sekundarnom tržištu kratkoročnim vrijednosnicama.

Kamatne su stope tijekom cijele prošle godine pale na svoje najniže razine, a pad kamatnih stopa je

Značajan pad prinosa na kratkoročne papire u 2002.

Kratkoročna krivulja prinosa – kune

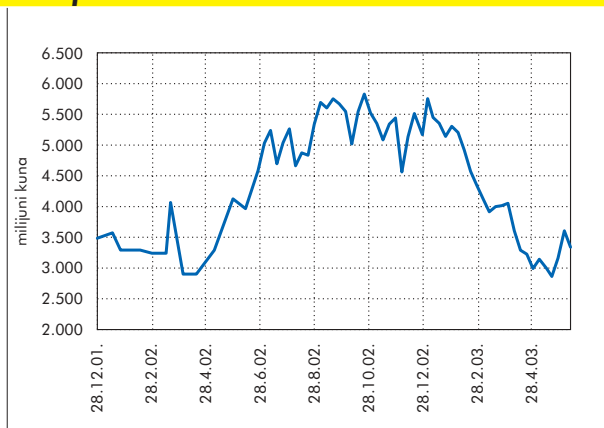


Izvori: HNB i MF

zaustavljen na kraju siječnja ove godine kada je HNB uvela nove mjere za usporavanje rasta plasmana i veće minimalne pokrivenosti deviznih obveza deviznom aktivom.

Tržište blagajničkih i trezorskih zapisa doživjelo znatne promjene tijekom prošle godine. Naime, HNB je od veljače 2002. godine uvela isključivo aukcije 35-dnevnih blagajničkih zapisa svaki tjedan (srijedom) zauzimajući tako najkraći rok dospelja izdavanja kratkoročnih vrijednosnih papira. U primarnoj aukciji mogu sudjelovati samo domaće banke, podružnice stranih banaka, stambene štedionice i HBOR. Investitori nude cijenu za kupnju blagajničkih zapisa, a HNB određuje donju granicu cijene. Ove su vrijednosnice primarno instrument monetarne politike u smislu sterilizacije ili kreacije novčanih viškova na novčanom tržištu.

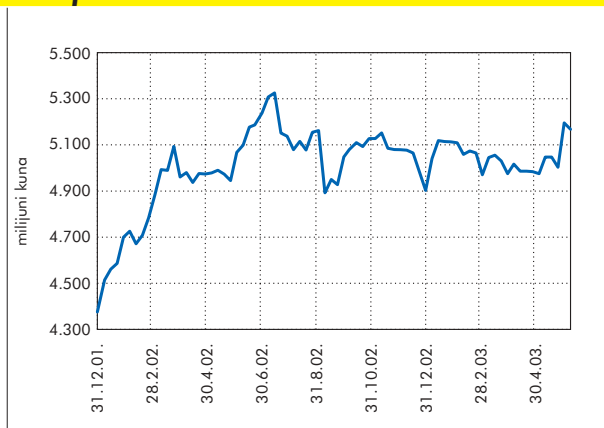
Stanje BZ



Izvor: HNB

Ministarstvo financija izdaje **trezorske zapise** s rokovima dospelja od 91, 182 i 364 dana na aukcijama (utorkom) koje se najavljuju unaprijed na prethodnoj aukciji zapisa uz najavu planiranog iznosa izdanja. Aukcijama trezorskih zapisa Ministarstva financija ne mogu pristupiti strani investitori. Jedinствену cijenu (kamatnu stopu) određuje Ministarstvo financija nakon prikupljanja ponuda. Trezorski zapisi s dospeljem od 364 dana uvedeni su u rujnu 2002. godine. Uvođenjem ovih zapisa stvorene su osnove za formiranje kratkoročne kunske krivulje prinosa na hrvatskom tržištu.

Stanje TZ



Izvor: HNB

Pad kunskih kamatnih stopa posebno je bio vidljiv kod kretanja kamatnih stopa na blagajničke i trezorske zapise. Blagajnički i trezorski zapisi s najkraćim rokom dospelja nosili su prinos oko 2% na početku ove godine. Uvođenje novih monetarnih mjera podiglo je potražnju za kuskim sredstvima za kupovinu deviza uslijed čega su porasle kamatne stope na novčanom tržištu i pali upisi kratkoročnih vrijednosnica što je rezultiralo povećanjem prinosa na ove vrijednosnice. HNB je morala povećati kamatne stope na blagajničke zapise za 30 bb da bi mogao zaustaviti pad upisanih iznosa (2,4 milijarde kuna u 3 mjeseca) i djelovati na sterilizaciju kuna u optjecaju koje su dovele do deprecijacije domaće valute. Upisani iznosi trezorskih zapisa nisu pali tako jako, ali su kamatne stope morale snažno porasti da bi se kratkoročno zaduživanje države održalo na stabilnim razinama. Kamatna stopa na 3-mjesečne zapise je porasla za 40 bb, na 6-mjesečne zapise za 95 bb, a na 1-godišnje zapise za 100 bb.



U 2003. pritisak na porast kamatnih stopa

Jednogodišnji kunski zapisi su postali dominantno dospjeće interesantno investitorima zbog povećanih potreba za kuskim ulaganjima na duži rok (u ukupnom upisu gotovo 93% upisanog iznosa se odnosi na jednogodišnje trezorske zapise).

Tijekom 2002. godine komercijalne zapise denominirane u kunama izdala su poduzeća: Podravka d.d. i Jadranka d.d. čijim se komercijalnim zapisima trguje na Zagrebačkoj burzi te Belišće d.d. (u kunama) i Pliva d.d. (ECP) čijim se zapisima trguje na OTC tržištu. Komercijalni zapisi Plive.d.d. su izdani

u okviru ECP programa (trenutno su na tržištu dva izdanja u okviru tog programa u iznosu od 300 milijuna kuna).

U prvoj polovici ove godine na tržištu su se našla nova izdanja komercijalnih zapisa. To su izdanja Lure d.d. i Atlantic Grupe d.o.o. Najavljeno je i moguće izdanje kuskih komercijalnih zapisa Plive d.d. Zagreb koji bi kotirali na Zagrebačkoj burzi čime bi se hrvatsko tržište kuskih komercijalnih zapisa proširilo novim izdanjima.

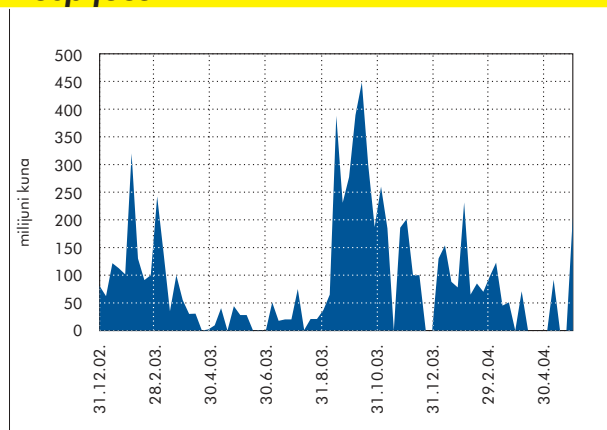
Kamatne stope izdanih vrijednosnica ove godine su bile između 3,40% i 4,95% ovisno o dospjeću zapisa i poduzeću izdavatelju zapisa, a izdani su šestmesečni odnosno jednogodišnji zapisi. Jedini podaci o trgovini su podaci sa Zagrebačke burze, a koji govore da je tržište nelikvidno (tijekom ove godine trgovina komercijalnim zapisima na ZB je iznosila 17,3 milijuna kuna u odnosu na trenutnu razinu izdanja na ZB od 190 milijuna kuna).

Razina kamatnih stopa na izdane zapise je pak puno niža od razine prosječnih kamatnih stopa na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj. Prema posljednjim raspoloživim podacima ta kamatna stopa je u ožujku bila na razini od 7,5%. Na taj način su komercijalni zapisi postali atraktivan način kratkoročnog financiranja poslovanja poduzeća, naročito u svjetlu ograničenih mogućnosti rasta plasmana banaka.

Tijekom cijele ove godine na tržištu se osjeća **pritisak na porast kamatnih stopa** na kuskom novčanom tržištu pod utjecajem mjera HNB-a koje stimuliraju plasman novčanih viškova u blagajničke i trezorske zapise (izuzeti iz rasta plasmana) odnosno potražnju za devizama (minimalni omjer devizne aktive i pasive) zbog čega je narasla potražnja za kunama radi kupovine deviza. Na kamatne stope trezorskih zapisa uvelike utječu potrebe države za kratkoročnim financiranjem.

Očekivanja kamatnih stopa idu u smjeru porasta prema kraju godine naročito na kraju trećeg kvartala kad nas očekuje veliko dospjeće trezorskih zapisa (u prosjeku po 230 milijuna kuna tjedno što je gotovo 100 milijuna kuna više no u prvom tromjesjeću ove godine kada je zabilježen porast kamatnih stopa na trezorske zapise), dok istovremeno očekujemo slabljenje kune što bi također trebalo utjecati na porast kuskih kamatnih stopa.

Dospjeće TZ



Izvor: MF

Tečaj

	2003.p				2004.p
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
EUR/HRK, pr	7,58	7,56	7,57	7,66	7,75
EUR/HRK, kr	7,69	7,58	7,59	7,68	7,78
USD/HRK, pr	1,07	1,22	1,20	1,22	1,25
USD/HRK, kr	7,16	6,21	6,33	6,30	6,23

p – prognoza; pr – prosjek razdoblja; kr – kraj razdoblja

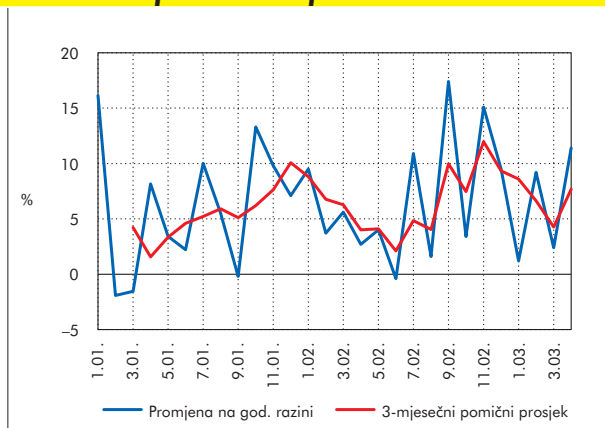
Kratkoročne kamatne stope

	2003.p				2004.p
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
BZ 35 d, pr	2,12	2,30	2,60	2,60	2,60
TZ 91 d, pr	2,14	2,33	2,70	2,80	2,80
TZ 182 d, pr	2,78	3,65	4,00	4,10	4,10
TZ 364 d, pr	3,18	4,12	4,50	4,70	4,70

p – prognoza; pr – prosjek razdoblja

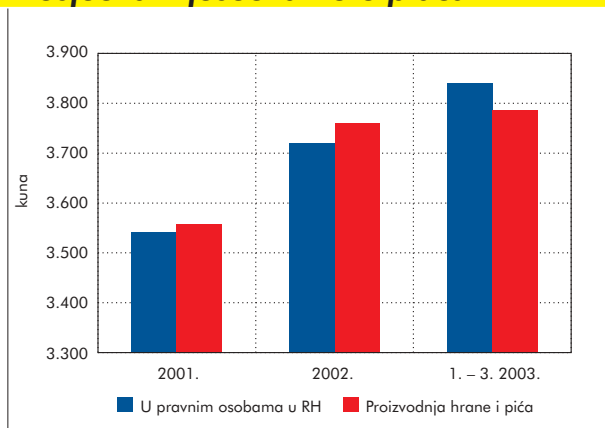
Proizvodnja hrane i pića

Proizvodnja hrane i pića



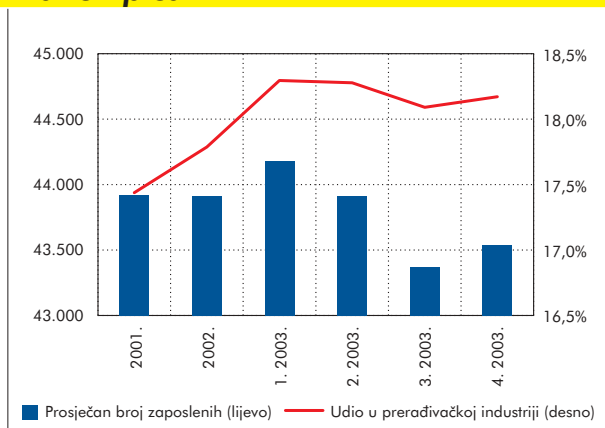
Izvor: DZS

Prosječna mjesečna neto plaća



Izvor: DZS

Zaposleni u djelatnosti proizvodnje hrane i pića



Izvor: DZS

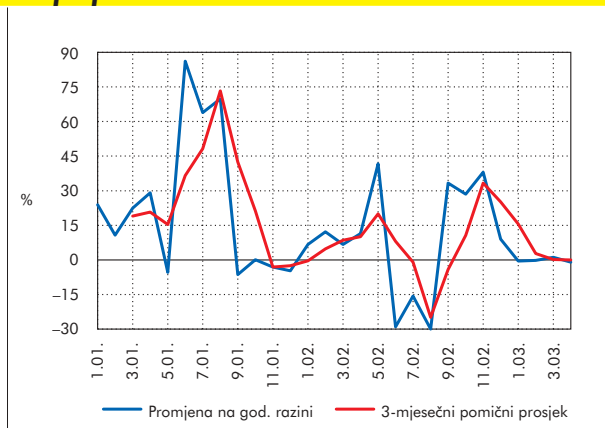
Prerađivačka industrija, koja u ukupnoj industrijskoj proizvodnji ima udjel od 82,98%, porasla je za 5,3% u 2002.g. u odnosu na godinu ranije. **Poticaј rastu prerađivačke industrije** dolazi i od njene najvažnije grane, proizvodnje hrane i pića, čije su stope rasta već duže vremena uglavnom više od stope rasta prerađivačke industrije. Na važnost proizvodnje hrane i pića ukazuje visoki udio od 21,51% u strukturi ukupne industrijske proizvodnje. Još od početka 2001. godine stope rasta proizvodnje hrane i pića održavaju pozitivan trend, što se nastavilo i u prva četiri ovogodišnja mjeseca, ali zamjetno povećanje zaliha u tom vremenu moglo bi se negativno odraziti na nastavak rasta proizvodnje. Proizvodnja hrane i pića **u strukturi BDP-a** posljednjih nekoliko godina ne bilježi veće oscilacije, ali je primjetan silazan trend s 3,5% u 1997. godini na 3,2% udjela u 2000. godini. Važnost proizvodnje hrane i pića je i u činjenici da u ukupnom robnom izvozu sudjeluje sa 7,5% (u 2002.g.) te da je rast izvoza u dolarskim iznosima povećan za 22,3% u 2002. godini, odnosno osjetno više od rasta ukupnog robnog izvoza (5%). Sličan je trend zabilježen i u prva četiri mjeseca ove godine. Blagi rast cijena pri proizvođačima u toj industrijskoj grani zabilježen je u 2002. godini, što se nastavilo i u prvih pet mjeseci ove godine.

Krajem prošle godine broj zaposlenih u djelatnosti proizvodnje hrane i pića dosegnuo 43.420, što je neznatno niže od prosječnih 43.915 u 2002. godini. Njihov udio u ukupnom broju zaposlenih u pravnim osobama u Hrvatskoj bio je gotovo nepromijenjen (4,16% u 2001. godini te 4,14% u 2002. godini). Rast proizvodnje te stagnacija broja zaposlenih osoba, doveli su do povećanja proizvodnosti rada u 2002.g. za 6,7% te u prva tri ovogodišnja mjeseca za 2,7%, što je moguća posljedica modernizacije i povećanja efikasnosti zaposlenika. Grupa Podravka sa 6.297 zaposlenika krajem prošle godine, ima zamjetnih 14,6% udjela u zaposlenima u djelatnosti proizvodnje hrane i pića. LURA d.d. je krajem prošle godine imala 1.553 zaposlenika. Prosječna mjesečna plaća u djelatnosti proizvodnje hrane i pića u posljednjih nekoliko godina uglavnom se održava blizu prosjeka za pravne osobe: u 2002. godini iznosila je prosječnih 3.761 kunu. U prvom tromjesečju ove godine kretanje prosječne plaće u toj djelatnosti je nepovoljnije, jer je unatoč blagom porastu, pala ispod prosjeka.



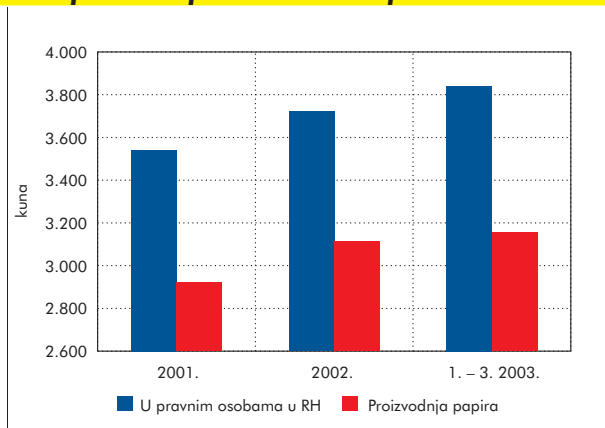
Proizvodnja celuloze, papira i proizvoda od papira

Proizvodnja papira, celuloze i proizvoda od papira



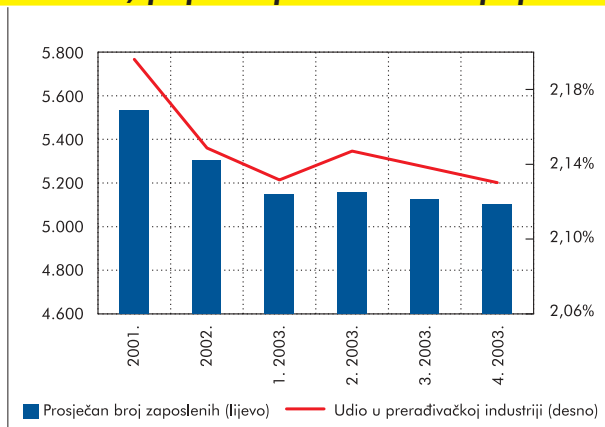
Izvor: DZS

Prosječna mjesečna neto plaća



Izvor: DZS

Zaposleni u djelatnosti proizvodnje celuloze, papira i proizvoda od papira



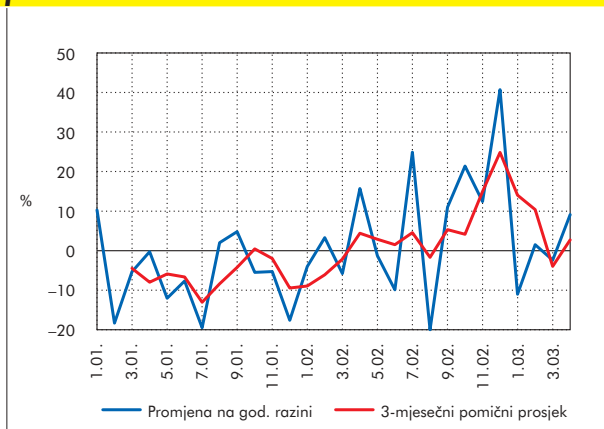
Izvor: DZS

Proizvodnja celuloze, papira, i proizvoda od papira u ukupnoj strukturi industrijske proizvodnje u posljednjih nekoliko godina bilježi zamjetne oscilacije, a nakon 3,40% u 2001. godini, prošle je godine udio u ukupnoj strukturi industrijske proizvodnje snižen na 3,15%. Unatoč velikim oscilacijama, proizvodnja je u toj djelatnosti u 2001. godini porasla za 23,2%, ali je slijedilo zamjetno usporavanje rasta tijekom prošle godine, kada je proizvodnja povećana za 4,4% u odnosu na 2001. godinu. U prva četiri mjeseca ove godine javile su se naznake stagnacije proizvodnje, koja je snižena za 0,2% u odnosu na isto razdoblje godinu ranije. Smanjenje zaliha, koje je prisutno u posljednjih nekoliko mjeseci, možda je pod utjecajem pojačanog izvoza, ali bi i smanjenje zaliha i pojačani izvoz te usporavanje uvoza početkom ove godine trebali dati pozitivnog poticaja budućem rastu proizvodnje u toj djelatnosti. U strukturi BDP-a udio djelatnosti proizvodnje celuloze, papira i proizvoda od papira iznosio je 0,4% u 2000. godini, što predstavlja blagi porast u odnosu na prethodne godine. Prošle je godine udio te djelatnosti u strukturi ukupnog robnog izvoza bio manji od 2%, dok je u prva četiri mjeseca ove godine udio blago porastao na iznad 2%. U toj je djelatnosti prošle godine zabilježen porast cijena za 4,7%, što ukazuje na poboljšanje relativnog položaja jer je prerađivačka industrija istovremeno zabilježila pad cijena.

Broj zaposlenih u djelatnosti proizvodnje celuloze, papira i proizvoda od papira bilježi postupno smanjenje: 2002. godine prosječan broj zaposlenih dosegnuo je 5.305 (2,15% od ukupno zaposlenih u prerađivačkoj industriji). Krajem prošle godine registrirano je 5.140 zaposlenih osoba, a krajem travnja 5.104. Padom broja zaposlenih porasla je proizvodnost rada (za 4,1% u 2002. godini) kao posljedica rasta fizičkog obujma proizvodnje po zaposleniku. Bilišće d.d. ima 1.754 zaposlenika, odnosno trećinu svih zaposlenih u djelatnosti proizvodnje celuloze, papira i proizvoda od papira. Prosječna je mjesečna plaća u toj djelatnosti za prošlu godinu iznosila 3.112 kuna, što je za gotovo 20% niže od prosječne neto mjesečne plaće po zaposlenom u pravnim osobama u Hrvatskoj. U prva tri ovogodišnja mjeseca nema naznaka poboljšanja po tom pitanju jer je prosječna plaća u toj djelatnosti rasla sporije od ukupne prosječne plaće u pravnim osobama.

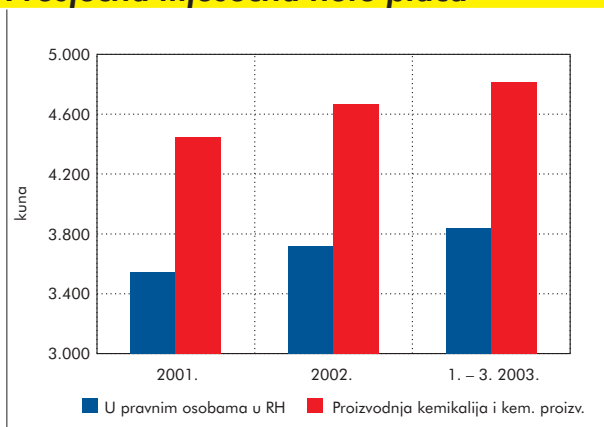
Proizvodnja kemikalija i kemijskih proizvoda

Proizvodnja kemikalija i kemijskih proizvoda



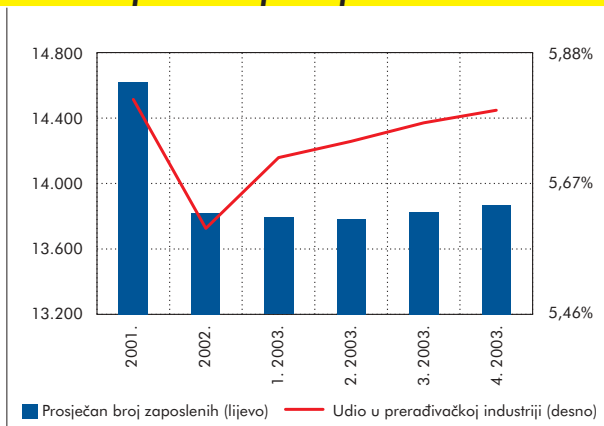
Izvor: DZS

Prosječna mjesečna neto plaća



Izvor: DZS

Zaposleni u djelatnosti proizvodnje kemikalija i kemijskih proizvoda



Izvor: DZS

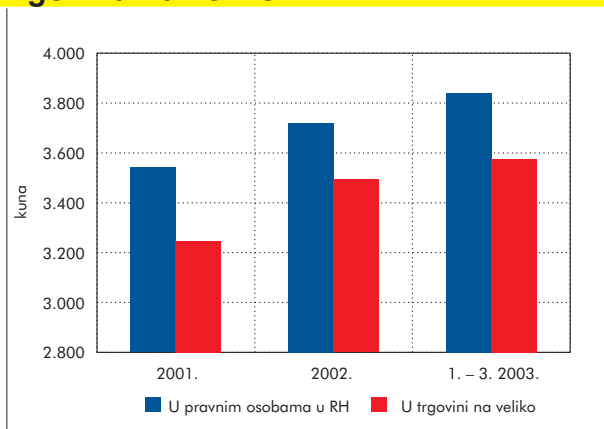
Udio proizvodnje kemikalija i kemijskih proizvoda u ukupnoj strukturi industrijske proizvodnje blago je porastao sa 7,52% u 2001. godini na 7,61% u prošloj godini, čime je ostala **druga po važnosti grana** u okviru prerađivačke industrije. U prva četiri ovogodišnja mjeseca primjetan je blagi trend usporavanja rasta zaliha, što se može dijelom pripisati povećanju izvoza te negativnom rastu proizvodnje u toj djelatnosti u prva četiri mjeseca ove godine u odnosu na isto razdoblje 2002. godine. Pri tome je važno naglasiti da udio zaliha pri proizvođačima u toj djelatnosti, u odnosu na ukupne zalihe gotovih proizvoda u industriji, dosta visok: 23,03% u prošloj godini. Prošle je godine proizvodnja u toj djelatnosti zabilježila rast od 6,6%, što je neznatno više od stope rasta ukupne industrijske proizvodnje u Hrvatskoj. Važnost djelatnosti proizvodnje kemikalija i kemijskih proizvoda naglašava činjenica da njen **udio u BDP-u postupno raste** te je nakon 2,1% 1997. godine, porastao na 2,3% u 2000. godini. U 2002. godini ta je djelatnost zabilježila veći pad cijena pri proizvođačima u odnosu na ukupnu prerađivačku industriju, što ukazuje na pogoršanje relativnog položaja.

Broj zaposlenih u djelatnosti proizvodnje kemikalija i kemijskih proizvoda postupno je snižavan s prosječnih 14.620 u 2001. godini na 13.821 u 2002. godini. Na toj se razini broj zaposlenih zadržao i krajem travnja ove godine, kada je iznosio 13.867. Smanjenje broja zaposlenih te povećanje fizičkog obujma proizvodnje tijekom prošle godine, pozitivno je utjecalo na proizvodnost rada, koja je povećana za 16,3% u 2002. godine. Time se svrstala među djelatnosti s najvećim rastom proizvodnosti rada, što može biti posljedica modernizacije i povećanja efikasnosti poslovanja. Pliva d.d. krajem prošle godine imala je 3.275 zaposlenika te 3.144 krajem travnja. Djelatnost proizvodnje kemikalija i kemijskih proizvoda spada među djelatnosti s osjetno većom prosječnom mjesečnom isplaćenom neto plaćom u odnosu na prosječnu plaću po zaposlenom u pravnim osobama u Hrvatskoj. U 2002. godini prosječna je mjesečna plaća u toj djelatnosti dosegla 4.668 kuna, što je za četvrtinu više od ukupnog prosjeka u Hrvatskoj. U prva tri mjeseca ove godine prosjek je porastao na 4.814 kuna, ali je važno naglasiti da prosječna plaća u toj djelatnosti i nadalje raste istom brzinom kao i prosječna plaća u pravnim osobama.



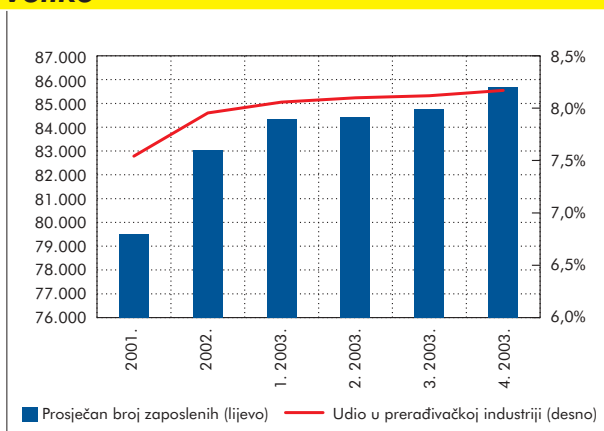
Trgovina na veliko i posredovanje u trgovini

Prosječna mjesečna neto plaća, trgovina na veliko



Izvor: DZS

Zaposleni u djelatnosti trgovine na veliko



Izvor: DZS

Trgovina na veliko i posredovanja u trgovini

	stanje na kraju godine u mil. kuna		
	1999	2000	2001
Ukupni prihodi	62.859	64.231	73.364
Ukupni rashodi	62.134	63.285	71.313
Dobit nakon poreza	1.405	1.642	2.447
Gubitak nakon poreza	1.233	1.361	958
Dobit prije oporezivanja	1.768	2.287	2.914
Broj poduzeća	17.443	16.488	15.471

Izvor: DZS

Cjelokupna djelatnost trgovine, koja obuhvaća trgovinu na malo, trgovinu na veliko i posredovanje u trgovini te trgovinu motornim vozilima, u strukturi BDP-a u 2000. godini sudjelovala je s 8,6%. Godinu ranije, udio je bio nešto nižih, 8,4%. Djelatnost trgovine specifična je zbog činjenice da u strukturi pravnih osoba u Hrvatskoj **čini čak 39,1%** (odnosno 34.999 pravnih osoba) krajem ožujka ove godine. Važnost trgovine na veliko raste okrupnjivanjem domaćih te ulaskom inozemnih trgovačkih lanaca (u 2001. godini porastao je broj srednjih i velikih poduzeća u toj djelatnosti, a broj malih je smanjen). Poboľšanjem standarda stanovništva porasla je potražnja za kvalitetnijim te raznovrsnijim proizvodima, što je dalo **poticaja razvoju trgovine** na veliko. U tom kontekstu možemo zaključiti da je udio trgovine u BDP-u u protekle dvije godine porastao u odnosu na razinu iz 2000. godine. U razdoblju od 1999. do 2001. godine neki trendovi bili su pozitivni za djelatnost trgovine na veliko i posredovanja u trgovini: ukupni prihodi porasli su za 2,2% u 2000. godini te za 14,2% u 2001. godini. Važan je i podatak da su ukupni rashodi u tom razdoblju rasli po nešto nižim stopama. Neto dobit zabilježila je izniman porast u 2001. godini (za 430% u odnosu na 2000. godinu). Takav porast u toj djelatnosti posljedica je velikog rasta dobiti nakon poreza (za 49%) te smanjenja gubitaka nakon poreza (za 29,6%), što ukazuje na **oporavak te povećanje profitabilnosti** u toj djelatnosti.

Trgovina na veliko i posredovanje u trgovini spada među djelatnosti u kojima je **prosječna plaća niža** od prosječne neto plaće isplaćene u pravnim osobama u Hrvatskoj. Prošle je godine prosječna isplaćena neto plaća u toj djelatnosti iznosila 3.493 kuna, što je za oko 6,1% manje od ukupnog prosjeka u pravnim osobama. Pozitivni trend ne nazire se ni ove godine, jer je prosječna plaća u trgovini na veliko iznosila 3.575 kuna u prvom kvartalu, što je za oko 7% niže u odnosu na ukupni prosjek. Trgovina na veliko i posredovanje u trgovini zabilježila je postupan rast broja zaposlenih osoba za prosječno 4,4% u 2002. godini u odnosu na godinu ranije. Pozitivan trend prisutan je u ovoj godini te je nakon 84.561 zaposlena krajem prošle godine, njihov broj porastao na 85.670 krajem travnja, što predstavlja zamjetnih 8,2% udjela u ukupnom broju zaposlenih u pravnim osobama u Hrvatskoj i naglašava važnost te djelatnosti. U 2002. godini prosječan broj zaposlenih u Atlantic grupi (Atlantic Trade, Neva i Cedevita) bio je 900.

Usporedba osnovnih pokazatelja

2002. i 2001. godina		Pliva	Podravka	Belišće	Lura	Atlantic
EBIT* pokriće kamata	2002.	23,25	3,21	1,45	2,28	4,14
	2001.	22,91	1,93	0,99	7,77	3,52
EDITDA** pokriće kamata	2002.	30,31	6,96	4,01	17,66	5,97
	2001.	27,95	4,89	2,98	25,38	5,56
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti/ukupni dug	2002.	0,46	0,20	0,09	0,21	0,26
	2001.	0,52	0,23	0,15	0,41	0,22
Povrat na ukupni kapital	2002.	17,26%	4,97%	3,22%	3,30%	12,53%
	2001.	20,06%	3,84%	3,00%	12,63%	12,55%
Dugoročni dug/ukupni kapital	2002.	13,53%	14,29%	38,54%	17,28%	23,00%
	2001.	16,59%	10,41%	31,97%	19,95%	31,58%
Koeficijent zaduženosti	2002.	0,61	0,72	0,64	1,01	2,20
	2001.	0,52	0,54	0,50	0,87	2,75
Ukupni dug/EBITDA	2002.	1,85	4,17	8,70	3,79	3,80
	2001.	1,44	3,50	5,41	2,08	5,23
EBITDA/Ukupna imovina	2002.	0,20	0,10	0,07	0,13	0,18
	2001.	0,24	0,10	0,09	0,22	0,14

* zarade prije kamata i poreza; ** zarade prije kamata, poreza i amortizacije
Izvori: prospekti i godišnja izvješća, RBA istraživanja

Tranše komercijalnih zapisa koje su u opticaju

ZSE	Datum izdanja	Datum dospijeca		Nominalni prinos	Iznos izdanja 000	Iznos programa 000
Podravka d.d.	20.5.03.	18.11.03.	182 dana	4,45%	52.000 kn	150.000 kn
Podravka d.d.	6.3.03.	04.3.04.	364 dana	4,20%	40.000 kn	150.000 kn
Podravka d.d.	21.1.03.	22.7.03.	182 dana	3,40%	38.000 kn	150.000 kn
Lura d.d.	24.4.03.	24.10.03.	182 dana	4,50%	60.000 kn	150.000 kn
Atlantic Grupa d.o.o.	16.5.03.	14.11.03.	182 dana	4,95%	20.000 kn	100.000 kn
Jadranka d.d.	2.7.03.	29.9.03.	89 dana	6,70%	12.000 kn	35.000 kn
OTC	Datum izdanja	Datum dospijeca		Prinos	Iznos izdanja 000	Iznos programa 000
Belišće d.d.	3.6.03.	2.12.03.	182 dana	4,95%	20.000 kn	100.000 kn
Belišće d.d.	16.1.03.	17.7.03.	182 dana	3,90%	20.000 kn	100.000 kn
Pliva d.d.	16.9.02.	15.9.03.	364 dana	4,30%	100.000 kn	100.000 USD
Pliva d.d.	13.1.03.	12.1.04.	364 dana	3,30%	200.000 kn	100.000 USD
Pliva d.d.	16.6.03.	16.12.03.	182 dana	n.a.	10.000 USD	100.000 USD
UKUPNO					627.740 kn	11 izdanja

Izvori: prospekti, RBA istraživanja



15% rast neto dobiti Grupe

Pliva konsolidirani račun dobiti i gubitka (svi iznosi u milijunima kuna)

	2000.	2001.	2002.	Promjena	
				2001.	2002.
Prihodi od prodaje	4.814	5.119	6.268	6%	22%
Proizvodni troškovi	-1.892	-1.828	-2.448	-3%	34%
Bruto dobit	2.922	3.291	3.820	13%	16%
Ostali prihodi	150	152	146	1%	-4%
Opći, administrativni i troškovi distribucije	-1.655	-1.875	-2.415	13%	29%
Dobit prije poreza i kamata (EBIT)	1.416	1.568	1.550	11%	-1%
Financijski rezultat	39	-85	67	-315%	-179%
Dobit prije oporezivanja	1.455	1.484	1.617	2%	9%
Porez na dobit	-316	-387	-355	22%	-8%
Manjinski interes	-3	-1	1	-68%	-200%
Neto dobit grupe	1.136	1.096	1.263	-4%	15%
EBITDA	1.740	1.913	2.021		
Profitne marže u %					
Bruto marža	60,70	64,29	60,94	6%	-5%
EBITDA marža	36,14	37,36	32,24	27%	-14%
EBIT marža	36,14	30,63	24,73	4%	-19%
Neto marža	23,60	21,41	20,15	-9%	-6%
Bilanca					
Kratkotrajna imovina					
Novac	457	309	524	-32%	70%
Potraživanja od kupaca	1.460	1.455	1.633	0%	12%
Zalihe	864	1.061	1.266	23%	19%
Ostala tekuća imovina	739	806	457	9%	-43%
Dugotrajna imovina	4.032	4.455	5.996	10%	35%
Ukupna aktiva	7.552	8.085	9.876	7%	22%
Kratkoročne obveze					
Dugoročne obveze	1.579	1.413	2.402	-11%	70%
Dugoročne obveze	785	1.341	1.336	71%	0%
Manjinski udjeli	52	38	34	-27%	-10%
Vlasnička glavnica	5.136	5.293	6.103	3%	15%
Ukupna pasiva	7.552	8.085	9.876	7%	22%
Novčani tijek					
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	1.121	1.558	1.391	39%	-11%
Novčani tijek iz investicijskih aktivnosti	-548	-807	-1.159	-47%	-44%
Novčani tijek iz financijskih i ostalih aktivnosti	-484	-853	-80	-76%	91%
Efekti tečajnih razlika	-15	-47	63	-218%	235%
Promjena novca	74	-148	215	-301%	-245%

Tranše komercijalnih zapisa koje su u opticaju:	Datum izdanja	Dospijeće	Datum dospijeca	Nominalni prinos	Prinos 18.6.03.	Vrijednost izdanja '000 Kn
Pliva d.d.	16.9.02.	15.9.03.	364 dana	4,30%	3,59%	100.000
Pliva d.d.	13.1.03.	12.1.04.	364 dana	3,30%	4,61%	200.000
Pliva d.d.	16.6.03.	16.12.03.	182 dana	n.a.	n.a.	USD 10.000

Kompanija sa najviše izdanja komercijalnih zapisa

Pliva je najveća farmaceutska kompanija u Hrvatskoj i u Srednjoj i Istočnoj Europi. Međunarodni razvoj kompanije je započeo 1997. godine kupnjom Polfe Krakov, jedne od najvećih poljskih kompanija. Nakon kupnje Lacheme iz Češke, nastavljeno je s akvizicijama u zapadnoj Europi od kojih je najznačajnija kupnja kompanije AWD in Njemačke. Najznačajniji korak je napravljen kupnjom kompanije Sidmak u SAD-u. Na taj način je Pliva ušla u najveće svjetsko farmaceutsko tržište. Plivin najznačajniji proizvod je patent na azitromicin. Pliva je otkrila i razvila azitromicin tijekom 80-tih godina. Nakon toga je slijedio licencni ugovor s Pfizerom za distribuciju azitromicina (pod imenom Zitromax) na većinu tržišta razvijenih zemalja. Pliva je zadržala pravo prodaje azitromicina (pod imenom Sumamed) na tržištima srednje i istočne Europe i zemalja bivšeg SSSR-a. Osim prihoda od rojaliteta, Pliva je i glavni proizvođač osnovne sirovine za Zitromax. Do 2002. godine Pliva je ostvarila prihode od oko 6 milijardi kuna samo na bazi rojaliteta koje dobiva od Pfizer. Najveću snagu kompanije predstavljaju razvijena distributivna mreža i veliki broj generičkih lijekova u pripremi. Isto tako i nekoliko novih kemijskih entiteta predstavljaju značajni potencijal za bu-

dućnost. Pliva je iz lokalne farmaceutske kompanije u zadnjih desetak godina prerasla u prvu globalnu kompaniju sa sjedištem u Hrvatskoj. To je razlog za primjenu nove organizacijske strukture Plive. Proces reorganizacije u Hrvatskoj rezultirat će osnivanjem jedne ili više novih kompanija sa sjedištem u Hrvatskoj na koje će se prenijeti značajan dio sredstava Plive Nove kompanije i njihova imovina bit će u 100 posto vlasništvu Plive. Prema novom konceptu, Pliva postaje sjedište globalne kompanije i upravlja svim Plivnim kompanijama u svijetu, a to sve iz razloga što Pliva danas posluje u više od 40 zemalja svijeta, a više od 80% prihoda ostvaruje na inozemnom tržištu, te direktno i indirektno upravlja s više od 45 kompanija. Vlasnička struktura Plive je vrlo raspršena. U formi GDR-a na Londonskoj burzi kotira oko 65% dioničkog kapitala. Europska banka za obnovu i razvoj je dugi niz godina u vlasničkoj strukturi Plive.

Pliva je obnovila program izdavanja komercijalnih zapisa na euro tržištu. Vrijednost programa je povećana sa 100 milijuna USD iz originalnog programa na 250 milijuna EUR.

Glavni financijski pokazatelji

	2000	2001	2002
Pokazatelji likvidnosti			
Pokazatelji tekuće likvidnosti (x)	2,229	2,569	1,616
Pokazatelji ubrane likvidnosti (x)	1,21	1,25	0,90
Neto obrtni kapital u milijunima kuna	1.940	2.217	1.479
Pokazatelji zaduženosti			
Odnos ukupnih obveza i ukupne imovine	0,31	0,34	0,38
Odnos dugoročnih obveza i pasive	10,39%	16,59%	13,53%
Odnos ukupnih obveza i vlastitog kapitala	0,50	0,53	0,66
Odnos dugoročnih obveza i vlastitog kapitala	16,08%	24,12%	21,65%
Osnovni pokazatelji			
EBIT* pokrće kamata	11,52	22,91	23,25
EDITDA** pokrće kamata	14,16	27,95	30,31
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti/ukupni dug	0,61	0,52	0,46
Povrat na ukupni kapital	19,81%	20,06%	17,26%
Dugoročni dug/ukupni kapital	10,39%	16,59%	13,53%
Koeficijent zaduženosti	0,46	0,52	0,61
Ukupni dug/EBITDA	1,36	1,44	1,85
EBITDA/Ukupna imovina	0,23	0,24	0,20

* zarade prije kamata i poreza; ** zarade prije kamata, poreza i amortizacije
Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, godišnja izvješća, RBA istraživanja

Rast prodaje od 8%

Podravka konsolidirani račun dobiti i gubitka (svi iznosi u milijunima kuna)

	2000.	2001.	2002.	Promjena	
				2001.	2002.
Prihodi od prodaje	2.436	2.537	2.747	4%	8%
Proizvodni troškovi	-1.490	-1.491	-1.605	0%	8%
Bruto dobit	946	1.046	1.142	11%	9%
Ostali prihodi	59	52	97	-11%	84%
Opći, administrativni i troškovi distribucije	-873	-980	-1.078	12%	10%
Dobit prije poreza i kamata (EBIT)	133	118	161	-11%	36%
Financijski rezultat	-41	-36	-27	-12%	-24%
Dobit prije oporezivanja	92	82	133	-10%	62%
Porez na dobit	-12	-20	-25	76%	22%
Manjinski interes	-1	-1	-1	-40%	0%
Neto dobit grupe	80	62	108	-22%	75%
Profitne marže u %					
Bruto marža	38,85	41,24	41,58	6%	1%
EBITDA marža	11,70	11,78	12,68	1%	8%
EBIT marža	5,44	4,66	5,85	-14%	26%
Neto marža	3,28	2,44	3,95	-26%	62%
Bilanca					
Kratkotrajna imovina					
Novac	40	72	111	80%	53%
Potraživanja od kupaca	533	581	630	9%	8%
Zalihe	498	472	597	-5%	27%
Ostala tekuća imovina	174	126	87	-28%	-30%
Dugotrajna imovina	1.927	1.735	2.046	-10%	18%
Ukupna aktiva	3.172	2.986	3.472	-6%	16%
Kratkoročne obveze					
Dugoročne obveze	745	736	956	-1%	30%
Dugoročne obveze	453	311	496	-31%	60%
Manjinski udjeli	0	1	1	25%	20%
Vlasnička glavnica	1.974	1.939	2.019	-2%	4%
Ukupna pasiva	3.172	2.986	3.472	-6%	16%
Novčani tijek					
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	237	223	190	-6%	-14%
Novčani tijek iz investicijskih aktivnosti	-104	-39	-406	-62%	941%
Novčani tijek iz financijskih i ostalih aktivnosti	-145	-146	245	1%	-268%
Efektii tečajnih razlika	-5	-6	9	22%	-260%
Promjena novca	-16	32	38	-296%	19%

Izvori: prospekt, godišnja izvješća, RBA istraživanja

Tranše komercijalnih zapisa koje su u opticaju:	Datum izdanja	Dospijeće	Datum dospijeća	Nominalni prinos	Prinos 18.6.03.	Vrijednost izdanja '000 Kn
Podravka d.d.	20.5.03.	18.11.03.	182 dana	4,45%	4,35%	52.000
Podravka d.d.	6.3.03.	4.3.04.	364 dana	4,20%	4,40%	40.000
Podravka d.d.	21.1.03.	22.7.03.	182 dana	3,40%	n.a.	38.000

Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja

Očekuje se promjena vlasničke strukture u 2003. godini

Grupa Podravka je prehrambena i farmaceutska kompanija sa sjedištem u Koprivnici. Podravka ima povezana društva i podružnice u oko 17 zemalja u svijetu, dok se proizvodni objekti nalaze u pet različitih zemalja – Hrvatskoj, Sloveniji, Poljskoj, Mađarskoj i Češkoj. Podravkina strateška tržišta su osim Hrvatske, zemlje jugoistočne, srednje i istočne Europe gdje Podravka ima svoja predstavništva i vlastitu distributivnu mrežu. Organizacijska struktura Podravke temelji se na osam strateških poslovnih jedinica: Vegeta, Podravka jela, Slatki program, Voće i povrće, Pića, Mlin i pekara, Danica – mesna industrija i Belupo – farmaceutska industrija. Najznačajnija Podravkina marka je Vegeta – izvoran i prirodan univerzalni dodatak jelima, koji je nastao prije 40-ak godina.

U 2002. godini Podravka je realizirala svoju prvu inozemnu akviziciju kupovinom češke tvrtke Lagris koja je vodeći ponuđač hrane na češkom i slovačkom tržištu. Osim u inozemstvu tokom 2002. go-

dine akvirirana je i porečka tvrtka Ital-Ice, proizvođač sladoleda, slastica i distributer smrznute. U 2002. godini je počela distribucija Nestle-ovih proizvoda. Podravka je dobila pravo distribucije i prodaje pojedinih proizvoda grupe Nestlé na području Hrvatske, Bosne i Hercegovine, Srbije, Crne Gore, Kosova i Makedonije. Taj ugovor omogućava proširenje palete Podravkinih proizvoda i puno jaču pregovaračku poziciju u odnosu s maloprodajnim lancima.

U 2003. godini najznačajniji događaj bi trebao biti izlazak Europske banke za obnovu i razvoj iz vlasničke strukture Podravke. Podravka bi trebala kupiti vlastite preferencijalne dionice, a zatim smanjiti temeljni kapital povlačenjem tih dionica. Daljnji rast Podravke se očekuje temeljem organskog rasta, kao i putem akvizicija, pretpostavljamo u Jugoslaviji (gdje je velika privatizacija prehrambene industrije u toku) ili u zemljama srednje i istočne Europe.

Glavni financijski pokazatelji

	2000.	2001.	2002.
Pokazatelji likvidnosti			
Pokazatelji tekuće likvidnosti (x)	1,671	1,701	1,491
Pokazatelji ubrzane likvidnosti (x)	0,77	0,89	0,77
Neto obrtni kapital u milijunima kuna	500	515	469
Pokazatelji zaduženosti			
Odnos ukupnih obveza i ukupne imovine	0,38	0,35	0,42
Odnos dugoročnih obveza i pasive	14,27%	10,41%	14,29%
Odnos ukupnih obveza i vlastitog kapitala	0,61	0,54	0,72
Odnos dugoročnih obveza i vlastitog kapitala	22,93%	16,04%	24,57%
Osnovni pokazatelji			
EBIT* pokriće kamata	1,83	1,93	3,21
EDITDA** pokriće kamata	3,94	4,89	6,96
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti/ukupni dug	0,19	0,23	0,20
Povrat na ukupni kapital	4,05%	3,84%	4,97%
Dugoročni dug/ukupni kapital	14,27%	10,41%	14,29%
Koeficijent zaduženosti	0,61	0,54	0,72
Ukupni dug/EBITDA	4,20	3,50	4,17
EBITDA/Ukupna imovina	0,09	0,10	0,10

* zarade prije kamata i poreza; ** zarade prije kamata, poreza i amortizacije
Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja



Rast prodaje i profitabilnosti

Atlantic trade d.o.o. konsolidirani račun dobiti i gubitka (svi iznosi u milijunima kuna)

	2000.	2001.	2002.	Promjena	
				2001.	2002.
Prihodi od prodaje	296.582	460.216	623.627	55,17%	35,51%
Proizvodni troškovi	-265.772	-409.173	-553.577	53,96%	35,29%
Bruto dobit	30.810	51.043	70.050	65,67%	37,24%
Ostali prihodi	18.992	16.624	23.622	-12,47%	42,10%
Opći, administrativni i troškovi distribucije	-30.045	-35.520	-48.224	18,22%	35,77%
Dobit prije poreza i kamata (EBIT)	19.757	32.147	45.448	63%	41%
Financijski rezultat	-6.407	-9.033	-9.683	41%	7%
Dobit prije oporezivanja	13.350	23.114	35.765	73%	55%
Porez na dobit	-4.807	-4.945	-7.254	3%	47%
Manjinski interes	0	-4.179	-5.983		43%
Neto dobit grupe	8.543	13.990	22.528	64%	61%
EBITDA	27.048	50.856	65.494	88%	29%
Profitne marže u %					
Bruto marža	10,39	11,09	41,58	7%	275%
EBITDA marža	9,12	11,05	12,68	21%	15%
EBIT marža	6,66	6,99	5,85	5%	-16%
Neto marža	2,88	3,04	3,95	6%	30%
Bilanca					
Kratkotrajna imovina					
Novac	877	37.561	30.505	4183%	-19%
Potraživanja od kupaca	63.046	123.247	136.149	95%	10%
Zalihe	35.149	73.828	75.593	110%	2%
Ostala tekuća imovina	297	297	91	0%	-69%
Dugotrajna imovina	50.080	127.903	120.213	155%	-6%
Ukupna aktiva	149.449	362.836	362.551	143%	0%
Kratkoročne obveze					
Dugoročne obveze	95.402	151.521	165.799	59%	9%
Dugoročne obveze	32.612	114.586	83.398	251%	-27%
Manjinski udjeli	0	41.234	40.727		-1%
Negativni goodwill	0	24.342	18.932		-22%
Vlasnička glavnica	21.435	31.153	53.695	45%	72%
Ukupna pasiva	149.449	362.836	362.551	143%	0%
Novčani tijek					
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti		61.200	30.850		-50%
Novčani tijek iz investicijskih aktivnosti		-1.419	-12.653		792%
Novčani tijek iz financijskih i ostalih aktivnosti		-23.097	-25.253		9%
Promjena novca		36.684	-7.056		-119%

Tranše komercijalnih zapisa koje su u opticaju:	Datum izdanja	Dospijeće	Datum dospijeća	Nominalni prinos	Prinos 18.6.03.	Vrijednost izdanja '000 Kn
Atlantic grupa	16.5.03.	14.11.03.	182 dana	4,95%	4,90%	100.000

Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja

Velik i uspješan obiteljski posao

Atlantic Grupa je holding poduzeće *Atlantic Trade d.o.o.*, *Cedevita d.o.o.* i *Neva d.o.o.*. Interesno povezana poduzeća Grupe su *Maximus Grocer*, *Montana Plus* i *Ataco BiH*.

Na dan 31. prosinca 2002. konsolidacijom su bila uključena poduzeća *Atlantic Trade* i *Cedevita*. Matrica Grupe je *Atlantic Trade d.o.o.* sa sjedištem u Zagrebu, *Heinzlova 47b*.

Atlantic Trade je distributer robe široke potrošnje svjetskih brandova multinacionalanih korporacija kao što su *Wrigley* (*Orbit*, *Winterfresh*, *Airwaves*, *X-cite*, *Hubba Bubba*), *Ferrero* (*Kinder*, *Rocher*, *Tic Tac*, *Nutella*, *Mon Cheri*), *Purina* (*Friskies*, *Purina*, *Darling*, *ProPlan*), *Johnson & Johnson* (*Penaten*, *Johnson's baby*, *Reach*, *O.B.*, *Carefree*), te *Manner*, *Elite*, *Duyvis*, *Nestle Purina PetCare*, *Durex* i *Duarcell* proizvoda. *Atlantic Trade* je također distributer domaćih proizvoda kao što su *Vivera*, *Cedevita* i drugi.

Cedevita je proizvođač dijetetskih proizvoda te proizvoda namjenjenih zdravoj prehrani. Pokraj proizvodnje vitaminskih napitaka *Cedevita*, poduzeće također proizvodi čajeve (*Cedevita čaj*, *Naturavita čaj*, *Ice Twice*), konditorske proizvode (bom-

boni *Cedevita*, *Pepermint*, *Cevitamin*, *Kvik*, *Rondo C*, *Vau-vau*), te ostale dijetetike (*Trendy*, *Rondosept*, *Rehidromix*).

Neva je proizvođač kozmetičko-higijenskih proizvoda i proizvoda za kućanstvo. *Neva* je razvila dva regionalna branda: *Plidenta* i *Rosal*.

Većinsko vlasništvo u poduzećima članicama grupe i interesno povezanim poduzećima imaju članovi obitelji *Tedeschi*. Većinski vlasnik *Atlantic Grupe* je *Emil Tedeschi* s udjelom od 60%, ostali vlasnici su *Svetozar Tedeschi* 30%, te *Lada Tedeschi*.

Atlantic Trade i *Neva* su u 100% vlasništvu *Atlantic Grupe*. Većinski vlasnik *Cedevite* je *Atlantic Grupa* s udjelom od 51%, dok su ostalu vlasnici *Deutsche Investitions Entwicklungsgesellschaft (DEG)*, *Njemačka* 37% i *Grocer*, *Luxemburg* 12%.

Grupa je razvila poslovnu strategiju sa dvije osnovne smjernice konsolidacija grupa članica i interesno povezanih poduzeća unutar Grupe, te širenje poslovanja u zemlji i regiji. Grupa planira buduće akvizicije sa naglaskom na područje zdrave hrane.

Glavni financijski pokazatelji

	2000.	2001.	2002.
Pokazatelji likvidnosti			
Pokazatelji tekuće likvidnosti (x)	1,042	1,550	1,462
Pokazatelji ubrzane likvidnosti (x)	0,67	1,06	1,01
Neto obrtni kapital u milijunima kuna	3.967	83.412	76.539
Pokazatelji zaduženosti			
Odnos ukupnih obveza i ukupne imovine	0,86	0,73	0,69
Odnos dugoročnih obveza i pasive	21,82%	31,58%	23,00%
Odnos ukupnih obveza i vlastitog kapitala	5,97	2,75	2,20
Odnos dugoročnih obveza i vlastitog kapitala	152,14%	118,46%	73,57%
Osnovni pokazatelji			
EBIT* pokriva kamata	n.a.	3,52	4,14
EDITDA** pokriva kamata	n.a.	5,56	5,97
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti/ukupni dug	0,12	0,12	0,17
Povrat na ukupni kapital	n.a.	12,55%	12,53%
Dugoročni dug/ukupni kapital	21,82%	31,58%	23,00%
Koeficijent zaduženosti	5,97	2,75	2,20
Ukupni dug/EBITDA	4,73	5,23	3,80
EBITDA/Ukupna imovina	0,18	0,14	0,18

* zarade prije kamata i poreza; ** zarade prije kamata, poreza i amortizacije
Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja



Dvoznamenkasti rast prihoda i neto dobiti

Belišće konsolidirani račun dobiti i gubitka (svi iznosi u milijunima kuna)

	2000.	2001.	2002.	Promjena	
				2001.	2002.
Poslovni prihodi	643.070	625.557	748.577	-3%	20%
Proizvodni troškovi	-471.050	-508.028	-588.352	8%	16%
Bruto dobit	172.020	117.529	160.225	-32%	36%
Neproizvodni troškovi	-127.632	-97.257	-131.916	-24%	36%
Dobit iz redovnog poslovanja	44.388	20.272	28.309	-54%	40%
Ostali prihodi i rashodi	-16.573	6.455	6.696	-139%	4%
Dobit prije poreza i kamata (EBIT)	27.815	26.727	35.005	-4%	31%
Financijski rezultat	-16.531	-16.776	-21.706	1%	29%
Dobit prije oporezivanja	11.284	9.951	13.299	-12%	34%
Porez na dobit	-12	-19	-979	58%	5053%
Manjinski interes	-180	-43	-821	-76%	1809%
Neto dobit grupe	11.092	9.889	11.499	-11%	16%
Dobit prije poreza, kamata i amortizacije (EBITDA)	77.846	80.385	96.442	3%	20%
Profitne marže u %					
Bruto marža	26,75	18,79	21,40	-30%	14%
EBITDA marža	12,11	12,85	12,88	6%	0%
EBIT marža	4,33	4,27	4,68	-1%	9%
Neto marža	1,72	1,58	1,54	-8%	-3%
Bilanca					
Kratkotrajna imovina					
Novac	7.642	11.570	11.098	51%	-4%
Potraživanja od kupaca	126.087	109.328	228.970	-13%	109%
Zalihe	93.115	94.347	130.132	1%	38%
Ostala tekuća imovina	41.400	57.173	71.112	38%	24%
Dugotrajna imovina	640.395	597.914	863.108	-7%	44%
Ukupna aktiva	908.639	870.332	1.304.420	-4%	50%
Kratkoročne obveze					
Dugoročne obveze	199.012	156.385	336.351	-21%	115%
Dugoročne obveze	263.870	278.233	502.727	5%	81%
Manjinski udjeli	9.553	9.596	37.918	0%	295%
Vlasnička glavnica	436.204	426.118	427.424	-2%	0%
Ukupna pasiva	908.639	870.332	1.304.420	-4%	50%
Novčani tijek					
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	31.672	38.536	60.549	22%	57%
Novčani tijek iz investicijskih aktivnosti	-14.517	-11.407	239.356	21%	2198%
Novčani tijek iz financijskih i ostalih aktivnosti	-17.912	-23.201	-300.377	-30%	-1195%
Promjena novca	-757	3.928	-472	-619%	-112%

Tranše komercijalnih zapisa koje su u opticaju:	Datum izdanja	Dospijeće	Datum dospijeca	Prinos	Prinos 18.6.03.	Vrijednost izdanja '000 Kn
Belišće d.d.	16.1.03.	17.7.03.	182 dana	3,90%	3,70%	100.000
Belišće d.d.	5.6.03.	2.12.03.	182 dana	4,95%	n.a.	100.000

Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja

Proširenje tržišta i povećanje proizvodnje su glavne strategije

Osnovna djelatnost Grupe Belišće, Belišće je proizvodnja poluceluloze, papira i ambalaže, reciklaža i postupanje sekundarnim sirovinama, proizvodnja opreme za kontrolu industrijskih procesa rezanje obrada i namjenska prerada drva. Sjedište Matice Grupe je Belišće d.d., Belišće, Hrvatska sa sjedištem u Belišču Trg Ante Starčevića 2. Grupi je tijekom 2002. godine pridruženo jedno društvo Valkarton d.d., Logatec, Slovenija, koje u svom vlasništvu ima ostalih 6 društava.

Temeljni kapital Belišća d.d. iznosi 349.293.600,00 kuna. Temeljni se kapital društva dijeli na 1.164.312 redovne dionice nominalne vrijednosti od 300 kuna svaka.

Dionička struktura Belišća d.d. na dan 31.12.2002. godine: • zaposleni; ranije zaposleni i invalidi Domovinskog rata (49,7%); • I.F.C. (20%); • Riadria banka d.d. (14,70 %); • privatizacijski investicijski fondovi (3,2%); • Hrvatske vode (3,2%); • Hrvatski fond za privatizaciju (1,9%); • ostale pravne osobe (1,9%); • trezorske dionice (5,3%)

Uprava se sastoji od jednog člana – generalnog direktora, koji je imenovan na rok od 5 godina i može

biti ponovo biran bez ograničenja. Na isti rok imenuje se i zamjenik generalnog direktora, s istim mogućnostima ponovnog biranja.

Belišće d.d. je značajan proizvođač kartonske ambalaže, a posebno ambalažnih papira i u europskim razmjerima. Poziciju na europskom i drugim tržištima Belišće d.d. želi zadržati, proširiti i učvrstiti, uz jačanje udjela kartonske i ostale ambalaže. Strategija poduzeća se ogleda upravo kroz realizaciju najvažnijih ciljeva koji su slijedeći: • Tržišni – osigurati plasman za cjelokupnu planiranu proizvodnju te povećavati učešće na tržištima koja daju profitabilnije rezultate. U tom smislu kupovina sustava Valkarton ima posebno značenje za Belišće; • Proizvodni – povećanje godišnje proizvodnje ambalažnih papira, te ambalaže od valovitog kartona; • Snižanje troškova; • Organizacijski – unaprijediti postojeću organizaciju, optimizirati broj uposlenih te proizvodnost rada dovesti u okvire svjetskih standarda.

Izvori: konsolidirani financijski izvještaj i neovisno revizorsko mišljenje za godinu koja je završila 31.12.2002. i 2001., Deloitte & Touche

Glavni financijski pokazatelji

	2000.	2001.	2002.
Pokazatelji likvidnosti			
Pokazatelji tekuće likvidnosti (x)	1,35	1,74	1,31
Pokazatelji ubrzane likvidnosti (x)	0,88	1,14	0,93
Neto obrtni kapital u milijunima kuna	69.232	116.033	104.961
Pokazatelji zaduženosti			
Odnos ukupnih obveza i ukupne imovine	0,51	0,50	0,64
Odnos dugoročnih obveza i pasive	29,04%	31,97%	38,54%
Odnos ukupnih obveza i vlastitog kapitala	1,04	1,00	1,80
Odnos dugoročnih obveza i vlastitog kapitala	59,20%	63,86%	108,03%
Osnovni pokazatelji			
EBIT* pokriva kamata	1,08	0,99	1,45
EDITDA** pokriva kamata	3,02	2,98	4,01
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti/ukupni dug	0,13	0,15	0,09
Povrat na ukupni kapital	3,15%	3,00%	3,22%
Dugoročni dug/ukupni kapital	29,04%	31,97%	38,54%
Koeficijent zaduženosti	0,51	0,50	0,64
Ukupni dug/EBITDA	0,09	0,09	0,07
EBITDA/Ukupna imovina	8,57%	9,24%	7,39%

* zarade prije kamata i poreza; ** zarade prije kamata, poreza i amortizacije
Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja



Smanjenje profitabilnosti

Lura konsolidirani račun dobiti i gubitka (svi iznosi u milijunima kuna)

	2000.	2001.	2002.	Promjena	
				2001.	2002.
Prihodi od prodaje	1.388.696	1.636.736	1.674.575	17,86%	2,31%
Proizvodni troškovi	-915.801	-1.149.260	-1.206.365	25,49%	4,97%
Bruto dobit	472.895	487.476	468.210	3,08%	-3,95%
Ostali prihodi	43.822	66.031	41.412	50,68%	-37,28%
Opći, administrativni i troškovi distribucije	-402.100	-415.814	-468.633	3,41%	12,70%
Dobit prije poreza i kamata (EBIT)	114.617	137.693	40.989	20%	-70%
Financijski rezultat	-14.733	-6.936	-15.876	-53%	129%
Dobit prije oporezivanja	99.884	130.757	25.113	31%	-81%
Porez na dobit	-26.324	-30.325	-14.633	15%	-52%
Manjinski interes	-5				
Neto dobit grupe	73.555	100.432	10.480	37%	-90%
EBITDA	227.171	259.347	175.671	14%	-32%
Profitne marže u %					
Bruto marža	34,05	29,78	41,58	-13%	40%
EBITDA marža	16,36	15,85	12,68	-3%	-20%
EBIT marža	8,25	8,41	5,85	2%	-30%
Neto marža	5,30	6,14	3,95	16%	-36%
Bilanca					
Kratkotrajna imovina					
Novac	27.419	43.385	41.676	58%	-4%
Potraživanja od kupaca	191.005	221.751	266.287	16%	20%
Zalihe	105.955	131.793	143.948	24%	9%
Dugotrajna imovina	695.753	763.691	871.513	10%	14%
Ukupna aktiva	1.020.132	1.160.620	1.323.424	14%	14%
Kratkoročne obveze					
Dugoročne obveze	268.266	307.266	437.626	15%	42%
Vlasnička glavnica	141.732	231.498	228.702	63%	-1%
Ukupna pasiva	610.134	621.856	657.096	2%	6%
Novčani tijek					
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti	n.a.	186.404	107.064		-43%
Novčani tijek iz investicijskih aktivnosti	n.a.	-196.844	-182.072		-8%
Novčani tijek iz financijskih i ostalih aktivnosti	n.a.	25.703	70.395		174%
Promjena novca	n.a.	15.263	-4.613		-130%

Tranše komercijalnih zapisa koje su u optjecaju:	Datum izdanja	Dospijeeće	Datum dospijeeća	Nominalni prinosi	Iznos izdanja '000 Kn	Prinos 18.6.03.
Lura	24.4.03.	24.10.03.	182 dana	4,50%	60.000	4,24%

Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja

Kroz mehanički rast do povećanja udjela na tržištu

Osnovna djelatnost LURE je proizvodnja prehrambenih proizvoda, tj. proizvodnja hrane i pića.

Sva društva-kćeri (5) u 100%-tnom su vlasništvu LURE, osim društva Sloboda d.d. u kojem LURA ima udio od 99,40% (na dan 31.3.2003. godine). Temeljni kapital LURE iznosi 300.000.000,00 kuna i podijeljen je na 3.000.000 redovnih dionica nominalne vrijednosti 100,00 kuna.

Većinski udio u vlasničkoj strukturi LURE drži jedan dioničar čiji udio iznosi 91,35%. Kategoriju malih dioničara, kojih je ukupno 403, i čiji je udio 8,65%, čine zaposleni, ranije zaposleni, kooperanti, umirovljenici, zaposlenici državnih poduzeća te kategorije dioničara kojima je Hrvatski fond za privatizaciju sukladno pozitivnim propisima besplatno dodijelio dionice. Zastupljenost zaposlenika i kooperanata u ovoj kategoriji je najveći i njihov udio iznosi 70%.

Sukladno usvojenoj viziji, a u cilju stalnog povećavanja vrijednosti dioničke glavnice, LURA u razdoblju do 2005. godine ima za cilj prerasti u regionalnu prehrambenu kompaniju. U cilju smanjivanja poslovnog rizika povezanog s regionalnom orijen-

tacijom gotovo isključivo na jednu poslovnu djelatnost (proizvodnja mlijeka i mliječnih proizvoda), LURA svoje poslovanje temelji na još dva poslovna područja (bezalkoholna pića i napici te konditorsko-pekarski proizvodi).

Ciljeve u sva tri prethodno navedena poslovna područja LURA će ostvariti temeljem organskog i mehaničkog rasta. Za razliku od organskog rasta kroz ekspanziju poslovanja i rast prodaje u svim trima poslovnim djelatnostima, mehanički rast podrazumijeva nove akvizicije. Akvizicije izvan granica Republike Hrvatske bit će orijentirane isključivo na područje mljekarstva, dok će akvizicije na domaćem tržištu biti u funkciji daljnjeg povećavanja tržišnih udjela i rasta u domeni bezalkoholnih pića i napitaka, odnosno konditorsko-pekarskih proizvoda.

Može se istaknuti da će u cilju ostvarivanja zacrtanih ciljeva vlastitog rasta i razvoja LURA razmatrati oportunitet ulaska u strateške saveze s uglednim domaćim i stranim kompanijama.

Izvor: informativni memorandum Programa izdavanja komercijalnih zapisa

Glavni financijski pokazatelji

	2000.	2001.	2002.
Pokazatelji likvidnosti			
Pokazatelji tekuće likvidnosti (x)	1,21	1,29	1,03
Pokazatelji ubrzane likvidnosti (x)	0,81	0,86	0,70
Neto obrtni kapital u milijunima kuna	56.113	89.663	14.285
Pokazatelji zaduženosti			
Odnos ukupnih obveza i ukupne imovine	0,40	0,46	0,50
Odnos dugoročnih obveza i pasive	13,89%	19,95%	17,28%
Odnos ukupnih obveza i vlastitog kapitala	0,67	0,87	1,01
Odnos dugoročnih obveza i vlastitog kapitala	23,23%	37,23%	34,80%
Osnovni pokazatelji			
EBIT* pokrće kamata	4,83	7,77	2,28
EDITDA** pokrće kamata	15,10	25,38	17,66
Novčani tijek iz poslovnih aktivnosti/ukupni dug	0,45	0,41	0,21
Povrat na ukupni kapital	n.a.	12,63%	3,30%
Dugoročni dug/ukupni kapital	13,89%	19,95%	17,28%
Koeficijent zaduženosti	0,67	0,87	1,01
Ukupni dug/EBITDA	1,80	2,08	3,79
EBITDA/Ukupna imovina	0,22	0,22	0,13

* zarade prije kamata i poreza; ** zarade prije kamata, poreza i amortizacije
Izvori: prospekt, www.biznis.hinet.hr, RBA istraživanja

Cijena i spread komercijalnih zapisa

Određivanje cijene i spreada

Komercijalni zapisi se obično izdaju po diskontiranoj cijeni koja reflektira tržišno kretanje kamatnih stopa. Diskontirana cijena u direktnoj je funkciji godišnjeg prinosa koji kupac želi ostvariti i izračunava se prema slijedećoj formuli:

$$D = 100 - \frac{100 \cdot n \cdot i}{365 + i \cdot n}$$

gdje je:

D – diskontirani iznos

n – broj dana do dospijeca

i – kamatna stopa/100

Na tržištu SAD-a izdaju se komercijalni zapisi s maksimalnim rokom dospijeca od 270 dana i sva izdanja moraju imati određen kreditni rejting. Kreditni rejting izdavača utjecati će i na samu cijenu komercijalnog zapisa. Benchmark (referentna kamatna stopa ili referentni vrijednosni papir) za izdanja komercijalnih zapisa u SAD-u je Federal Reserve Composite Rate. Ovisno o kreditnom rejtingu izdavača ovisiti će i spread komercijalnog zapisa u odnosu na benchmark.

$$\text{spread} = (ikz - itz) \cdot 100$$

gdje je

ikz – diskontni prinos komercijalnog zapisa u %

itz – kamatna stopa na referentni trezorski zapis u %

Benchmark za domaća izdanja komercijalnih zapisa su trezorski zapisi Ministarstva Financija. Spread u odnosu na benchmark određuje se prema samim

pokazateljima poslovanja poduzeća, a temelji se na procjeni poslovanja poduzeća. Spread se izražava u baznim bodovima (stotim djelovima postotnog boda), a predstavlja razliku diskontnog prinosa komercijalnog zapisa i benchmark izdanja trezorskog zapisa. Pri određivanju spreada u odnosu na benchmark gleda se na slijedeće parametre:

- **Kvalitativni kriteriji:** upravljanje poduzećem (management), poslovna strategija (business strategy), vlasnička struktura, industrija u kojoj poduzeće posluje i rizik industrije, tržišna pozicija poduzeća.
- **Kvantitativni kriteriji:** likvidnost, profitabilnost, struktura kapitala i dugoročna solventnost, cash flow analiza, povrat na kapital, operativne performance.

Spread domaćih izdanja

U tablici su prikazana trenutna izdanja komercijalnih zapisa u kunama na domaćem tržištu i njihovi spreadovi u trenutku izdanja u odnosu na trezorske zapise Ministarstva financija prema odgovarajućem dospjeću, kao i zabilježene i dostupne kupovne prosječne cijene u trgovini zapisima. Dosadašnja dospjeca izdanih zapisa odgovaraju dospjećima izdanja trezorskih zapisa (91, 182, 364 dana). Najmanji spread u odnosu na trezorske zapise imaju komercijalni zapisi Plive izdani u kunama na OTC tržištu u okviru ECP programa, a najveći spread bilježe komercijalni zapisi Belišća (OTC tržište), Jadranke, Atlantic Grupe i Lure. Što su pokazatelji poduzeća izdavatelja povoljniji, a povijest poslovanja stabilnija spreadovi su niži.

Zagrebačka burza	Datum izdanja	Datum dospijeca	Dospijeca	Iznos izdanja u 000 kn	Prinos pri izdanju	Prinos TZ	Spread* TZ	Prinos** 30.4.03.	Prinos** 31.5.03.	Prinos** 18.6.03.
Podravka d.d.	21.1.03.	22.7.03.	182 dana	38,000	3,40%	2,70%	70	n.a.	n.a.	n.a.
Jadranka d.d.	2.7.03.	29.9.03.	89 dana	12,000	6,70%	2,20%	450	n.a.	n.a.	n.a.
Lura d.d.	24.4.03.	24.10.03.	182 dana	60,000	4,50%	3,25%	125	n.a.	4,44%	4,24%
Atlantic Grupa d.o.o.	16.5.03.	14.11.03.	182 dana	20,000	4,95%	3,65%	130	n.a.	4,90%	4,90%
Podravka d.d.	20.5.03.	18.11.03.	182 dana	52,000	4,45%	3,65%	80	n.a.	4,45%	4,35%
Podravka d.d.	6.3.03.	4.3.04.	364 dana	40,000	4,20%	3,25%	95	4,40%	4,50%	4,40%
OTC	Datum izdanja	Datum dospijeca	Dospijeca	Iznos izdanja u 000 kn	Prinos pri izdanju	Prinos TZ	Spread* TZ	Prinos** 30.04.03.	Prinos** 31.05.03.	Prinos** 18.06.03.
Belišće d.d.	16.1.03.	17.7.03.	182 dana	20,000	3,90	2,60%	130	n.a.	3,70%	3,70%
Pliva d.d.	16.9.02.	15.9.03.	364 dana	100,000	4,30%	n.a.		3,81%	3,47%	3,59%
Belišće d.d.	3.6.03.	2.12.03.	182 dana	20,000	4,95%	3,65%	130	n.a.	n.a.	n.a.
Pliva d.d.	13.1.03.	12.1.04.	364 dana	200,000	3,30%	3,00%	30	4,61%	4,63%	4,61%

* pri izdanju u odnosu na posljednje prethodno izdanje trezorskih zapisa istog dospjeca; ** bid prinos (prosjeak kotacija objavljenih na biznis.hinet.hr)

I dalje velika dominacija banaka

Aktiva/imovina financijskih institucija

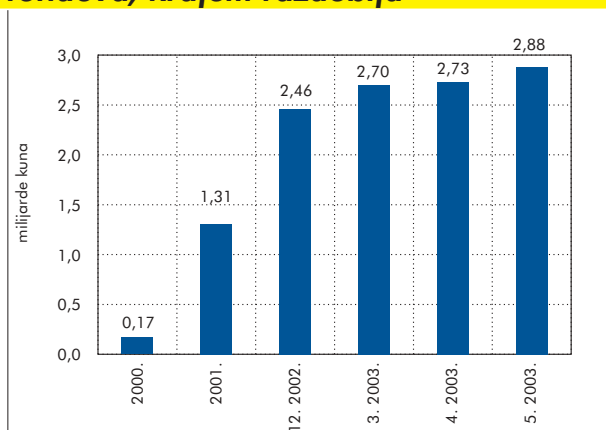
31.12.2002. u milijunima kuna			
	iznos	%	
Banke	174.979,2	88,8%	
Nebankovne institucije	22.037,8	11,2%	
Osiguranja*	11.472,6	5,8%	
Investicijski fondovi	2.419,1	1,2%	
Štedno kreditne zadruge	1.103,0	0,6%	
Stambene štedionice	2.133,6	1,1%	
PIF + ZIF	2.789,9	1,4%	
Mirovinski fondovi	2.119,7	1,1%	
UKUPNO	197.017,0	100%	

* procjena

Izvori: HNB, Hagena

Analiza potencijalne potražnje kod financijskih institucija pokazuje da na našem tržištu još uvijek dominantnu ulogu imaju poslovne banke. Sa udjelom u ukupnoj aktivi svih financijskih institucija banke sudjeluju sa blizu 90%. U hrvatskom slučaju uočljiva je neravnoteža u razvijenosti financijskog sustava u korist klasičnog bankarstva. Udio ukupne bilance poslovnih banaka u BDP-u od 99,2% pokazuje da je relativnom veličinom bankarskog sustava Hrvatska uz bok razvijenih tranzicijskih zemalja. Od nebankovnih financijskih posrednika kao najveće možemo istaknuti osiguravajuća društva koja imaju udio od oko 6% te nakon toga dolaze investicijski fondovi čiji je rast prošle i ove godine bio izuzetno brz, a njihova uloga uz mirovinske fondove postaje sve veća.

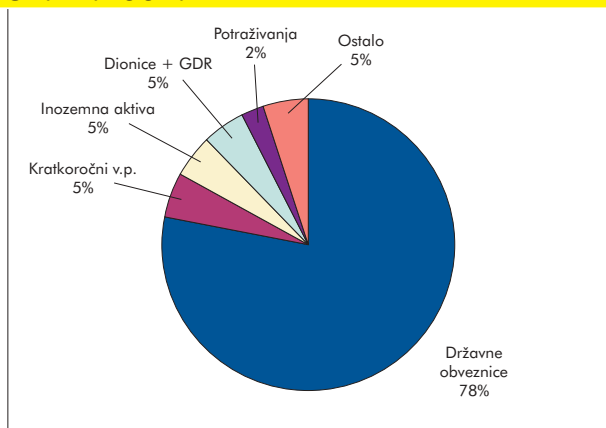
Imovina otvorenih investicijskih fondova, krajem razdoblja



Izvor: CROSEC

Vrijednost imovine 28 otvorenih investicijskih fondova krajem svibnja ove godine dosegla je 2,88 milijardi kuna, a tijekom prošle godine njihova je imovina gotovo udvostručena (na 2,46 milijarde kuna). Svi fondovi zajedno (otvoreni, mirovinski, zatvoreni...) upravljaju s više od 7,5 milijardi kuna imovine, što je znatan iznos koji će se usmjeravati na sve raznovrsnije instrumente ulaganja. Rastuća imovina fondova predstavlja potencijal ulaganja u razne instrumente, a tako i u komercijalne zapise kojima će poduzeća, izbjegavajući financijske posrednike, nastojati pribaviti kratkoročna sredstva. Stoga je važan podatak da je od svih investicijskih fondova, najviše imovine u novčanim fondovima: novčani fondovi imaju oko 63,6% tržišnog udjela, obveznički 26,0%, mješoviti 7,4% te dionički 3,05%. Udio ulaganja u komercijalne zapise kod nekih je novčanih fondova prošle godine premašio 10%, a razvoj tržišta komercijalnih zapisa na takva kretanja mogu djelovati samo poticajno. Obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi također mogu imati komercijalne zapise kao predmet potražnje, ali se na njihova ulaganja primjenjuju veća ograničenja. Osiguravajuća društva, prema Zakonu o osiguranju, imaju dosta sužen prostor glede instrumenata u koja smiju ulagati, za razliku od mirovinskih i investicijskih fondova te drugih trgovačkih društava. Osiguravajuća društva koja se bave neživotnim osiguranjima imaju veća dopuštenja ulaganja u odnosu na osiguravatelje života, a na dužničke vrijednosne papire kojima se trguje na organiziranom tržištu, mogu uložiti do 15% tzv. "raspoloživih sredstava za ulaganje".

Ulaganja mirovinskih fondova, 31.12.2002.



Izvor: Hagena

Raiffeisenbank istraživanja & sales team

Samostalna direkcija za makroekonomska i financijska istraživanja

mr. Ante Žigman, glavni ekonomist; ekonomski trendovi; tel: 01/4878-011,
email: ante.zigman@rba-zagreb.raiffeisen.at

Zvonimir Savić, ekonomski analitičar; sektori; tel: 01/4878-015, email: zvonimir.savic@rba-zagreb.raiffeisen.at

Igor Mataić, glavni financijski analitičar; pregled kompanija; tel: 01/4878-012, email: igor.mataic@rba-zagreb.raiffeisen.at

Hrvoje Dolenc, viši ekonomski analitičar; pregled tržišta novca; tel: 01/4878-014, email: hrvoje.dolenc@rba-zagreb.raiffeisen.at

Ivana Robić, financijski analitičar; sektori i kompanije; tel: 01/4878-016, email: ivana.robic@rba-zagreb.raiffeisen.at

Riznica

Zoran Koščak, izvršni direktor; tržište kapitala; tel: 01/4560-839, email: zoran.koscak@rba-zagreb.raiffeisen.at

Dalibor Fell, direktor direkcije customer desk, direktor direkcije FX desk; tržište novca i tečaj; tel: 01/4560-859,
email: dalibor.fell@rba-zagreb.raiffeisen.at

Krešimir Kutleša, direktor direkcije fixed income; tržište kapitala; tel: 01/4560-857, email: kresimir.kutlesa@rba-zagreb.raiffeisen.at

Kornelija Spaček, direktor direkcije equity; tržište vrijednosnih papira; tel: 01/4890-808,

email: kornelija.spacek@rba-zagreb.raiffeisen.at

Marko Petras, broker; tržište vrijednosnih papira; tel: 01/4890-801, email: marko.petras@rba-zagreb.raiffeisen.at

Raiffeisen Invest

Goran Kralj, fund manager; investicijski fondovi; tel: 01/6003-737, email: goran.kralj@rba-zagreb.raiffeisen.at

Marko Hunjak, dealer; investicijski fondovi; tel: 01/6003-738, email: marko.hunjak@rba-zagreb.raiffeisen.at

Kratice korištene u ovoj publikaciji

BDP – bruto domaći proizvod
CROSEC – Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske
DZS – Državni zavod za statistiku
EBIDA – zarada prije kamata, amortizacije i poreza
EBIT – zarada prije kamata i poreza
EUR – euro
HAGENA – Agencija za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja
HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj

HNB – Hrvatska narodna banka
kn, HRK – kuna
MF – Ministarstvo financija
n.a. – podatak nije raspoloživ
PIF – privatizacijski investicijski fond
USD – dolar
v.p. – vrijednosni papiri
ZIF – zatvoreni investicijski fond

Izdaje

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb
Petrinjska 59, 10000 Zagreb
www.rba.hr
tel. 4566-466
fax: 4811-626

Publikacija je dovršena 4. srpnja 2003.g.

OPĆE NAPOMENE

Ovu publikaciju izrađuje i za nju je odgovorna Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Ova publikacija ili bilo koji njezin dio ne može se smatrati ponudom ili pozivom na kupnju bilo koje imovine ili prava. Informacije, mišljenja, analize, zaključci, prognoze i projekcije koji se iznose zasnivaju se na javnim statističkim i ostalim informacijama koje potječu iz izvora u čiju se potpunost i točnost Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb pouzdaje, ali za koje ne jamči. Utoliko su informacije, mišljenja, zaključci, prognoze i projekcije izneseni u ovoj publikaciji podložni promjenama koje ovise o promjenama izvora informacija, kao i o promjenama koje nastupe od trenutka pisanja teksta do njegovog čitanja. Svi vrijednosni papiri i ostala imovina koja se spominje u ovom dokumentu mogu biti predmetom zauzimanja pozicije od strane Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Sve takve imovine i prava mogu nositi rizik na čiju procjenu stavovi izneseni u ovom dokumentu ne mogu utjecati. Dokument ili njegovi dijelovi ne mogu se kopirati, ili na bilo koji drugi način reproducirati bez navođenja izvora.