

ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA NA PRIMJERU DRUŠTVA VALAMAR RIVIERA D.D.

Tokić, Marta

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **EFFECTUS university / EFFECTUS veleučilište**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:281:613347>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-08-15**



image not found or type unknown

Repository / Repozitorij:

[Repository of EFFECTUS University of Applied Sciences - Final and graduate theses of EFFECTUS University of Applied Sciences](#)



image not found or type unknown

EFFECTUS veleučilište

MARTA TOKIĆ

DIPLOMSKI RAD

**ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA NA PRIMJERU DRUŠTVA
VALAMAR RIVIERA D.D.**

Zagreb, 2023.

EFFECTUS veleučilište

PREDMET: ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

DIPLOMSKI RAD

KANDIDAT: Marta Tokić

TEMA DIPLOMSKOG RADA: Analiza financijskih izvještaja na primjeru društva Valamar Riviera d.d.

MENTOR: dr. sc. Aljoša Šestanović, CFA

ZNANSTVENO PODRUČJE: ekonomija

TEMATSKO POLJE: financije

Zagreb, ožujak 2023.

SAŽETAK

Predmet ovog diplomskog rada je analiza financijskih izvještaja na primjeru društva Valamar Riviera d.d. te će se kroz provedene analize i odabrane metode ocijeniti njegova financijska stabilnost i uspješnost poslovanja poduzeća. Predmetnu analizu zanimljivo je provesti radi jakog utjecaja pandemije virusa Covid-19 u 2020. i 2021. godini te su jasno vidljivi usponi i padovi u poslovanju poduzeća. Horizontalnom analizom dobit će se komparativni rezultati za duži vremenski period, dok će se vertikalnom analizom strukturno sagledavati razdoblje od jedne godine, međutim prava problematika će ipak doći do izražaja analizom financijskih pokazatelja. Za potrebe ovog rada će se koristiti izvori podataka domaće i strane znanstvene i stručne literature, raznovrsne baze podataka te godišnja financijska izvješća društva Valamar. Svrha provedene analize je pomoći menadžmentu poduzeća da pravovremeno dobije kvalitetne informacije o trenutnom zdravstvenom stanju poslovanja poduzeća i o poboljšanju upravljanja poslovanjem u budućnosti. Najjasnije stanje poduzeća će dati pokazatelji likvidnosti čiji indikatori ukazuju na deficit radnog kapitala i na nedostatak kvalitetnih dugoročnih izvora financiranja te pokazatelji ekonomičnosti iz kojih je vidljivo da je ekonomičnost ukupnog poslovanja ispod zadanih granica.

Ključne riječi: Valamar Riviera d.d., analiza financijskih izvještaja, horizontalna i vertikalna analiza, financijski pokazatelji, Covid-19

ABSTRACT

The subject of this thesis is the analysis of financial statements on the example of the company Valamar Riviera d.d. and its financial stability and the success of the company's operations will be evaluated through the conducted analyzes and selected methods. This analysis is interesting to conduct because of the strong impact of the Covid-19 virus pandemic in 2020-2021 where the ups and downs in the company's operations are clearly visible. The horizontal analysis will provide comparative results for a longer time period, while the vertical analysis will provide a structural sight at a period of one year. However, the real issue is reached through the analysis of financial indicators, which will be used to assess the financial stability of the company. For the purposes of this thesis will be used data sources of domestic and foreign scientific and professional literature, various databases and annual financial reports of the company Valamar. The purpose of the conducted analysis is to help the company's management to get quality information about the current state of health of the company's business in time and about the improvement of business management in the future. The clearest state of the company will be given by liquidity indicators, whose indicators point to a deficit of working capital and a lack of quality long-term sources of financing, as well as indicators of economy, which show that the economy of the overall operation is below the benchmark levels.

Keywords: Valamar Riviera d.d., financial statement analysis, horizontal and vertical analysis, financial indicators, Covid-19

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1 Predmet i cilj rada.....	1
1.2 Izvori podataka	1
2. FINANCIJSKA IZVJEŠĆA PODUZETNIKA	2
2.1 Temeljni financijski izvještaji	2
2.1.1 Bilanca	3
2.1.2 Račun dobiti i gubitka.....	4
2.1.3 Izvještaj o novčanim tokovima	6
2.1.4 Izvještaj o promjenama kapitala	7
2.1.5 Bilješke uz financijske izvještaje	8
2.2 Pojam i značenje analize financijskih izvještaja.....	9
3. TEHNIKE ANALIZE FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA	11
3.1 Horizontalna i vertikalna analiza	11
3.2 Pokazatelji analize financijskih izvještaja	11
3.2.1 Pojedinačni pokazatelji analize financijskih izvještaja.....	12
3.2.1.1 Pokazatelji likvidnosti	13
3.2.1.2 Pokazatelji zaduženosti	14
3.2.1.3 Pokazatelji aktivnosti	15
3.2.1.4 Pokazatelji ekonomičnosti.....	16
3.2.1.5 Pokazatelji profitabilnosti	16
3.2.1.6 Pokazatelji investiranja	17
3.2.2 Sustavi pokazatelja i sintetički pokazatelji	18
3.2.2.1 Du Pontov sustav pokazatelja	18
3.2.2.2 Sintetički (zbrojni) pokazatelji	20
3.2.2.2.1 Altmanov Z-score model	20
3.2.2.2.2 Kralicekov DF pokazatelj	22
3.2.2.2.3 BEX sustav pokazatelja	24
4. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA NA PRIMJERU DRUŠTVA VALAMAR RIVIERA D.D.....	26
4.1 Opće značajke društva Valamar Riviera d.d.	26
4.2 Horizontalna i vertikalna analiza financijskih izvještaja	28
4.2.1 Horizontalna i vertikalna analiza bilance.....	29

4.2.2 Horizontalna i vertikalna analiza računa dobiti i gubitka	34
4.2.3 Horizontalna analiza izvještaja o novčanom toku.....	38
4.3 Analiza poslovanja Društva finansijskim pokazateljima	40
4.3.1 Analiza pokazatelja likvidnosti	41
4.3.2 Analiza pokazatelja zaduženosti	42
4.3.3 Analiza pokazatelja aktivnosti	44
4.3.4 Analiza pokazatelja ekonomičnosti	45
4.3.5 Analiza pokazatelja profitabilnosti	47
4.3.6 Analiza pokazatelja investiranja	49
4.3.7 Analiza prema Altmanovom Z-score modelu.....	51
4.3.8 Analiza prema Kralicekovom DF modelu	51
4.3.9 Analiza prema BEX sustavu pokazatelja.....	52
5. ZAKLJUČAK	53
Popis slika	55
Popis tablica	56
Popis literature	57

CONTENT

1. INTRODUCTION.....	1
1.1 Subject and purpose of the graduation thesis	1
1.2 Data sources.....	1
2. FINANCIAL REPORTS OF ENTREPRENEURS	2
2.1 Basic financial statements	2
2.1.1 Balance sheet	3
2.1.2 Income statement	4
2.1.3 Cash flow statement.....	6
2.1.4 Report on capital changes	7
2.1.5 Notes to the financial statement.....	8
2.2 Term and meaning of financial statement analysis	9
3. ANALYSIS TECHNIQUES OF FINANCIAL STATEMENTS	11
3.1 Horizontal and vertical analysis	11
3.2 Financial indicators.....	11
3.2.1 Individual financial indicators	12
3.2.1.1 Liquidity indicators	13
3.2.1.2 Indebtedness indicators	14
3.2.1.3 Activity indicators	15
3.2.1.4 Economic indicators.....	16
3.2.1.5 Profitability indicators.....	16
3.2.1.6 Investment indicators	17
3.2.2 Financial indicators system and synthetic (total) indicators	18
3.2.2.1 Du Pont analysis system.....	18
3.2.2.2 Synthetic (total) indicators	20
3.2.2.2.1 Altman Z-score indicator.....	20
3.2.2.2.2 Kralicek DF indicator	22
3.2.2.2.3 BEX indicator system.....	24
4. ANALYSIS OF FINANCIAL STATEMENTS ON THE EXAMPLE OF VALAMAR RIVIERA D.D. COMPANY	26
4.1 General characteristics of Valamar Riviera d.d. company	26
4.2 Horizontal and vertical financial statements analysis.....	28
4.2.1 Horizontal and vertical balance sheet analysis	29
4.2.2 Horizontal and vertical income statement analysis.....	34

4.2.3 Horizontal and vertical cash flow statement analysis	38
4.3 Analysis of company's operations by financial indicators.....	40
4.3.1 Liquidity indicators analysis	41
4.3.2 Indebtedness indicators analysis	42
4.3.3 Activity indicators analysis	44
4.3.4 Economic indicators analysis.....	45
4.3.5 Profitability indicators analysis.....	47
4.3.6 Investment indicators analysis	49
4.3.7 Altman Z-score indicator analysis	51
4.3.8 Kralicek DF indicator analysis.....	51
4.3.9 BEX indicator system analysis	52
5. CONCLUSION	53
List of images.....	55
List of tables.....	56
Literature list	57

1. UVOD

1.1 Predmet i cilj rada

Turizam ima vrlo značajnu ulogu u hrvatskom gospodarstvu što se može sagledati kroz stalni rast njegovog udjela u hrvatskom BDP-u. Budući rast i razvoj hrvatske turističke industrije ključno su pitanje za gospodarstvo Republike Hrvatske. Ogromna kriza u poslovanju a posebice u turističkom sektoru uzrokovana je 2020. godine pandemijom virusa Covid-19. Mnogobrojna poduzeća iznenadno su pogođena ovom krizom te su zbog nesprennog reagiranja pretrpljeni veliki gubici. Blagi oporavak vidljiv je kroz analize provedene za 2021. godinu. Upravo tome služi analiza financijskih izvještaja budući da omogućava analizu pojedinih segmenata ali i cjelokupnog poslovanja te procjenu budućeg poslovanja poduzeća.

Stoga je predmet ovog diplomskog rada analiza financijskih izvještaja poduzeća Valamar Riviera d.d. za četverogodišnje razdoblje od 2018. do 2021. godine. Cilj je odrediti financijski položaj Društva te evaluirati financijsku stabilnost i uspješnost poslovanja. Rad se sastoji od 5 glavnih poglavlja, koja su detaljno razrađena potpoglavljima.

Nakon uvoda i par rečenica koje upućuju na što se odnosi rad, u drugom dijelu slijedi konstatacija temeljnih financijskih izvještaja te njihovo definiranje i strukturni opis. U trećem dijelu analizirat će se tehnike analiza financijskih izvještaja kao što su horizontalna i vertikalna analiza te financijski pokazatelji pojedinačni, sustavni i sintetički to jest zbrojni. Isti će biti definirani te će se prikazati za svaki pojedino način izračuna, a za one koji ih imaju, biti će izražene granične vrijednosti i njihovo značenje. Četvrto poglavlje odnosit će se na financijsku analizu društva Valamar Riviera d.d. i to počevši od same povijesti poduzeća i njegovog nastanka te prikaza rasta i razvoja jedne od vodećih hrvatskih kompanija u turizmu. Slijedi analiza financijskih izvještaja poduzeća pomoću konsolidiranih godišnjih izvještaja Društva prvotno s horizontalnom i vertikalnom analizom bilance Društva, računa dobiti i gubitka te horizontalnom analizom novčanog toka. Potom će se analizirati određeni segmenti poslovanja pomoću pojedinačnih pokazatelja, a za cjelokupniji dojam poslovanja Društva izračunat će se i neki od sintetičkih pokazatelja – Altmanov Z-score pokazatelj, Kralicekov DF model te BEX indeks.

U petom odnosno zadnjem poglavlju donijet će se zaključak o izračunatim i analiziranim podacima te će autor dati svoje mišljenje o poslovanju poduzeća i njegovoj financijskoj stabilnosti.

1.2 Izvori podataka

Izvori podataka koji će se koristiti za potrebe pisanja ovog rada odnosit će se na domaću i stranu znanstvenu i stručnu literaturu, raznovrsne baze podataka te godišnja financijska izvješća društva Valamar Riviera d.d.

2. FINANCIJSKA IZVJEŠĆA PODUZETNIKA

2.1 Temeljni financijski izvještaji

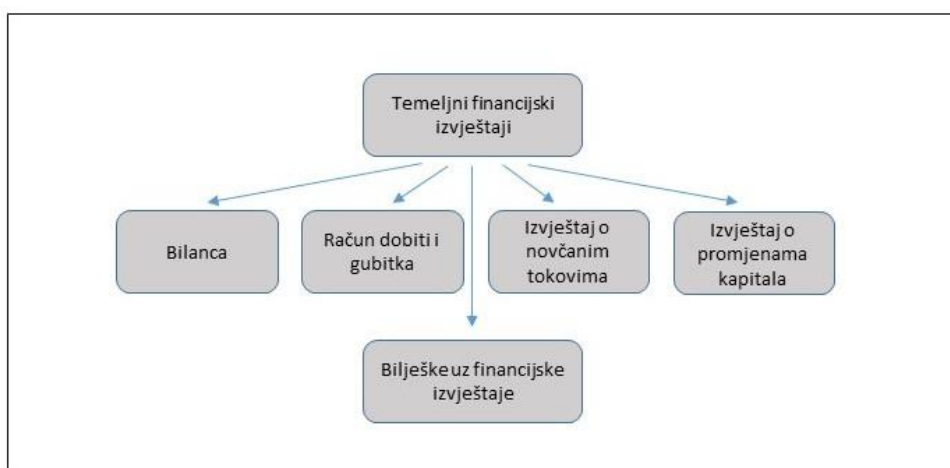
Kako bi poduzeća uspješno poslovala i napredovala potrebna im je dobra informacijska podloga. Financijskim izvještajima nazivamo računovodstvene informacije čiji cilj je prikazivanje financijskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća zainteresiranim korisnicima.¹

Temeljne financijske izvještaje čine:

1. bilanca (izvještaj o financijskom položaju)
2. račun dobiti i gubitka (izvještaj o dobiti)
3. izvještaj o novčanim tokovima
4. izvještaj o promjenama kapitala
5. bilješke uz financijske izvještaje

Navedeni izvještaji svi su međusobno povezani no dijele se na one statističkog karaktera, primjerice bilanca koja daje prikaz financijske situacije u određenom trenutku, i na one dinamičkog karaktera, primjerice RDG, jer daje prikaz promjena ekonomskih kategorija u određenom razdoblju. Korištenje istih u međusobnoj interakciji omogućava nam primjereno upravljanje poduzećem i racionalno donošenje poslovnih odluka.

Slika 1: Temeljni financijski izvještaji



Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRI F, Zagreb, 2017., str.92

¹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str.91

2.1.1 Bilanca

Bilanca je jedan od temeljnih financijskih izvještaja te je jedna od najvažnijih jer daje prikaz imovine, obveza i kapitala na određeni dan te time ukazuje na financijski položaj poduzeća i služi u svrhu podloge ocjenjivanja sigurnosti poslovanja.

a) IMOVINA (SREDSTVO)

Imovina su resursi koje poduzeće upotrebljava u svojoj djelatnosti. Oni su pod kontrolom poduzeća, imaju mjerljivu vrijednost te se od istih može očekivati buduća ekonomska korist.

U svrhu dobivanja detaljnijih informacija imovina se sistematizira prema pojavnim oblicima na materijalnu (ima fizički, materijalni oblik kao na primjer zgrade, postrojenja, zalihe, itd.) i nematerijalnu imovinu (nije oku vidljiva, no doprinosi ostvarivanju zadataka i zadovoljava uvjete za priznavanje kao imovine, primjerice patenti, licencije, koncesije, itd.).

Prema funkciji koju obavlja u poslovnom procesu odnosno vremenu očekivane pretvorbe u novčani oblik kako bi se odredio stupanj likvidnosti poduzeća imovina se dijeli na kratkotrajnu i dugotrajnu. Pod kratkotrajnom imovinom podrazumijeva se onaj dio ukupne imovine od kojeg se očekuje pretvorba u novčani oblik u vremenskom razdoblju manjem od jedne godine, dok se pod dugotrajnom podrazumijeva ona imovina koja u svom obliku ostaje duže vezana i od koje se pretvorba u novčani oblik očekujem u dužem roku od godine dana.

b) OBVEZA

Obveze nastaju kroz izvore imovine koju neko poduzeće pribavlja i kojom raspolaže. One se dijele prema vlasništvu na vlastite izvore (kapital ili glavnica) i tuđe izvore (obveze).

Također se sistematiziraju prema roku dospijea na kratkoročne, dugoročne i trajne izvore. Kratkoročni izvori su one obveze koje je potrebno podmiriti u roku kraćem od godine dana (na primjer obveze prema dobavljačima za pribavljeni materijal, robu, za izvršene usluge, itd.), dok dugoročnim izvorima smatramo obveze čije je dospijea naplate duže od godine dana (kao npr. krediti). Pod trajnim izvorom podrazumijeva se da je to kapital odnosno glavnica.

c) KAPITAL

Kapital predstavlja onaj dio imovine koji pripada vlasnicima poduzeća odnosno njihov udio u ukupnoj imovini nakon odbitka svih obveza. Tu vrijednost kapitala koja se iskazuje u bilanci nazivamo knjigovodstvenom vrijednosti, jer bi pravu tržišnu

vrijednost bilo moguće tek odrediti nakon prodaje sve imovine i podmirenja svih obveza.

Struktura kapitala se može ponešto razlikovati ovisno o tome da li je pojedinac vlasnik poduzeća ili su to dvije ili više osoba. No kapital će se uvijek dijeliti na dva osnovna elementa od koja je sačinjen, a to su uloženi i zarađeni kapital. Iz toga proizlazi i definicija kapitala kao uložena vrijednost uvećana za sve vrijednosti koje su stvorene i zadržane tokom poslovanja.

Bilanca se prikazuje kroz aktivu – imovina, i pasivu – izvori imovine, te je promjene potrebno proučavati kroz oba prikaza kako se ne bi donio krivi zaključak o financijskom položaju poduzeća.² Cjelokupna imovina prikazana u aktivu je formalno u vlasništvu poduzetnika, međutim samo kapital daje prikaz o imovini u stvarnom vlasništvu poduzetnika i tuđem vlasništvu i o iznosu neotplaćenih obveza u pasivi.³

Slika 2: Struktura bilance



Izvor: <https://plaviured.hr/kakva-je-struktura-bilance/>

2.1.2 Račun dobiti i gubitka

Račun dobiti i gubitka (dalje u tekstu: RDG) temeljni je financijski izvještaj čija je zadaća prikazati prihode i rashode te njihovu razliku – dobit ili gubitak – u određenom vremenskom razdoblju. Cilj RDG-a je ocjenjivanje uspješnosti poslovanja poduzeća. Uspješnost poslovanja mjerimo kroz ostvarene ciljeve, a da li su oni ostvareni zavisno je o postavljenim kriterijima

² Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRF, Zagreb, 2016., str. 35-45

³ Tintor, Ž.: Analiza financijskih izvještaja u funkciji donošenja kvalitetnijih upravljačkih odluka, Obrazovanje za poduzetništvo - E4E Vol. 10, No. 1, 2020., str. 84 - 103

poslovanja koji se uvelike mogu razlikovati. No jedan od najčešće mjerenih ciljeva je profitabilnost i upravo njega je moguće iščitati iz RDG-a jer isti prikazuje kao što je već navedeno poslovanje poduzeća u određenom vremenskom razdoblju.

Njegovi osnovni elementi su prihodi, rashodi, dobit i gubitak.

a) PRIHODI

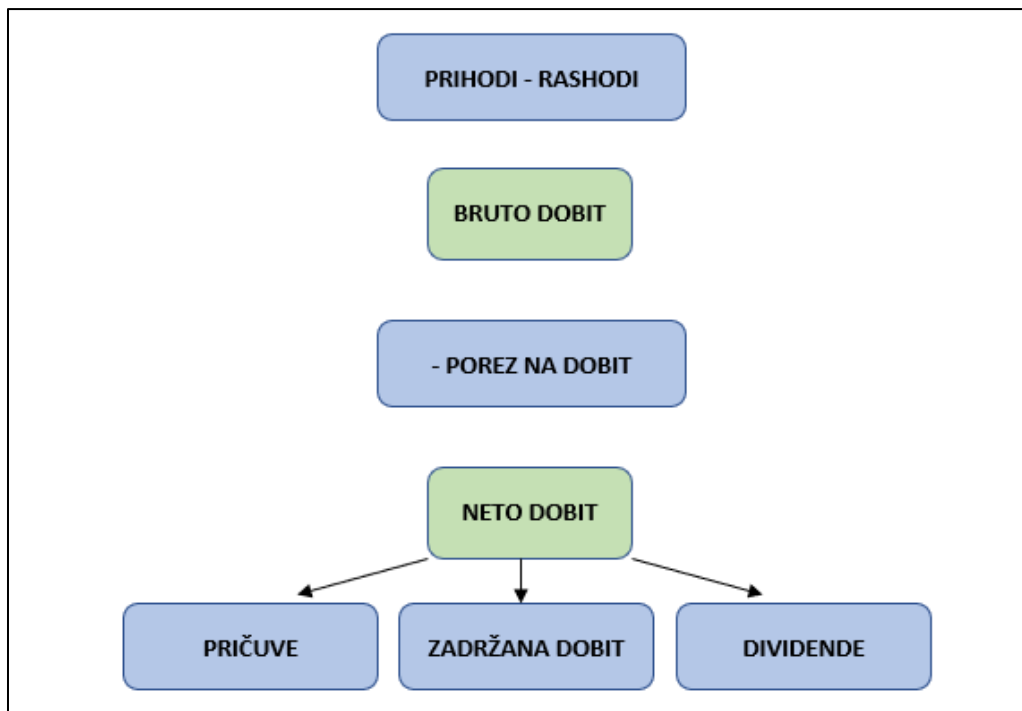
Prihode definiramo kao povećanje imovine ili smanjenje obveza u onom segmentu koji ima utjecaja na povećanje dobiti odnosno kapitala.

Oni se dijele još na poslovne prihode, to su oni koji se ostvaruju kroz glavne poslovne aktivnosti ovisno o djelatnosti kojom se određeno poduzeće bavi, te na financijske prihode koji nastaju ulaganjem viška raspoloživih novčanih sredstava u financijsku imovinu, kao na primjer ulaganjem u dionice, obveznice, itd. čime poduzeće postiže pravo na određenu naknadu kao što su kamate ili dividende.

b) RASHODI

Rashodi se definiraju kao smanjenje imovine ili povećanje obveza u onom segmentu koji ima utjecaja na smanjenje kapitala. Kako i prihode tako i rashode dijelimo na poslovne, koji su posljedica obavljanja glavne djelatnosti poduzeća, te na financijske rashode koji se pojavljuju kao posljedica korištenja tuđih novčanih sredstava.

Slika 3: Utvrđivanje i raspodjela dobiti



Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRiF, Zagreb, 2017., str. 111

Prema tome izračunavanje rezultata poslovanja moglo bi se definirati kroz „formulu“ da neto dobit dobivamo oduzimanjem rashoda od prihoda, čime je izračunata bruto dobit od koje je potrebno još odbiti dio koji pripada državi odnosno porez. Neto dobit pripada isključivo poduzeću te ono samo odlučuje o daljnjoj raspodjeli koliki udio ostaje u poduzeću kao zadržana dobit a koliko će se preraspodijeliti vlasnicima.⁴ Prema članku 220. Zakona o trgovačkim društvima vidljivo je kako se neto dobit mora prvo izdvojiti u rezerve, a tek onda slijedi raspodjela dijelova na vlasnike i na dio koji ostaje poduzeću.⁵

RDG je moguće prikazati kao jednostrani ili dvostrani račun. Najčešće se koristi jednostrani račun zbog bolje preglednosti u kojem se prihodi i rashodi dijele prema vrstama aktivnosti. Dobit se iskazuje kao dobit iz poslovnih aktivnosti i dobit iz financijskih aktivnosti. Iz takvog stupnjevito prikaza također je moguće utvrđivanje marže kontribucije odnosno doprinosa pokrića, što čini važan podatak u ocjeni uspješnosti poslovanja jer pokazuje sposobnost poduzeća za ostvarivanje dovoljnog prihoda za pokriće ostalih (fiksni) troškova.⁶

2.1.3 Izvještaj o novčanim tokovima

Izvještaj o novčanim tokovima važan je dio temeljnih financijskih izvještaja jer su upravo u njemu prikazani izvori pribavljanja novca i način upotrebe istog. On raspolože informacijama o višku raspoloživih ili nedostatnih novčanih sredstava, promjenama financijskog položaja te time prikazuje pravo „zdravstveno stanje“ poduzeća. Zbog razumijevanja izvještaja o novčanim tokovima važno je napomenuti razliku između primitaka i izdataka novca i prihoda i rashoda. Naime, za priznanje prihoda i rashoda nije uopće potreban primitak niti izdatak novca jer se isti evidentiraju prema temeljnoj računovodstvenoj pretpostavci nastanka događaja, dakle onda kada su isti nastali.

Osnovni elementi izvještaja o novčanom toku:

- NOVAC – onaj u blagajni i na računima u banci
- NOVČANI EKVIVALENTI – kratkotrajna, visoko likvidna ulaganja koja se brzo pretvaraju u novac i nisu pod značajnim utjecajem promjena vrijednosti
- NOVČANI TOKOVI – priljevi i odljevi novca i novčanih ekvivalenata
- POSLOVNE AKTIVNOSTI – glavne aktivnosti koje poduzeću stvaraju prihod i koje predstavljaju najkvalitetniji izvor novca i druge aktivnosti (osim investicijskih i financijskih) koje pridonose dobiti poduzeća

⁴ Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRF, Zagreb, 2016., str. 50-55

⁵ Zakon o trgovačkim društvima NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, <https://www.zakon.hr/z/546/Zakon-o-trgova%C4%8Dkim-dru%C5%A1tvima>

⁶ Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRF, Zagreb, 2016., str. 60-61

- INVESTICIJSKE (ULAGATELJSKE) AKTIVNOSTI – vezane uz promjene na dugotrajnoj imovini
- FINANCIJSKE AKTIVNOSTI – vezane uz financiranje poslovanja i promjene vezane uz iznos odnosno strukturu obveza i kapitala
- ČISTI (NETO) NOVČANI TOK – razlika između ukupnih primitaka i izdataka

Alternativno razvrstavanje u više aktivnosti postoji kod kamata i dividendi. Kamate se kod banaka i drugih financijskih institucija raspodjeljuju u poslovne aktivnosti, no moguće ih je svrstati i u investicijske ili financijske aktivnosti, jer su rezultat prihoda od ulaganja odnosno troškovi pribavljanja novčanih sredstava. Dividende se u pravilu također raspodjeljuju u poslovne aktivnosti jer utječu na visinu neto dobiti, ali obzirom da se one vode kao prihod od ulaganja mogu biti svrstane u investicijske aktivnosti. Dok se primjerice plaćene dividende najčešće prikazuju u financijskim aktivnostima, ali ih je moguće i raspodijeliti u poslovne aktivnosti kao dio novčanog toka.

MRS 7 (Međunarodni računovodstveni standard) odnosno HSFI-1 (Hrvatski standardi financijskog izvještavanja) propisuju dvije metode za sastavljanje izvještaja o novčanim tokovima:⁷

1. Direktna metoda – primici i ukupni izdaci novca razvrstavaju se po osnovnim aktivnostima (poslovnim, investicijskim i financijskim)
2. Indirektna metoda – na osnovi bilance za dva usporedna razdoblja dolazi se do čistog novčanog toka iz poslovnih aktivnosti kroz raščlanjivanje potrebnih dijelova imovine i izvora imovine⁸

2.1.4 Izvještaj o promjenama kapitala

Zadaća izvještaja o promjenama kapitala je detaljno prikazati promjene na kapitalu između dva obračunska razdoblja. Kapital dijelimo na uloženi i zarađeni, no u izvještaju o promjenama kapitala iste je potrebno dodatno raščlaniti na sljedeće elemente:

- I. Upisani kapital
- II. Premije na emitiranje dionice
- III. Revalorizacijske rezerve
- IV. Rezerve
 - Zakonske rezerve
 - Rezerve za vlastite dionice
 - Statutarne rezerve

⁷ Očko J., Švigir A.: Kontroling – upravljanje iz backstagea, Knjiga print d.o.o., Zagreb, 2009., str. 55

⁸ Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRF, Zagreb, 2016., str. 68

- Ostale rezerve

V. Zadržana dobit ili preneseni gubitak

VI. Dobit ili gubitak tekuće godine

U svakom od navedenih elemenata potreban je, kao što je već spomenuto, detaljan prikaz svih promjena koje su se desile. Najznačajnijim promjenama smatraju se one koje utječu na rezultat poslovanja, dakle zarada i na smanjenje, dakle dividende koje se izglasavaju vlasnicima. Iste se prikazuju kroz izvještaj o zadržanoj dobiti koji predstavlja skraćeni oblik te čiji je cilj upravo prikazivanje promjena na računu kapitala koje proizlaze iz zadržane dobiti.

Slika 4: Izvještaj o zadržanoj dobiti

Zadržana dobit na početku razdoblja
+ Neto dobit tekućeg razdoblja
<hr/>
= Ukupan iznos sredstava za raspodjelu
- Dividende
<hr/>
= Zadržana dobit na kraju razdoblja

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRF, Zagreb, 2017., str.131

Na promjene kapitala također mogu imati utjecaja i transakcije poput dodatnih ulaganja vlasnika, promjene računovodstvenih politika i ispravci temeljnih pogrešaka te učinci transakcija koji se sukladno standardima direktno prikazuju u kapitalu. Ukoliko navedene promjene postoje, iste je potrebno uvrstiti u izvještaj te će se iz tog razloga formalni izgled izvještaja ponekad razlikovati.

2.1.5 Bilješke uz financijske izvještaje

Bilješke uz financijske izvještaje popratni su iskaz temeljnih financijskih izvještaja čiji je zadatak pojasniti strukturu, vrijednost i obilježja najvažnijih pozicija sadržavajući sve one informacije koje nisu vidljive u temeljnim izvještajima, a potrebne su za njihovo razumijevanje. U bilješkama prikazuju se računovodstvene politike koje su korištene pri sastavljanju izvještaja s posebnim naglaskom na pravila procjene, moguća odstupanja od računovodstvenih standarda s razlozima odstupanja i kvantifikacijom njihovog učinka. U njima se također može prikazati i pregled obveza s rokom dospijeca dužim od pet godina, broj i nominalna vrijednost izdanih

dionica, iznos potraživanja ili obveza koje se nalaze u sudskom sporu, informacije o zaposlenima i slične korisne informacije.

Prema računovodstvenim standardima propisano je što sve treba biti objavljeno u bilješkama no ne i u kojem obliku, te se stoga način prikazivanja bilješki u poslovnoj praksi konstantno razlikuje.⁹ Računovodstveni standardi podložni su promjenama, te je potrebno istima biti dosljedan kako bi opstala usporedivost financijskih izvještaja. Promjene mogu biti kvantitativne – njima se mijenjaju pravila priznavanja i mjerenja elemenata financijskih izvještaja, i kvalitativne – one nemaju numeričkog utjecaja na elemente financijskih izvještaja (imovina, obveze, kapital, prihodi, rashodi, financijski rezultat,..) već se njima uvode dodatni zahtjevi objave informacija u financijskim izvještajima, detaljnija pojašnjenja i preciziranje odredbi u standardima te promjene terminološke prirode i slično. Potvrđeno je kako navedene promjene nemaju jednak utjecaj na kvalitetu financijskog izvještavanja jer kvantitativne promjene i korištenje različitih edicija standarda mogu dovesti do narušavanja usporedivosti financijskih izvještaja, dok kvalitativne poboljšavaju kvalitetu financijskog izvještavanja za duži vremenski period.¹⁰

Prema međunarodnim i nacionalnim istraživanjima utvrđeno je kako postoji problem relevantnosti bilješki zbog previše nerelevantnih informacija i radi samog sastavljanja istih samo u svrhu ispunjavanja zakonskih propisa. Došlo se do zaključka kako bi standardizacija istih bila odlično rješenje te bi samim time bilješke postale vrijedan izvještaj koji bi mogao nekoliko drugih čak i zamijeniti.¹¹

2.2 Pojam i značenje analize financijskih izvještaja

Analiza financijskih izvještaja kvalitetan je temelj u svrhu planiranja budućeg poslovanja poduzeća i temelji se na kvantitativnim financijskim informacijama koje se dobivaju kroz raščlanjivanje i uspoređivanje niza analitičkih sredstava i tehnika i koje su relevantne u uvjetima tržišnog okruženja i tržišta kapitala.

Prema Žager L., Mamić Sačer I. i Sever Mališ S. postoje tri aktivnosti koje opredjeljuju postanak i razvoj analize financijskih izvještaja (financijske analize), a to su financijsko upravljanje, upravljačko računovodstvo i financijsko računovodstvo. Težnja analize financijskih izvještaja je prema pogledu u budućnost i naglašavanju kritičnih aspekata poslovanja za poduzeće a to su sigurnost i efikasnost poslovanja.

Uobičajena analitička sredstva i postupci:

- komparativni financijski izvještaji – omogućuju nam sagledavanje promjena tijekom vremena odnosno kroz više obračunskih razdoblja, podloga su za horizontalnu analizu

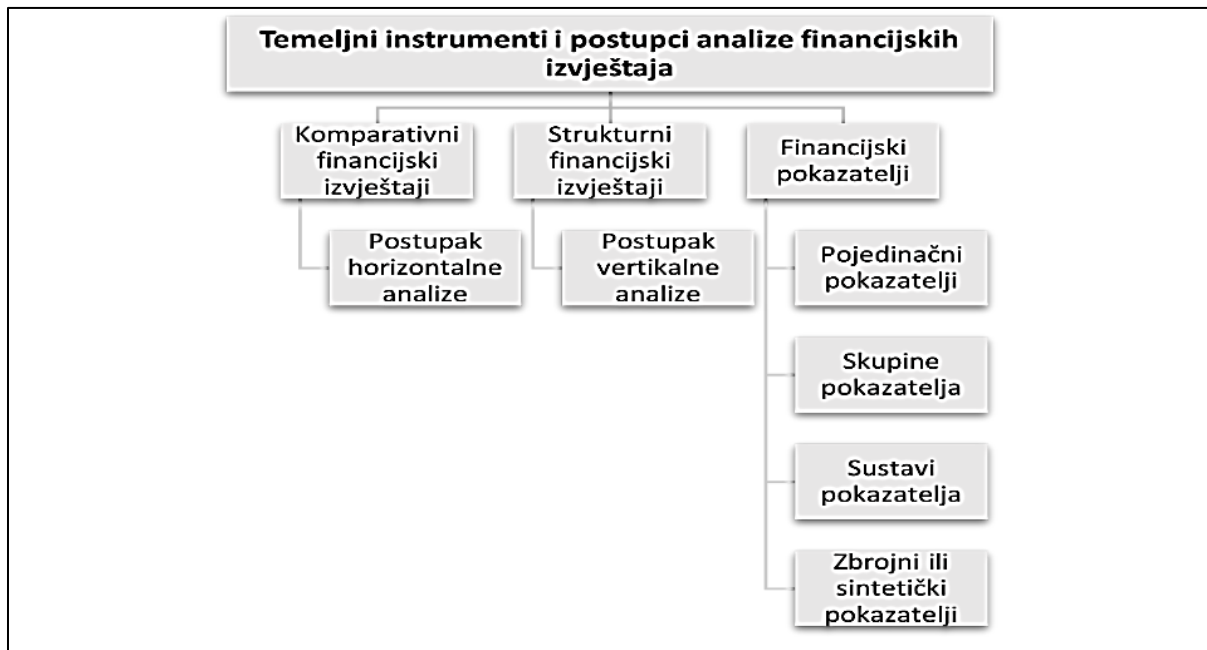
⁹ Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRiF, Zagreb, 2016., str. 73-76

¹⁰ Pavić I.: Analiza učinaka promjena u međunarodnim standardima financijskoga izvještavanja na usporedivost i dosljednost financijskih izvještaja, EKONOMSKI PREGLED, 71 (4), 2020., str. 331-357

¹¹ Rep, A.: Notes to the Financial Statements: Current State and Improvement, Business Systems Research, vol. 12 (2), 2021., str. 60 - 78

- strukturni financijski izvještaji – omogućavaju nam uvid u strukturu, podloga su vertikalnoj analizi
- analiza pomoću pokazatelja
- specijalizirane analize

Slika 5: Temeljni instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja



Izrada autora, Izvor: Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRF, Zagreb, 2016., str. 224

Revizijom neovisnih stručnjaka osigurava se kvaliteta i pouzdanost financijskih izvještaja, ista je nužna u uvjetima tržišnog gospodarstva zbog osiguravanja realnog i fer prikaza stanja poslovanja poduzeća u svrhu donošenja odluka korisnika tih izvještaja. Cilj je otkrivanje i uklanjanje značajnih greški i/ili prijevara zbog kojih se narušava kvaliteta istih.¹²

¹² Tintor, Ž.: Važnost revizije kao pokazatelja kvalitete financijskih izvještaja, *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E* Vol. 9, No. 2, 2019., str. 140 - 153

3. TEHNIKE ANALIZE FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

3.1 Horizontalna i vertikalna analiza

Horizontalnu analizu definiramo kao analizu financijskih izvještaja koja nam omogućava usporedbu podataka kroz duži vremenski period zbog otkrivanja tendencija i dinamika promjena financijskih podataka. Uočavanjem promjena procjenjuje se stanje sigurnosti i uspješnosti poslovanja poduzeća. Ista se provodi temeljem komparativnih financijskih izvještaja.

Za postupak izračunavanja horizontalne analize te dobivanja postotne promjene stavki potrebno je odrediti jednu godinu kao baznu s kojom će se stavke ostalih godina onda uspoređivati. Također je moguće raditi na način uspoređujući svaku godinu s prethodnom. Promatramo koje su se stavke neočekivano promijenile ili ostale iste u usporedbi s baznom godinom.

Vertikalna analiza se definira kao usporedba financijskih podataka tijekom jedne godine. Ista se provodi temeljem strukturnih financijskih izvještaja što upućuje na to da se analizira struktura i značenje stavki u strukturi i njihov udio u ukupnoj aktivni ili pasivi.¹³

Kod izračuna vertikalne analize se u bilanci označava svaka stavka kao postotak od ukupne imovine, u RDG-u se svaka stavka izražava kao postotak od ukupnih prihoda a u novčanom toku se svaka stavka izražava kao postotak od prihoda, imovine ili ukupnih primitaka ili izdataka.

Potrebno je naglasiti kako se horizontalna i vertikalna analiza nadopunjuju te ih je potrebno razmatrati zajedno.¹⁴

3.2 Pokazatelji analize financijskih izvještaja

Obzirom da se putem horizontalne i vertikalne analize ne može doći do srži problematike financijskih izvještaja najznačajnijim instrumentom smatramo financijske pokazatelje. Najčešće se spominju pojedinačni, skupine i sustavi te zbrojni pokazatelji.

Za razlikovanje tvrtki koje imaju ozbiljne financijske probleme od onih čija je poslovna izvrsnost na nivou odličnu analitičku podlogu čine kombinacije pokazatelja. Jedna od tih kombinacija koja se smatra učinkovitom uključuje dva omjera solventnosit, dva omjera profitabilnosti i omjer novčanog toka.¹⁵

¹³ Očko J., Švigir A.: Kontroling – upravljanje iz backstagea, Knjiga print d.o.o., Zagreb, 2009., str. 64

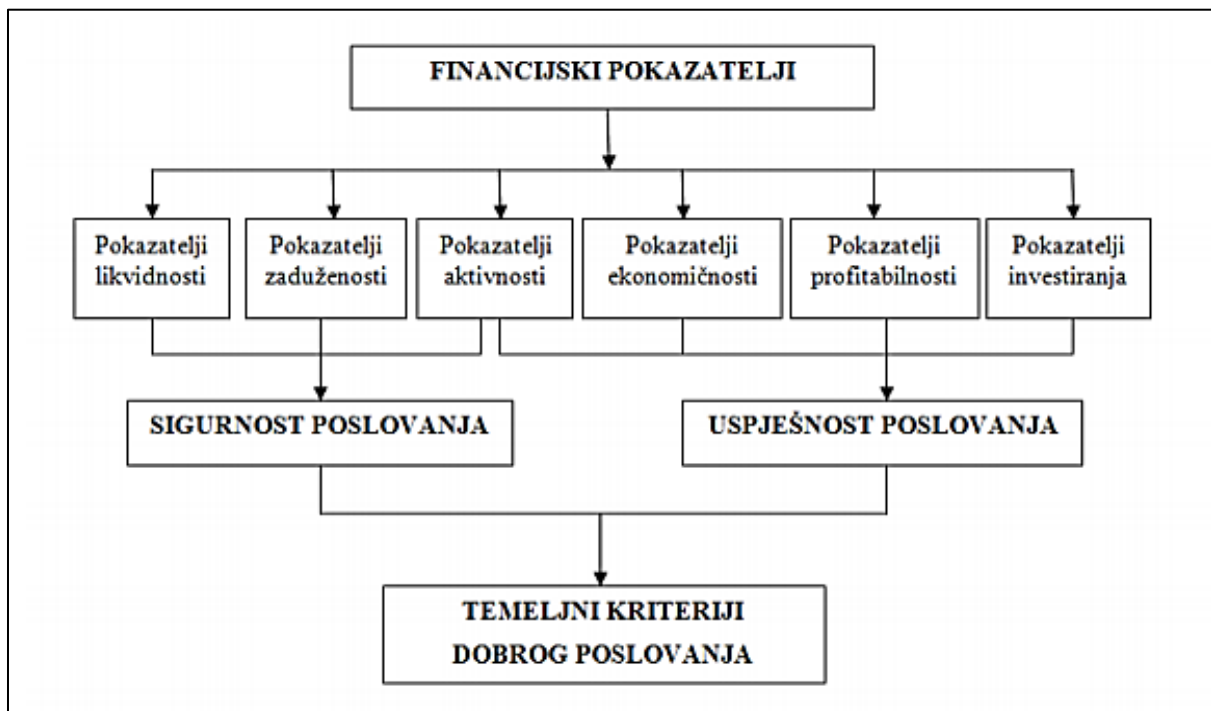
¹⁴ Abramović K. i sur.: Primjena hrvatskih standarda financijskog izvještavanja – s poreznim propisima, HZRF, Zagreb, 2008., str. 626

¹⁵ Zenzerović, R., Valić-Vale M.: Diagnosing companies in financial difficulty based on the auditor's report, Croatian Operational Research Review, vol. 7 (1), 2016., str. 147 - 158

3.2.1 Pojedinačni pokazatelji analize financijskih izvještaja

„Pokazatelj je racionalni ili odnosni broj, što podrazumijeva da se jedna ekonomska veličina stavlja u omjer (dijeli se) s drugom ekonomskom veličinom.“¹⁶ Jedna skupina pokazatelja temelji se na RDG-u te se kroz njih analizira poslovanje poduzeća kroz određeni vremenski period dok se druga skupina temelji na bilanci i rezultira analizom financijskog položaja poduzeća u točno određenom trenutku.¹⁷ Dakle, financijske pokazatelje upravo i izračunavamo radi poboljšanja upravljanja poslovanjem i donošenja ispravnih poslovnih odluka u svrhu razvoja i napredovanja poduzeća. „Pokazatelji sigurnosti poslovanja su oni koji pokazuju zaduženost i likvidnost tvrtke. Pokazatelji uspješnosti poslovanja su pokazatelji ekonomičnosti i investiranja, dok se „mješovitim“, tj. pokazateljima i sigurnosti i uspješnosti tvrtke, smatraju pokazatelji aktivnosti.“¹⁸

Slika 6: Povezanost pokazatelja analize financijskih izvještaja i temeljnih kriterija dobrog poslovanja



Izvor: https://www.pc-ljubescica.eu/wp-content/uploads/2021/01/godisnji_plan_poslovanja_2021.pdf, datum pristupa: 26.02.2023.

¹⁶ Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRiF, Zagreb, 2016., str. 225

¹⁷ Ibid, str. 225

¹⁸ Kopal, R., doc. dr. sc., Korkut D.: Analitički menadžment, EFFECTUS studij financije i pravo – visoko učilište, Poslovno učilište EFFECTUS, Zagreb, 2020., str. 605

3.2.1.1 Pokazatelji likvidnosti

Pomoću pokazatelja likvidnosti mjeri se sposobnost poduzeća da podmiri dospjele kratkoročne obveze. U tu svrhu su najčešće korišteni koeficijent trenutne likvidnosti, koeficijent ubrzane likvidnosti, koeficijent tekuće likvidnosti, te koeficijent financijske stabilnosti – koji uvijek mora biti manji od jedan. Navedeni pokazatelji izračunavaju se temeljem podataka iz bilance.

Tablica 1: Pokazatelji likvidnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Koeficijent trenutne likvidnosti	novac	kratkoročne obveze
Koeficijent ubrzane likvidnosti	novac + kratkotrajna imovina	kratkoročne obveze
Koeficijent tekuće likvidnosti	kratkotrajna imovina	kratkoročne obveze
Koeficijent financijske stabilnosti	dugotrajna imovina	kapital i rezerve + dugoročne obveze

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRI F, Zagreb, 2017, str. 46

Koeficijent trenutne likvidnosti predstavlja sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze raspoloživim novcem na točno određeni dan odnosno na dan nastanka bilance, a računa se dijeljenjem novca s kratkoročnim obvezama.

Koeficijent ubrzane likvidnosti prikazuje sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze upotrebom brzo unovčive imovine. Izračunava se dijeljenjem novca i kratkotrajne imovine s kratkoročnim obvezama a rezultat ne bi trebao iznositi manje od jedan.

Koeficijent tekuće likvidnosti ne bi trebao iznositi manje od 2, što znači da bi poduzeće u svrhu pravovremenog plaćanja dospelih obveza trebalo raspolagati s minimalno dva puta više kratkotrajne imovine nego što je kratkoročnih obveza.

Koeficijent financijske stabilnosti mjeri odnos dugotrajne imovine i kapitala koji je uvećan za dugoročne obveze, odnosno prikazuje koliko je dugoročnih izvora korišteno za financiranje dugotrajne imovine. On mora uvijek iznositi manje od jedan kako bi označavao likvidnost i financijsku stabilnost. Ukoliko poduzeće ne raspolaže kvalitetnim dugoročnim izvorima odnosno radnom kapitalu, tada je vrijednost veća od 1 i ukazuje na deficit radnog kapitala.¹⁹

Radnim kapitalom nazivamo dio kratkotrajne imovine koja se financira iz dugoročnih izvora.

¹⁹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str. 43-48

3.2.1.2 Pokazatelji zaduženosti

Zadaća pokazatelja zaduženosti je prikazati stanje pasive odnosno koliko je imovine financirano iz vlastitog kapitala (glavnice) a koliko iz tuđeg (obveze). Najčešće se koriste koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja i koeficijent financiranja, s tim da koeficijent zaduženosti i koeficijent vlastitog financiranja skupa prikazuju strukturu izvora financiranja te stoga njihov zbroj mora iznositi jedan. Navedeni pokazatelji izračunavaju se temeljem podataka iz bilance.

Tablica 2: Pokazatelji zaduženosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Koeficijent zaduženosti	ukupne obveze	ukupna imovina
Koeficijent vlastitog financiranja	kapital i rezerve	ukupna imovina
Koeficijent financiranja	ukupne obveze	kapital i rezerve
Pokriće troškova kamata	zarade prije kamata i poreza	rashodi od kamata
Faktor zaduženosti	ukupne obveze	zadržana dobit + troškovi amortizacije
Stupanj pokrića I	kapital i rezerve	dugotrajna imovina
Stupanj pokrića II	kapital i rezerve + dugoročne obveze	dugotrajna imovina

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRiF, Zagreb, 2017, str. 49

Koeficijent zaduženosti mjeri koliko je poduzeće koristilo zaduživanje kao oblik financiranja.

Koeficijent vlastitog financiranja prikazuje koliko je poduzeće imovinu financiralo iz vlastitog kapitala.

Koeficijent financiranja prikazuje omjer ukupnih obveza i glavnice.

Pokriće troškova kamata daje nam na uvid koliko su puta kamate pokrivena sa zaradama prije kamata i poreza, a njegova granična vrijednost iznosi jedan. Kada iznosi jedan tada ukazuje kako poduzeće kroz cijelo obračunsko razdoblje posluje samo radi pokrivanja tuđih izvora financiranja, nadalje ukoliko iznosi više od jedan tada dio zarade prije kamata i poreza ostaje i vlasnicima vlastitih izvora financiranja, a ukoliko iznosi manje od jedan ukazuje na nemogućnost poduzeća u pokrivanju svoje kamate ostvarenim zaradama prije kamata i poreza.

Faktor zaduženosti prikazuje broj godina potreban za podmirenje ukupnih obveza iz zadržane dobiti uvećane za troškove amortizacije. Obzirom da obveze ne mogu biti podmirene iz zadržane dobiti i amortizacije kod faktora zaduženosti pričamo o indikatoru zaduženosti.

Pokriće troškova kamata i faktor zaduženosti izračunavaju se temeljem podataka iz RDG-a.

Stupnjevi pokrića I i II analiziraju pokriće dugotrajne imovine glavnicom, odnosno glavnicom uvećanom za dugoročne obveze. Stupanj pokrića II mora iznositi više od jedan jer se radi likvidnosti dio dugoročnih izvora mora koristiti u svrhu financiranja kratkotrajne imovine.²⁰

3.2.1.3 Pokazatelji aktivnosti

„Pokazatelji aktivnosti poznati su pod nazivom koeficijenti obrta koji se izračunavaju kao omjeri prometa (prihoda) i prosječnog stanja određenih dijelova imovine.“²¹ Njihov cilj je prikazati koliko efikasno poduzeće koristi vlastite resurse. Što je veći koeficijent obrtaja to je veća sigurnost i uspješnost poslovanja.²² Najčešće se koriste koeficijent obrta ukupne imovine, koeficijent obrta kratkotrajne imovine i koeficijent obrta potraživanja. Navedeni pokazatelji izračunavaju se temeljem podataka iz bilance i RDG-a.

Tablica 3: Pokazatelji aktivnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Koeficijent obrta ukupne imovine	ukupni prihod	ukupna imovina
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	ukupni prihod	kratkotrajna imovina
Koeficijent obrta potraživanja	prihodi od prodaje	potraživanja
Trajanje naplate potraživanja	broj dana u godini (365)	koeficijent obrta potraživanja

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRI F, Zagreb, 2017, str. 51

Koeficijent obrta ukupne imovine prikazuje koliko puta je poduzeće u jednoj godini obrnulo svoju ukupnu imovinu.

Koeficijent obrta kratkotrajne imovine prikazuje koliko puta je poduzeće u jednoj godini obrnulo kratkotrajnu imovinu.

Koeficijent obrta potraživanja nudi prikaz koliko puta godišnje poduzeće naplati svoja potraživanja. Pomoću istog moguće je odrediti prosječno trajanje naplate potraživanja.

²⁰ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str. 50

²¹ Ibid.

²² Abramović K. i sur.: Primjena hrvatskih standarda financijskog izvještavanja – s poreznim propisima, HZRI F, Zagreb, 2008., str. 632

3.2.1.4 Pokazatelji ekonomičnosti

Zadaća pokazatelja ekonomičnosti je prikaz omjera prihoda i rashoda odnosno ocjena ostvarivanja prihoda po jedinici rashoda. Navedeni pokazatelji izračunavaju se temeljem podataka iz RDG-a. Najčešće se koriste pokazatelj ekonomičnosti ukupnog poslovanja, pokazatelj ekonomičnosti financiranja i pokazatelj ekonomičnosti prodaje.²³

Granična vrijednost koeficijenta ekonomičnosti je jedan, no podrazumijeva se da je bolje da broj bude što veći.²⁴

Tablica 4: Pokazatelji ekonomičnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	ukupni prihodi	ukupni rashodi
Ekonomičnost poslovnih aktivnosti	poslovni prihodi	poslovni rashodi
Ekonomičnost prodaje	prihodi od prodaje	rashodi od prodaje
Ekonomičnost financiranja	financijski prihodi	financijski rashodi
Ekonomičnost ostalih poslovnih aktivnosti	ostali poslovni prihodi	ostali poslovni rashodi

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRI F, Zagreb, 2017, str. 52

3.2.1.5 Pokazatelji profitabilnosti

Od pokazatelja profitabilnosti najčešće se računaju pokazatelji marže profita, rentabilnost ukupne imovine i rentabilnost vlastitog kapitala.

Marža profita daje ocjenu koliko je poduzeće uspješno u zadržavanju ostvarenih ukupnih prihoda u obliku dobiti uvećane za rashode od kamata. Izračunava se pomoću podataka iz RDG-a.²⁵

Neto marža profita prikazuje postotak preostalog prihoda nakon oduzimanja operativnih troškova, kamata, poreza i povlaštene dividende.

Bruto marža profita predstavlja postotak prihoda koji je na raspolaganju za operativne i druge rashode.

Ebitda (engl. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) marža profita ocjenjuje operativnu sposobnost poduzeća da stvori zaradu iz svoje osnovne djelatnosti.

²³ Abramović K. i sur.: Primjena hrvatskih standarda financijskog izvještavanja – s poreznim propisima, HZRI F, Zagreb, 2008., str. 632

²⁴ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str. 52

²⁵ Ibid.

Pokazatelj rentabilnosti ukupne imovine prikazuje sposobnost poduzeća u ostvarivanju povrata za vlasnike svih oblika izvora financiranja imovine. Njome se određuje poželjna i ocjenjuje ostvarena ukupna profitabilnost poslovanja poduzeća. Razlikujemo neto i bruto rentabilnost ukupne imovine, gdje neto rentabilnost (ROA) kao i kod marže ne obuhvaća porez na dobit.

Rentabilnost vlastitog kapitala (glavnice) ili ROE je najznačajniji pokazatelj profitabilnosti jer ocjenjuje sposobnost poduzeća u ostvarivanju povrata (prinos) za vlasnike vlastitog kapitala. Prikazuje se kao postotak povrata vlasnicima na uložene izvore financiranja u jednoj godini.²⁶

Prema Šestanović i sur. postoji značajna međusobna uzročna veza između uzročnih i odzivnih varijabli – prinos na ukupnu imovinu (ROA) i prinos na vlastiti kapital (ROE), osim utjecaja koeficijenta tekuće likvidnosti. Rentabilnost promatrana kroz prinos na ukupnu imovinu (ROA) i prinos na vlastiti kapital (ROE) ima značajan utjecaj na koeficijente tekuće i ubrzane likvidnosti.²⁷

Financijskom polugom smatra se kada poduzeće ostvaruje veće povrate korištenjem tuđih izvora financiranja nego što bi ostvarilo da se financira vlastitim izvorima.

Tablica 5: Pokazatelji profitabilnosti

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Neto marža profita	neto dobit + rashodi od kamata	ukupni prihodi
Bruto marža profita	dobit prije poreza + rashodi od kamata	ukupni prihodi
Neto rentabilnost imovine	neto dobit + rashodi od kamata	ukupna imovina
Bruto rentabilnost imovine	dobit prije poreza + rashodi od kamata	ukupna imovina
Rentabilnost vlastitog kapitala	neto dobit	kapital i rezerve

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRI F, Zagreb, 2017, str. 53

3.2.1.6 Pokazatelji investiranja

Pokazatelji investiranja mjere uspješnost poduzeća u ulaganju u dionice. Izračunavaju se temeljem podataka iz financijskih izvještaja te podacima o dionicama (broj dionica, tržišna vrijednost dionica). Najznačajniji pokazatelji su dobit po dionici, dividenda po dionici, odnos isplate dividendi, odnos cijene i dobiti po dionici i rentabilnost dionice.

²⁶ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str. 54

²⁷ Šestanović, A., Tomić, B. i Pušar Banović, D.: Interdependence of profitability and liquidity using the panel var model, Ekonomski pregled, 72 (6), 2021., str. 894 - 919

Dobit po dionici i dividenda po dionici prikazuju dobit ili dividendu ostvarenu po jednoj dionici.

Odnos isplate dividendi je omjer dividende po dionici i dobiti po dionici.

Odnos cijene i dobiti po dionici prikazuje koliko je tržišna cijena dionice veća od dobiti po dionici.

Ukupna i dividendna rentabilnost dionice predstavljaju najznačajnije pokazatelje investiranja jer su oni zapravo pokazatelji rentabilnosti vlastitog kapitala, no vlastiti kapital u ovom slučaju nije iskazan po knjigovodstvenoj nego po tržišnoj vrijednosti.

Tablica 6: Pokazatelji investiranja

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
Dobit po dionici (EPS)	neto dobit	broj dionica
Dividenda po dionici (DPS)	dio neto dobiti za dividende	broj dionica
Odnos isplate dividende (DPR)	dividenda po dionici (DPS)	dobit po dionici (EPS)
Odnos cijene i dobiti po dionici (P/E)	tržišna cijena dionice (PPS)	dobit po dionici (EPS)
Ukupna rentabilnost dionice	dobit po dionici (EPS)	tržišna cijena dionice (PPS)
Dividendna rentabilnost dionice	dividenda po dionici (DPS)	tržišna cijena dionice (PPS)

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, HZRI F, Zagreb, 2017, str. 56

3.2.2 Sustavi pokazatelja i sintetički pokazatelji

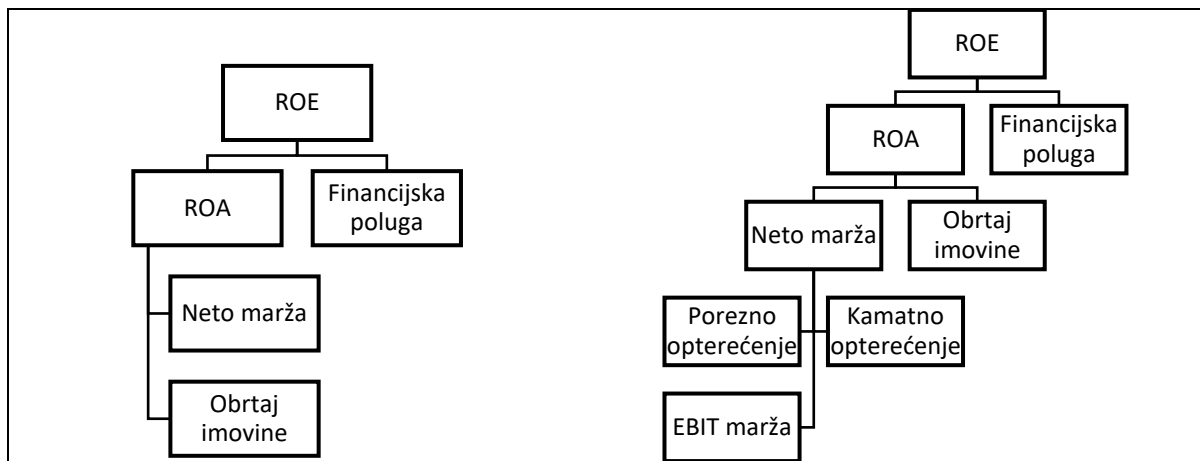
3.2.2.1 Du Pontov sustav pokazatelja

„Pod sustavom podrazumijeva se kombinacija pojedinačnih pokazatelja koji smislenom povezanošću omogućavaju utvrđivanje segmenta poslovanja kojima se pri strateškom upravljanju treba posvetiti odgovarajuća pozornost.“²⁸ Dijelimo ih na deduktivne i induktivne.

Najpoznatiji deduktivni sustav pokazatelja je Du Pontov koji se također naziva i „Du Pontovo stablo“. Cilj ovakvog sustava je analizirati jednu cjelinu poslovanja koja obuhvaća različite segmente te omogućiti opširniju sliku izvještavanja za razliku od pojedinačnih pokazatelja koji upravo analiziraju pojedini segment poslovanja.

²⁸ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str. 57

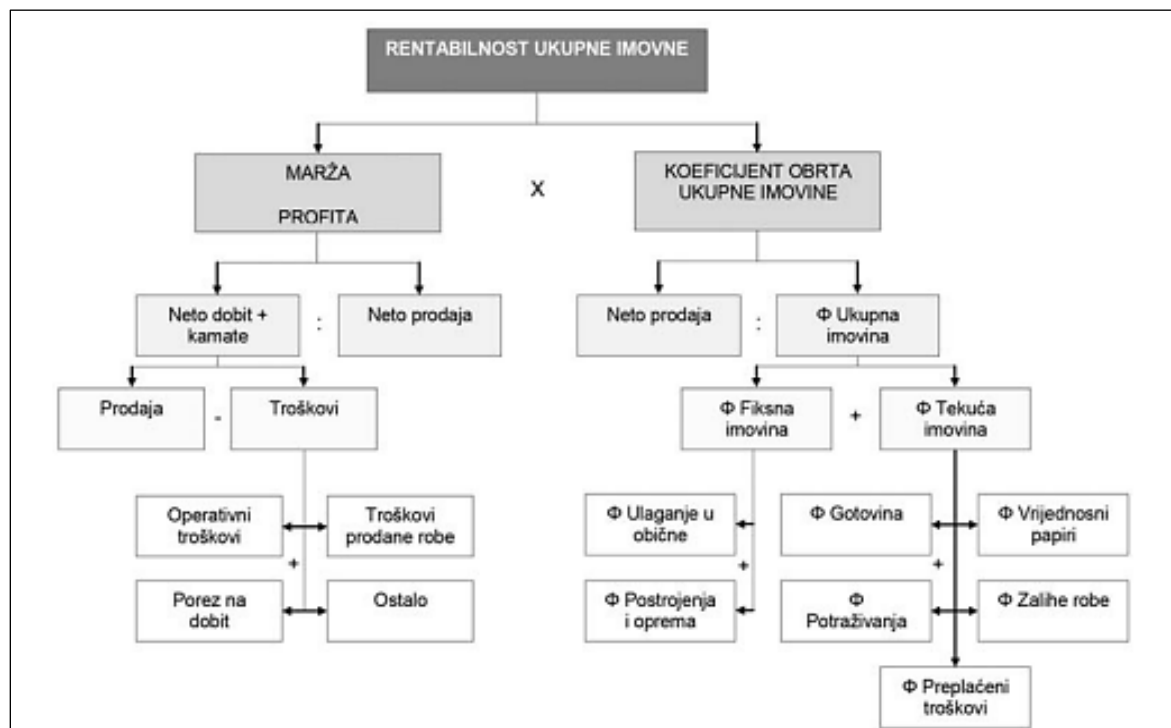
Slika 7: Osnovno i prošireno Du Pontovo stablo



Izrada autora, Izvor: Analiza financijskih izvještaja – osnove financijskih izvještaja, materijali s predavanja, dr.sc. Aljoša Šestanović, CFA

Rentabilnost ukupne imovine je osnovni pokazatelj koji izražava temeljni cilj poslovanja poduzeća bez obzira na izvor pribavljene imovine (vlastiti ili tuđi kapital). Iz rentabilnosti izvode se zahtjevi koje treba ispuniti na nižim instancama dakle sve ispod joj se hijerarhijski podređuje.²⁹

Slika 8: Du Pontov sustav pokazatelja (neto rentabilnost ukupne imovine)



Izvor: <https://hrcak.srce.hr/file/300142>

²⁹ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str. 57

Lijeva strana stabla odnosno marža profita proizlazi iz RDG-a, dok desna strana stabla to jest koeficijent obrtaja ukupne imovine proizlazi iz bilance (osim neto prodaje). Povećanjem ili smanjenjem jednog od pokazatelja ili također smanjenjem jednog, a neproporcionalnim povećanjem drugog pokazatelja moguće je povećati rentabilnost ukupne imovine (dedukcija ROA).³⁰ Na taj način omogućava se detaljnija analiza promjena bilo kojih od elemenata u sustavu nastalom dakle kombinacijom dvaju temeljnih financijskih izvještaja.

3.2.2.2 Sintetički (zbrojni) pokazatelji

Kao što je već opisano u gornjem dijelu rada, pojedinačni pokazatelji nas dakle informiraju o zaduženosti, likvidnosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranju poduzeća. Zbrojni ili skupni pokazatelji razvijeni su kako bi stekli cjelokupnu sliku poslovanja poduzeća i potrebno ih je analizirati povezano i međuzavisno. Oni predstavljaju ponderirani zbroj više pojedinačnih pokazatelja i stavljaju u ovisni omjer nekoliko odabranih pokazatelja koje povezuju u cjelinu.

Prvotni modeli zbrojnih pokazatelja razvijeni su radi predviđanja bankrota poduzeća te su i nosili naziv „pokazatelji financijskog bankrota“. Saznanja da se pomoću financijskih pokazatelja može detaljnije analizirati poslovanje poduzeća stječu se krajem 19. i početkom 20. stoljeća. A tek u 30-im godinama 20. stoljeća nastaju prvi pokušaji korištenja financijskih pokazatelja kako bi se procijenio poslovni neuspjeh poduzeća.

Neki od najznačajnijih modela skupnih financijskih pokazatelja u današnje vrijeme su Altmanov Z-score, Kralicekov DF pokazatelj, Ohlsonovi modeli, Zavgrenin model i Theodossioujev model.³¹

3.2.2.2.1 Altmanov Z-score model

Profesor Edward I. Altman proveo je prvo istraživanje odnosa financijskih pokazatelja i vjerojatnosti stečaja te je tako nastao danas najpoznatiji induktivni pokazatelj Altmanov Z-score. Cilj Z-scorea je predviđanje stečaja poduzeća u roku jedne do dvije godine. Temeljem američke privrede proučavano je 66 proizvodnih poduzeća koji su svrstani u dvije grupe: zdrava poduzeća i poduzeća koja su bankrotirala od 1945. do 1965. godine. U svrhu istraživanja upotrijebljena su 22 pokazatelja koji su postupkom multivarijantne diskriminantne analize reducirana na 5 za koje se ispostavilo da najbolje prikazuju financijsko stanje poduzeća. Temeljem navedenoga nastala je sljedeća formula odnosno model:

$$\mathbf{Z \text{ (zbrojni pokazatelj)} = 1,2 x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 1,0 x_5}$$

³⁰ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRiF, Zagreb, 2017., str. 59

³¹ Ibid., str. 62

Tablica 7: Altmanov Z-score model

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
x₁	radni kapital	ukupna imovina
x₂	zadržana dobit	ukupna imovina
x₃	zarade prije kamata i poreza (EBID)	ukupna imovina
x₄	tržišna vrijednost glavnice	ukupne obveze
x₅	ukupni prihodi	ukupna imovina

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRiF, Zagreb, 2017., str. 64

x₁ – uvršten pokazatelj likvidnosti jer su istraživanja pokazala da poduzeća koja posluju a operativnim gubitkom pada udio kratkotrajne imovine u ukupnoj imovini

x₂ – pokazuje udio reinvestiranih sredstava tijekom godina poslovanja (zadržana dobit je najbolji izvor rasta i financiranja poduzeća)

x₃ – pokazatelj profitabilnosti koji ne ovisi o stupnju financijske poluge i poreza

x₄ – pokazatelj pada vrijednosti poduzeća prije nego ono postane insolventno

x₅ – pokazatelj aktivnosti odn. koeficijent obrtaja ukupne imovine

Obzirom da je problem ovog modela bio što nije bio primjenjiv za poduzeća koja nisu imala tržišnu vrijednost odnosno nisu kotirala na burzi, Altman je razvio novi Z-score model koji se razlikovao samo u pokazatelju **x₄** te je tržišna vrijednost zamijenjena knjigovodstvenom vrijednošću poduzeća.

$$\mathbf{A \text{ model } Z = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,42 x_4 + 0,998 x_5}$$

Zbog ograničene upotrebe navedenih modela nakon toga formira i B model Z-scorea koji se može primjenjivati i na ne-proizvodna poduzeća te je u istom izbačen pokazatelj **x₅** kod kojeg su uočena značajna odstupanja u odnosu na pojedine djelatnosti.

$$\mathbf{B \text{ model } Z = 6,56 x_1 + 3,26 x_2 + 6,72 x_3 + 1,05 x_4}$$

Tablica 8: Determinirane granice ocjene za Altmanov Z-score

Raspon ocjene (od -4,0 do +8,0) - rizik stečaja				
Z-score model	vrlo mali	"sivo" područje		vrlo veliki 95%
		zabrinutost	u roku 2. godine	
Originalni	$\geq 3,0$	2,99 - 2,79	2,78 - 1,81	1,80 \geq
A model	$\geq 2,9$	2,89 - 2,69	2,68 - 1,24	1,23 \geq
B model	$\geq 2,6$	2,59 - 2,39	2,38 - 1,11	1,10 \geq

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str. 66

Prema navedenoj tablici možemo zaključiti da poduzeća čiji je Altmanov koeficijent veći od tri mogu biti okarakterizirana kao financijski zdrava poduzeća. Financijski ugrožena poduzeća s potencijalom ozdravljenja su ona u sivom području. Velika vjerojatnost bankrota postoji kod poduzeća s Altmanovim koeficijentom od 1,10 do 1,80 ovisno o djelatnosti.

Pokazalo se da Altmanova prognostička vrijednost opada s povećanjem godina, te se ovaj model preporuča za primjenu za najmanje 3 godine.³²

3.2.2.2.2 Kralicekov DF pokazatelj

Zbog različitosti američkog i europskog gospodarskog okruženja Altmanov Z-score model ne bi bio primjenjiv na europskim poduzećima. Stoga je Kralicek temeljem bilanci i RDG-a njemačkih, švicarskih i austrijskih poduzeća formirao model za procjenu poslovne krize u poduzeću.

Kao prvi model nastao je „brzi test“ (odnosno engl. Quick test, njem. Schnelltest) za evaluaciju stabilnosti i solventnosti poduzeća koji se sastoji od izračuna dvaju pokazatelja financijske stabilnosti i dvaju pokazatelja profitabilnosti (obuhvaćena su područja financiranja, likvidnosti, rentabilnosti i uspjeha). Svakom pokazatelju dodjeljuje se broj bodova koje određuje vrijednost izračunatog pokazatelja, a na temelju dodijeljenih bodova procjenjuje se insolventnost od 4 (dobro) do 0 (insolventno).

Za točnu ocjenu brzog testa preporuča se korištenje petodijelne ljestvice u kojoj je svakom pojedinačnom pokazatelju dodijeljena ocjena između 1 (vrlo dobro) i 5 (prijeteći stečaj). Kako bi se dobila ukupna ocjena potrebno je zbrojiti pojedinačne ocjene i dobivenu vrijednost podijeliti s 4. Naposljetku je potrebno provesti parcijalnu ocjenu financijske stabilnosti i uspjeha poslovanja pojedinačnim rezultatima pokazatelja.

Kralicek je razradom „brzog testa“ bio u potrazi za mogućnošću razlikovanja dobrih od financijski ugroženih poduzeća te je na taj način postupkom višestruke diskriminacijske analize razvio izračun funkcije diskriminacije (DF). DF model sastoji se od šest pokazatelja koji su uvjetovani zadanim ponderima.

³² Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRI F, Zagreb, 2017., str.66

$$DF = 1,50 x_1 + 0,08 x_2 + 10,00 x_3 + 5,00 x_4 + 0,30 x_5 + 0,10 x_6$$

Tablica 9: Kralicekov DF pokazatelj

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
x ₁	čisti novčani tok	ukupne obveze
x ₂	ukupna imovina	ukupne obveze
x ₃	dobit prije kamata i poreza	ukupna imovina
x ₄	dobit prije kamata i poreza	ukupni prihodi
x ₅	zalihe	ukupni prihodi
x ₆	poslovni prihodi	ukupna imovina

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRiF, Zagreb, 2017., str. 75

Temeljem DF pokazatelja evaluira se financijska stabilnost poduzeća. Isti može varirati od pozitivnog do negativnog broja.

Tablica 10: Vrijednosti DF pokazatelja s pripadajućom ocjenom financijske stabilnosti

Vrijednost DF pokazatelja	Financijska stabilnost
> 3,0	Izvrсна
> 2,2	Vrlo dobra
> 1,5	Dobra
> 1,0	Osrednja
> 0,3	Loša
=< 0,3	Početak insolventnosti
=< 0,0	Umjerena insolventnost
=< -1,0	Izrazita insolventnost

Izrada autora, Izvor: Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRiF, Zagreb, 2017., str. 75

Iz tablice možemo zaključiti da je poslovanje poduzeća sve bolje što je vrijednost pokazatelja veća. Poduzeća koja se kreću u rang ocjene od 1 do 3 imaju osrednju financijsku stabilnost, dok ona poduzeća čija je ocjena pokazatelja manja od 0,3 velike probleme s financijskom stabilnošću. Od 0 prema negativnim ocjenama kreće stanje umjerene do izrazite insolventnosti poduzeća.³³

³³ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRiF, Zagreb, 2017., str. 75

3.2.2.2.3 BEX sustav pokazatelja

BEX indeks ili punim nazivom Business Excellence indeks razvio se u pokušajima osmišljavanja načina prilagodbe pokazatelja uspješnosti hrvatskom gospodarskom okruženju. Razvio se primjenom statističkih i matematičkih metoda istraživanja pri čemu je analizirano 1.005 financijskih izvještaja od ukupno 201 poduzeća koja su kotirala na Zagrebačkoj i Varaždinskoj burzi od 2003. do 2007. godine.

BEX indeks daje ocjenu izvrsnosti poslovanja u dvije dimenzije:

- 1) trenutna poslovna izvrsnost („lagging“)
- 2) očekivana poslovna izvrsnost („leading“)

Prognostička vrijednost BEX indeksa iznosi više od 90%, ista je statistički dokazana. Primjenjiv je također i za poduzeća koja tek ulaze na burzu ili za ona koja na njoj ne kotiraju jer ne sadrži podatke s tržišta kapitala. To ga ujedno čini i prikladnim za hrvatska poduzeća.

BEX sustav pokazatelja razvijen je prema standardno uravnoteženim financijskim izvještajima pa je za očekivati da može doći do odstupanja kod malih poduzeća čija su izvješća nestabilna i nestandardnih oblika i koja se financiraju kombinacijom izvora financiranja.³⁴ U istom prevladava segmentalno ocjenjivanje uspješnosti poslovanja te je time lakše saznati koji dio poslovanja je potrebno poboljšati. Za ovaj veliki uspjeh zaslužni su hrvatski znanstvenici Belak i Aljinović Barać.³⁵

$$\text{BEX} = 0,388 \text{ ex}_1 + 0,579 \text{ ex}_2 + 0,153 \text{ ex}_3 + 0,316 \text{ ex}_4$$

Tablica 11: BEX sustav pokazatelja

NAZIV POKAZATELJA	BROJNIK	NAZIVNIK
ex₁	EBIT	ukupna imovina
ex₂	neto dobit	vlastiti kapital x trošak kapitala u %
ex₃	radni kapital	ukupna imovina
ex₄	5 x (neto dobit + amortizacija)	ukupne obveze

Izrada autora, Izvor: Belak, V.: Analiza poslovne uspješnosti, RRiF Plus, Zagreb, 2014., str. 306

BEX indeks izračunava se dakle putem 4 pokazatelja, gdje ex_1 predstavlja operativnu profitabilnost, ex_2 stvaranje vrijednosti, ex_3 likvidnost te ex_4 financijsku snagu.

³⁴ Belak, V.: Analiza poslovne uspješnosti, RRiF Plus, Zagreb, 2014., str. 306

³⁵ Šestanović, d.s.A. i Vučenović, struč.spec.oec., J.: Zbirni financijski pokazatelji kao indikatori kriza unutar trgovačkih društava, FIP - Financije i pravo, 8 (1), 2020., str. 109 - 122

Tablica 12: Vrijednosti BEX sustava pokazatelja

Vrijednost BEX pokazatelja	Financijska stabilnost
> 1	dobre tvrtke
0 < BEX < 1	potrebna unapređenja
< 0	ugrožena egzistencija

Izrada autora, Izvor: Belak, V.: Analiza poslovne uspješnosti, RRiF Plus, Zagreb, 2014., str. 306

Prema tablici vrijednosti da se zaključiti da se za poduzeća s BEX indeksom manjim od 0 smatra da im je ugrožena egzistencija, onima s pokazateljem između 0 i 1 potrebna su unapređenja, dok se onima čiji je BEX pokazatelj veći od 1 smatraju dobrim tvrtkama. Nadalje, vrlo dobrim se klasificiraju poduzeća s indeksom između 2 i 4, a izvrstan rang poslovne izvrsnosti imaju ona poduzeća s indeksom između 4 i 6, dok su tvrtke s BEX indeksom većim od 6 kandidati za svjetsku klasu. Poduzeća čiji je BEX indeks viši od 6 najmanje četiri godine za redom smatraju se svjetskom klasom u poslovnoj izvrsnosti.³⁶

Obzirom da navedeni pokazatelji iskazuju kvantitativnu vrijednost u svrhu ranog otkrivanja krize i njenog pravovremenog suzbijanja potrebno je uzeti u obzir i razne kvalitativne varijable poslovanja te u njihovoj kombinaciji donijeti procjene temeljem kojih se odlučuje o zaustavljanju ili restrukturiranju društva.³⁷

³⁶ Kereta J., Barišić D.: Predviđanje predstečaja odabranog poduzeća temeljem izračuna altmanovog Z-score pokazatelja i BEX pokazatelja, *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E Vol. 9, No. 2, 2019.*, str. 20 - 34

³⁷ Ibid.

4. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA NA PRIMJERU DRUŠTVA VALAMAR RIVIERA D.D.

4.1 Opće značajke društva Valamar Riviera d.d.

Valamar Riviera d.d. (dalje u tekstu: Valamar, Društvo) je vodeća hrvatska kompanija koja se bavi upravljanjem hotelima, ljetovalištima i kamping ljetovalištima u poznatim turističkim destinacijama. U Hrvatskoj su raspodijeljeni po Istri, na otocima Krku, Rabu i Hvaru, u Makarskoj, Dubrovniku te u Austriji u Obertauernu. Valamar može s kapacitetom od oko 21 tisuću smještajnih jedinica u 36 hotela i ljetovališta i 15 kamping ljetovališta dnevno smjestiti oko 58.000 gostiju. Strategija Društva temelji se na načelima ulaganja u turističku ponudu visoke dodane vrijednosti, razvoja talenata, inovativnih usluga i razvoja destinacija kao glavnih pokretača rasta i održavatelja kontinuiteta poslovanja. Kroz djelatno promoviranje i provođenje prethodno navedenih interesa Valamar je zadobio status odgovornog i poželjnog poslodavca te jednog od najvećih investitora u turizam u Hrvatskoj i regiji s preko 6.1 milijardu kuna ulaganja u proteklih 18 godina.³⁸

Valamar je nasljednica Riviere Poreč osnovane 1953. godine koja se bavila upravljanjem hotelima, bungalovima i restoranima u Poreču i na otoku Sv. Nikola, a koja je dobila ime prema hotelu Riviera osnovanom u Poreču 1910. godine. 1965. bilježi dinamičan rast turističkih aktivnosti te intenzivnu izgradnju objekata (8 hotela, 1 turističko naselje, 2 kampa te 1 paviljon). 1990. osniva se Dom fond, najveći privatizacijsko-investicijski fond tijekom razdoblja vaučerske privatizacije u Hrvatskoj. Od 2000. do 2010. radi se na ulaganju u unaprjeđivanje kvalitete objekata i usluga te se uvode prvi brendovi za hotele i kampove, Valamar Hotels & Resorts i Camping Adriatic. Od 2011. do 2014. slijedi konsolidacija portfelja i upravljanja. Zlatni otok d.d., Rabac d.d. te Dubrovnik Babin Kuk d.d. pripajaju se kompaniji Riviera Adria d.d. koja potom integrira Valamar grupu d.d. i Valamar Adria holding d.d. - tako konsolidirana kompanija počinje djelovati pod imenom Valamar Riviera d.d. te biva uvrštena na službeno tržište Zagrebačke burze u prosincu 2014. Nova faza rasta odvija se od 2015. do 2018., osim pripajanjem daljnjih društava tako i ostvarivanjem strateškog partnerstva s AZ mirovinskim fondom te ulaganjem u premium usluge i objekte 4* i 5* kada bilježe i rekordne rezultate poslovanja. Od 2018. do danas slijedi daljnje pripajanje i otvorenje mnogih hotela, kampova, itd. te proširenje ponuda. S ciljem postizanja dugoročne održivosti poslovanja Valamar je uz podršku ključnih dionika kvalitetno upravljao krizom i turističkom sezonom tijekom 2020. godine kojoj je veliku prijetnju predstavljala pandemija virusa Covid-19. Pohvalno je naglasiti kako su sva radna mjesta sačuvana uz pomoć Vladinih mjera te raznih programa podrške socijalnih partnera.³⁹ Snažni fokus stavljen je na razvoj novih brendova, proizvoda i usluga te se nastavljaju ulaganja u repozicioniranje portfelja, preko 870 milijuna kuna od 2019. godine.

³⁸ Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2021., <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/RIVP/FI-RIVP-2f46cbcb6b7407bac313aa9933f0f1b.pdf>, datum pristupa: 24.02.2023.

³⁹ <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/povijest/#image-3>, datum pristupa: 24.02.2023.

2021. godine krenula je nova faza rasta širenjem partnerstava s investicijskim partnerima u Hrvatskoj i daljnjom internacionalizacijom portfelja u Austriji.⁴⁰

Slika 9: Pregled hotela i ljetovališta društva Valamar Riviera d.d.

PREGLED HOTELA I LJETOVALIŠTA ²⁰				PREGLED KAMPING LJETOVALIŠTA			
PREGLED HOTELA I LJETOVALIŠTA		DESTINACIJA	KLJUČEVI	PREGLED KAMPING LJETOVALIŠTA		DESTINACIJA	KLJUČEVI
Hotels and Resorts			9.292	Camping Resorts			
VALAMAR COLLECTION			1.261	CAMPING ADRIATIC BY VALAMAR - PREMIUM RESORTS			11.557
Marea Valamar Collection Suites	5*	Poreč	108				5.352
Imperial Valamar Collection Hotel	4*	Rab Island	136	Istra Premium Camping Resort by Valamar	5*	Poreč	874
Dubrovnik President Valamar Collection Hotel	5*	Dubrovnik	292	Lanterna Premium Camping Resort by Valamar	4*	Poreč	2.930
Isabella Valamar Collection Island Resort	4* / 5*	Poreč	334	Krk Premium Camping Resort by Valamar	5*	Krk Island	500
Girandella Valamar Collection Resort	4* / 5*	Rabac	391	Ježevac Premium Camping Resort by Valamar	4*	Krk Island	632
Pinea Valamar Collection Resort	5*	Poreč	0	Padova Premium Camping Resort by Valamar	4*	Rab Island	416
VALAMAR HOTELS & RESORTS			3.964	CAMPING ADRIATIC BY VALAMAR - RESORTS			4.555
Valamar Riviera Hotel & Residence	4*	Poreč	132	Orsera Camping Resort by Valamar	3*	Poreč	592
Valamar Tamaris Resort	4*	Poreč	507	Solaris Camping Resort by Valamar	3*	Poreč	1.824
Valamar Parentino Hotel	4*	Poreč	329	Marina Camping Resort by Valamar	4*	Rabac	329
Valamar Bellevue Resort	4*	Rabac	372	Baška Beach Camping Resort by Valamar	4*	Krk Island	593
Valamar Diamant Hotel & Residence	3*/4*	Poreč	372	Bunculuka Camping Resort by Valamar	4*	Krk Island	408
Valamar Pinia Hotel	3*	Poreč	170	San Marino Camping Resort by Valamar	4*	Rab Island	809
Valamar Sanfior Hotel & Casa	4*	Rabac	242	CAMPING ADRIATIC BY VALAMAR - SUNNY			1.650
Valamar Atrium & Villa Adria	4* / 5*	Krk Island	92	Brioni Sunny Camping by Valamar	2*	Pula	734
Valamar Carolina Hotel & Villas	4*	Rab Island	176	Tunarića Sunny Camping by Valamar	2*	Rabac	160
Valamar Padova Hotel	4*	Rab Island	175	Škrila Sunny Camping by Valamar	3*	Krk Island	342
Valamar Meteor Hotel	4*	Makarska	268	Solitude Sunny Camping by Valamar	3*	Dubrovnik	414
Valamar Argosy Hotel	4*	Dubrovnik	308				
Valamar Lacroma Dubrovnik Hotel	4*	Dubrovnik	401				
Valamar Club Dubrovnik Hotel	3*	Dubrovnik	338				
Valamar Obertauern Hotel	4*	Austria	82				
[PLACES] by Valamar			179				
Hvar [PLACESHOTEL] by Valamar	3*	Hvar Islan.	179				
SUNNY BY VALAMAR			3.888				
Lanterna Sunny Resort by Valamar	2*	Poreč	606				
Allegro Sunny Hotel & Residence by Valamar	3*	Rabac	180				
Corinthia Baška Sunny Hotel by Valamar	3*	Krk Island	431				
San Marino Sunny Resort by Valamar	3*	Rab Island	457				
Eva Sunny Hotel & Residence	2*	Rab Island	284				
Dalmacija Sunny Hotel by Valamar	3*	Makarska	190				
Rivijera Sunny Resort by Valamar	2*	Makarska	258				
Tirena Sunny Hotel by Valamar	3*	Dubrovnik	208				
Trim & Helios Sunny Apartments by Valamar	2*	Hvar Islan.	85				
Crystal Sunny Hotel by Valamar	4*	Poreč	223				
Rubin Sunny Hotel by Valamar	3*	Poreč	253				
Miramar Sunny Hotel & Residence by Valamar	3*	Rabac	178				
Zvonimir Sunny Hotel by Valamar	4*	Krk Island	85				
Koralj Sunny Hotel by Valamar	3*	Krk Island	194				
Arkada Sunny Hotel by Valamar	2*	Hvar Islan.	256				

²⁰ Hotel Marietta u Obertauernu, Austrija, kupljen od strane Valamar A GmbH u prosincu 2021. Nije pod upravljanjem Valamar Riviere i nije brandiran od strane Valamar Riviere. Iznajmljen trećoj strani do sredine 2023. godine.

Izvor: Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2021.

Vizija Valamara vodi se motom: „Savršen odmor, svaki dan, za svakog gosta.“ Opisujući misiju naglašava se težnja liderstvu u odmorišnom turizmu i partnerstvu turističkim destinacijama u kreiranju autentičnih doživljaja, stavljanje zaposlenika i gostiju na prvo mjesto te stvaranje nove vrijednosti za dioničare vodeći brigu o održivom razvoju i lokalnim zajednicama.⁴¹

⁴⁰ Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2021.,

<https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/RIVP/FI-RIVP-2f46cbcbdb6b7407bac313aa9933f0f1b.pdf>, datum pristupa: 24.02.2023.

⁴¹ <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/misija-vizija-i-temeljne-vrijednosti/>, datum pristupa: 24.02.2023.

Slika 10: Turistički portfelj Valamar Grupe



Izvor: Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2021.

4.2 Horizontalna i vertikalna analiza financijskih izvještaja

U nastavku prikazani su izračuni horizontalne i vertikalne analize bilance, RDG-a i izvještaja o novčanom toku u razdoblju od 2018. do 2021. godine iz kojih se može ocijeniti financijska stabilnost poduzeća Valamar.

4.2.1 Horizontalna i vertikalna analiza bilance⁴²

Tablica 13: Horizontalna analiza bilance

Bilanca (u HRKm)	2018	2019	2020	2021	Prosječan godišnji rast
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	5.310,9	5.856,4	6.087,2	5.671,8	5,2%
% promjena	14,6%	10,3%	3,9%	-6,8%	
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	53,7	56,2	46,4	39,1	-3,6%
% promjena	18,8%	4,6%	-17,4%	-15,8%	
II. MATERIJALNA IMOVINA	5.111,2	5.558,2	5.662,9	5.221,6	4,1%
% promjena	15,1%	8,7%	1,9%	-7,8%	
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	20,2	48,2	46,4	82,1	97,3%
% promjena	272,7%	138,6%	-3,6%	76,8%	
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	125,7	193,8	331,4	329,1	23,7%
% promjena	-10,6%	54,2%	71,0%	-0,7%	
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	332,8	618,6	737,1	1.218,0	37,2%
% promjena	-3,2%	85,9%	19,2%	65,2%	
I. ZALIHE	25,4	25,8	30,3	26,3	1,8%
% promjena	3,9%	1,5%	17,5%	-13,3%	
II. POTRAŽIVANJA	45,0	41,8	40,2	38,4	5,8%
% promjena	47,0%	-7,3%	-3,8%	-4,5%	
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	0,4	0,8	0,6	38,0	158,5%
% promjena	-48,2%	87,9%	-25,9%	6096,9%	
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	261,8	550,1	665,9	1.115,3	40,3%
% promjena	-9,0%	110,1%	21,0%	67,5%	
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA	25,3	20,3	55,4	23,8	3,9%
I OBRAČUNATI PRIHODI					
% promjena	24,2%	-19,6%	172,2%	-57,1%	
E) UKUPNO AKTIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	8,5%
% promjena	13,5%	14,6%	5,9%	0,5%	
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	58,0	54,4	54,3	54,2	-0,2%
% promjena	6,4%	-6,3%	-0,2%	-0,2%	
A) KAPITAL I REZERVE	2.758,5	3.219,1	2.863,9	3.311,1	7,1%
% promjena	9,6%	16,7%	-11,0%	15,6%	
I. TEMELJNI KAPITAL	1.672,0	1.672,0	1.672,0	1.672,0	0,0%
% promjena	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
II. KAPITALNE REZERVE	5,3	5,2	5,2	5,2	9,7%
% promjena	47,2%	-1,5%	0,0%	0,0%	
III. REZERVE IZ DOBITI	94,3	96,0	98,5	98,2	-0,9%
% promjena	-7,6%	1,8%	2,6%	-0,3%	
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	348,7	430,2	715,9	388,0	10,2%
% promjena	32,5%	23,4%	66,4%	-45,8%	
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	235,3	284,5	-329,6	104,4	-19,1%
% promjena	-3,4%	20,9%	-215,8%	-131,7%	
VIII. MANJINSKI INTERES	402,0	731,0	701,8	1.043,1	45,8%
% promjena	73,9%	81,8%	-4,0%	48,6%	
B) REZERVIRANJA	127,8	125,5	141,1	166,2	29,9%
% promjena	119,0%	-1,8%	12,4%	17,7%	
C) DUGOROČNE OBVEZE	2.281,6	2.546,9	2.867,3	2.614,5	8,1%
% promjena	19,1%	11,6%	12,6%	-8,8%	
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	8,9	2,7	0,0	0,0	-100,0%
% promjena	-1,1%	-70,3%	-100,0%	n/a	
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	2.198,9	2.443,7	2.770,3	2.547,1	8,3%
% promjena	18,7%	11,1%	13,4%	-8,1%	
10. Ostale dugoročne obveze	5,2	37,5	38,8	15,6	77,2%
% promjena	225,5%	626,6%	3,4%	-59,7%	
11. Odgođena porezna obveza	68,6	63,0	58,3	51,8	-0,5%
% promjena	30,0%	-8,0%	-7,5%	-11,2%	
D) KRATKOROČNE OBVEZE	424,6	526,3	934,4	734,0	16,2%

⁴² Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

<i>% promjena</i>	5,4%	24,0%	77,5%	-21,5%	
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0%
<i>% promjena</i>	-94,8%	130,9%	-100,0%	n/a	
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	0,1	2,8	5,3	0,0	-100,0%
<i>% promjena</i>	0,0%	2574,8%	92,5%	-100,0%	
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	227,1	285,3	733,1	565,5	29,2%
<i>% promjena</i>	11,8%	25,6%	157,0%	-22,9%	
7. Obveze za predujmove	38,9	38,4	69,6	40,3	6,5%
<i>% promjena</i>	24,1%	-1,5%	81,4%	-42,0%	
8. Obveze prema dobavljačima	112,9	145,7	61,8	67,5	-15,5%
<i>% promjena</i>	-14,9%	29,1%	-57,6%	9,2%	
10. Obveze prema zaposlenicima	28,4	29,1	19,2	28,8	6,4%
<i>% promjena</i>	26,4%	2,7%	-34,1%	50,1%	
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	11,8	12,3	6,1	16,5	10,5%
<i>% promjena</i>	6,2%	4,6%	-50,2%	169,3%	
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	0,3	0,4	0,4	0,4	13,3%
<i>% promjena</i>	8,9%	55,4%	0,0%	-2,5%	
14. Ostale kratkoročne obveze	5,1	12,4	32,3	14,9	72,4%
<i>% promjena</i>	204,3%	141,0%	161,0%	-53,9%	
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA	76,4	77,5	72,8	87,9	-4,0%
I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA					
<i>% promjena</i>	-26,2%	1,4%	-6,0%	20,6%	
F) UKUPNO – PASIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	8,5%
<i>% promjena</i>	13,5%	14,6%	5,9%	0,5%	
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	58,0	54,4	54,3	54,2	-0,2%
<i>% promjena</i>	6,4%	-6,3%	-0,2%	-0,2%	

Iz provedene horizontalne analize Društva možemo zaključiti kako se u 2021. godini dugotrajna imovina smanjila za 6,8% u odnosu na 2020. godinu, koja je uzrokovana značajnim smanjenjem dugotrajne nematerijalne imovine i to za 15,8%. Dugotrajna financijska imovina bilježila je znatan pad u odnosu na prethodne godine, možemo vidjeti kako je 2018. godine ista iznosila cca. 20,2 milijuna kuna zbog povećanog ulaganja u dugotrajnu financijsku imovinu.

U 2021. godini vidimo znatno povećanje kratkotrajne imovine u odnosu na prethodne godine, a najveći uzrok je povećanje kratkotrajne financijske imovine od 6096,9% u odnosu na 2020. godinu. Značajno povećanje od 2018. do 2021. godine je također vidljivo kod novca u blagajni i u banci što je prouzrokovano povećanjem prometa. U 2021. godini vidljiv je značajan pad budućih troškova razdoblja 57,1% u odnosu na 2020. godinu. Kratkotrajna imovina je ostvarila prosječni godišnji rast od 37,2% u periodu od 2018. do 2021. godine. Ostale stavke kratkotrajne imovinu nisu bilježile značajne promjene u odnosu na prethodnu godinu.

Kapital i rezerve imale su blagi rast od 7,1% prosječno godišnje u navedenom periodu, najznačajniji rast bilježili su manjinski interesi s ukupnim prosječnim godišnjim rastom od 45,8%. U 2021. godini se kapital vratio na pred-Covid razinu najviše zahvaljujući rastu manjinskih interesa i povratku profitabilnom poslovanju.

Dugoročne obveze kroz godine nisu bilježile znatan rast prema financijskim institucijama. Obveze prema bankama u 2021. godini smanjene su za 8,1% u odnosu na 2020. godinu.

Stavka kratkoročnih obveza ostvarila je prosječni godišnji rast od 16,2% od 2018. do 2021. godine, dok su obveze prema poduzetnicima unutar grupe i obveze prema zajmovima, depozitima imale veoma značajno smanjenje.

Iz tablice horizontalne analize da se iščitati da prosječni godišnji rast aktive/pasive Društva iznosio 8,5% u razdoblju od 2018. do 2021. godine.

Tablica 14: Vertikalna analiza bilance

Bilanca (u HRKm)	2018	2019	2020	2021	Prosječan udio
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	5.310,9	5.856,4	6.087,2	5.671,8	
% udio u aktivni	93,7%	90,2%	88,5%	82,0%	88,6%
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	53,7	56,2	46,4	39,1	
% udio u aktivni	0,9%	0,9%	0,7%	0,6%	0,8%
II. MATERIJALNA IMOVINA	5.111,2	5.558,2	5.662,9	5.221,6	
% udio u aktivni	90,2%	85,6%	82,3%	75,5%	83,4%
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	20,2	48,2	46,4	82,1	
% udio u aktivni	0,4%	0,7%	0,7%	1,2%	0,7%
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	125,7	193,8	331,4	329,1	
% udio u aktivni	2,2%	3,0%	4,8%	4,8%	3,7%
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	332,8	618,6	737,1	1.218,0	
% udio u aktivni	5,9%	9,5%	10,7%	17,6%	10,9%
I. ZALIHE	25,4	25,8	30,3	26,3	
% udio u aktivni	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
II. POTRAŽIVANJA	45,0	41,8	40,2	38,4	
% udio u aktivni	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	0,4	0,8	0,6	38,0	
% udio u aktivni	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,1%
IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI	261,8	550,1	665,9	1.115,3	
% udio u aktivni	4,6%	8,5%	9,7%	16,1%	9,7%
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA	25,3	20,3	55,4	23,8	
I OBRAČUNATI PRIHODI					
% udio u aktivni	0,4%	0,3%	0,8%	0,3%	0,5%
E) UKUPNO AKTIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	
% udio u aktivni	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	58,0	54,4	54,3	54,2	
% udio u aktivni	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%
A) KAPITAL I REZERVE	2.758,5	3.219,1	2.863,9	3.311,1	
% udio u pasivi	48,7%	49,6%	41,6%	47,9%	46,9%
I. TEMELJNI KAPITAL	1.672,0	1.672,0	1.672,0	1.672,0	
% udio u pasivi	29,5%	25,7%	24,3%	24,2%	25,9%
II. KAPITALNE REZERVE	5,3	5,2	5,2	5,2	
% udio u pasivi	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
III. REZERVE IZ DOBITI	94,3	96,0	98,5	98,2	
% udio u pasivi	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%	1,5%
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	348,7	430,2	715,9	388,0	
% udio u pasivi	6,2%	6,6%	10,4%	5,6%	7,2%
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	235,3	284,5	-329,6	104,4	
% udio u pasivi	4,2%	4,4%	-4,8%	1,5%	1,3%
VIII. MANJINSKI INTERES	402,0	731,0	701,8	1.043,1	
% udio u pasivi	7,1%	11,3%	10,2%	15,1%	10,9%
B) REZERVIRANJA	127,8	125,5	141,1	166,2	
% udio u pasivi	2,3%	1,9%	2,1%	2,4%	2,2%
C) DUGOROČNE OBVEZE	2.281,6	2.546,9	2.867,3	2.614,5	
% udio u pasivi	40,2%	39,2%	41,7%	37,8%	39,7%
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	8,9	2,7	0,0	0,0	
% udio u pasivi	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	2.198,9	2.443,7	2.770,3	2.547,1	
% udio u pasivi	38,8%	37,6%	40,3%	36,8%	38,4%
10. Ostale dugoročne obveze	5,2	37,5	38,8	15,6	
% udio u pasivi	0,1%	0,6%	0,6%	0,2%	0,4%
11. Odgođena porezna obveza	68,6	63,0	58,3	51,8	
% udio u pasivi	1,2%	1,0%	0,8%	0,7%	0,9%
D) KRATKOROČNE OBVEZE	424,6	526,3	934,4	734,0	
% udio u pasivi	7,5%	8,1%	13,6%	10,6%	9,9%
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	0,0	0,0	0,0	0,0	
% udio u pasivi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	0,1	2,8	5,3	0,0	
% udio u pasivi	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%

6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	227,1	285,3	733,1	565,5	
% udio u pasivi	4,0%	4,4%	10,7%	8,2%	6,8%
7. Obveze za predujmove	38,9	38,4	69,6	40,3	
% udio u pasivi	0,7%	0,6%	1,0%	0,6%	0,7%
8. Obveze prema dobavljačima	112,9	145,7	61,8	67,5	
% udio u pasivi	2,0%	2,2%	0,9%	1,0%	1,5%
10. Obveze prema zaposlenicima	28,4	29,1	19,2	28,8	
% udio u pasivi	0,5%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	11,8	12,3	6,1	16,5	
% udio u pasivi	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	0,3	0,4	0,4	0,4	
% udio u pasivi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
14. Ostale kratkoročne obveze	5,1	12,4	32,3	14,9	
% udio u pasivi	0,1%	0,2%	0,5%	0,2%	0,2%
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA	76,4	77,5	72,8	87,9	
I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA					
% udio u pasivi	1,3%	1,2%	1,1%	1,3%	1,2%
F) UKUPNO – PASIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	
% udio u pasivi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	58,0	54,4	54,3	54,2	
% udio u pasivi	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%

Iz vertikalne analize bilance Društva možemo zaključiti kako je u periodu od 2018. do 2021. godine prosječan udio dugotrajne imovine u ukupnoj aktivi Društva iznosio 88,6%, od toga najveći udio činila je materijalna imovina od 83,4%. Od ukupne materijalne imovine u 2021. godini većina (64%) se odnosi na hotele, kampove i ostale smještajne kapacitete, također 6% ukupne materijalne imovine odnosi se i na smještajne kapacitete u pripremi. Društvo također posjeduje zemljišta u vrijednosti 981 milijuna kuna. Zbog same strukture materijalne imovine 69% amortizacije 2021. godine se odnosi na smještajne kapacitete. Bitno je napomenuti da je u 2021. godini došlo do pada udjela materijalne imovine u aktivi zbog smanjenih kapitalnih ulaganja kompanije.

Kratkotrajna imovina činila je svega 10,9% ukupne aktive, dok su plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi sačinjavali u prosjeku 0,5%. U navedenom razdoblju pozicija novca je značajno povećana uslijed povećanja zaduživanja te efikasnijeg upravljanja operativnim novčanim aktivnostima u 2021. godini.

Prosječan udio kapitala i rezervi u ukupnoj pasivi Društva iznosio je 46,9%, dugoročne obveze sačinjavale su u prosjeku 39,7% a kratkoročne obveze 9,9%.

Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućega razdoblja iznosilo je u prosjeku 1,2%.

4.2.2 Horizontalna i vertikalna analiza računa dobiti i gubitka⁴³

Tablica 15: Horizontalna analiza RDG-a

Račun dobiti i gubitka (u HRKm)	2018	2019	2020	2021	Prosječan godišnji rast
I. POSLOVNI PRIHODI	1.982,74	2.207,68	675,61	1.644,01	-2%
% promjena	11,5%	11,3%	-69,4%	143,3%	
1. Prihodi od prodaje	1.961,41	2.139,32	642,48	1.605,13	-2%
% promjena	11,7%	9,1%	-70,0%	149,8%	
2. Ostali prihodi	21,33	68,36	33,13	38,88	14%
% promjena	-7,7%	220,5%	-51,5%	17,3%	
II. POSLOVNI RASHODI	1.700,49	1.913,83	1.070,38	1.507,03	0%
% promjena	12,0%	12,5%	-44,1%	40,8%	
2. Materijalni troškovi	551,75	609,25	254,64	458,26	-3%
% promjena	6,2%	10,4%	-58,2%	80,0%	
3. Troškovi osoblja	541,61	583,41	189,95	353,18	-7%
% promjena	12,8%	7,7%	-67,4%	85,9%	
4. Amortizacija	410,52	474,51	496,44	507,34	10%
% promjena	18,5%	15,6%	4,6%	2,2%	
5. Ostali troškovi	174,09	197,39	89,10	134,45	-2%
% promjena	21,1%	13,4%	-54,9%	50,9%	
6. Vrijednosna usklađenja	0,39	0,59	1,51	1,67	91%
% promjena	205,3%	52,6%	156,9%	10,6%	
7. Rezerviranja	7,13	8,83	28,71	40,31	44%
% promjena	-24,9%	23,9%	225,3%	40,4%	
8. Ostali poslovni rashodi	14,99	39,85	10,02	11,83	-11%
% promjena	-21,9%	165,7%	-74,9%	18,1%	
III. FINANCIJSKI PRIHODI	33,38	10,67	21,29	35,35	-14%
% promjena	-47,6%	-68,0%	99,5%	66,0%	
IV. FINANCIJSKI RASHODI	57,42	72,53	125,93	71,26	-4%
% promjena	-32,0%	26,3%	73,6%	-43,4%	
IX. UKUPNI PRIHODI	2.016,12	2.218,83	696,90	1.679,91	-2%
% promjena	9,5%	10,1%	-68,6%	141,1%	
X. UKUPNI RASHODI	1.758,04	1.986,36	1.197,95	1.578,43	0%
% promjena	9,6%	13,0%	-39,7%	31,8%	
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	258,08	232,47	-501,05	101,48	-19%
% promjena	8,1%	-9,9%	-315,5%	-120,3%	
XII. POREZ NA DOBIT	18,89	-73,38	-142,24	-7,23	3%
% promjena	-393,2%	-488,4%	93,8%	-94,9%	
XIII. DOBIT ILI GUBITAK	239,19	305,85	-358,81	108,71	-18%
% promjena	-2,4%	27,9%	-217,3%	-130,3%	
DODATAK RDG-u	-	-	-	-	
% promjena	-	-	-	-	
XIX. DOBIT ILI GUBITAK	239,19	305,85	-358,81	108,71	-18%
% promjena	-2,4%	27,9%	-217,3%	-130,3%	
1. Pripisana imateljima kapitala matice	235,34	284,54	-329,59	104,37	-19%
% promjena	-3,4%	20,9%	-215,8%	-131,7%	
2. Pripisana manjinskom interesu	3,85	21,32	-29,21	4,33	31%
% promjena	158,2%	453,6%	-237,0%	-114,8%	
IZVJEŠTAJ O OSTALOJ SVEOBUHVAATNOJ DOBITI	-	-	-	-	
% promjena	-	-	-	-	
I. DOBIT ILI GUBITAK	239,19	305,85	-358,81	108,71	-18%
% promjena	-2,4%	27,9%	-217,3%	-130,3%	

⁴³ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

Najznačajnija godina u kojoj je bio pad je 2020. zbog utjecaja pojave virusa Covid-19 čija pandemija je prijetila cijelom svijetu i imala je značajan utjecaj na poslovni svijet a posebice u turizmu. Početak 2021. godine je bio i dalje pod izraženim utjecajem pandemije virusa Covid-19 i restrikcije putovanja, međutim u četvrtom tromjesečju 2021. godine zabilježena je normalizacija i pozitivan trend poslovanja. Ukupni prihodi grupe iznosili su cca. 1.644 milijuna kuna što je značajan porast u odnosu na 2020. godinu gdje su ukupni prihodi iznosili 675,61 milijuna kuna. Od toga najveći dio pripada prihodima od prodaje od 1.605,13 milijuna kuna (ugostiteljske usluge, usluge smještaja u poznatim turističkim destinacijama – brojni hoteli, ljetovališta, kamping ljetovališta, itd.).

Što se tiče troškova poslovanja nisu bilježili nikakav značajan prosječan godišnji rast. Materijalni troškovi i troškovi osoblja u 2021. godini zabilježili su značajan rast naspram 2020. godine iz razloga što je većina hotela i ljetovališta dobar dio 2020. godine bila zatvorena te su krenuli s radom tek u lipnju. Međutim poslovanje u 2020. godini bilo je oskudno zbog raznovrsnih restrikcija i ograničenja u cijelom svijetu zbog pandemije virusa Covid-19. Osim troškova osoblja u značajne troškove ubrajamo još i troškove amortizacije koji su u 2021. godini iznosili 507,34 milijuna kuna.

U 2021. godini ostvaren je značajan rast ukupnog prihoda od 141,1% u odnosu na 2020. godinu gdje je najveći utjecaj bio kao što je već navedeno prihod od prodaje.

Dobit ili gubitak Društva prije oporezivanja iznosila je 108,71 milijuna kuna u 2021. godini što je s prosječnim godišnjim padom od -19% u periodu od 2018. do 2021. godine.

Tablica 16: Vertikalna analiza RDG-a

Račun dobiti i gubitka (u HRKm)	2018	2019	2020	2021	Prosječan udio
I. POSLOVNI PRIHODI	1.982,74	2.207,68	675,61	1.644,01	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>
1. Prihodi od prodaje	1.961,41	2.139,32	642,48	1.605,13	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>98,9%</i>	<i>96,9%</i>	<i>95,1%</i>	<i>97,6%</i>	<i>97,1%</i>
2. Ostali prihodi	21,33	68,36	33,13	38,88	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,9%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,9%</i>
II. POSLOVNI RASHODI	1.700,49	1.913,83	1.070,38	1.507,03	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>85,8%</i>	<i>86,7%</i>	<i>158,4%</i>	<i>91,7%</i>	<i>105,6%</i>
2. Materijalni troškovi	551,75	609,25	254,64	458,26	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,6%</i>	<i>37,7%</i>	<i>27,9%</i>	<i>30,2%</i>
3. Troškovi osoblja	541,61	583,41	189,95	353,18	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>27,3%</i>	<i>26,4%</i>	<i>28,1%</i>	<i>21,5%</i>	<i>25,8%</i>
4. Amortizacija	410,52	474,51	496,44	507,34	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>73,5%</i>	<i>30,9%</i>	<i>36,6%</i>
5. Ostali troškovi	174,09	197,39	89,10	134,45	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,9%</i>	<i>13,2%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,8%</i>
6. Vrijednosna usklađenja	0,39	0,59	1,51	1,67	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>
7. Rezerviranja	7,13	8,83	28,71	40,31	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>2,5%</i>	<i>1,9%</i>
8. Ostali poslovni rashodi	14,99	39,85	10,02	11,83	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,5%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,2%</i>
III. FINACIJSKI PRIHODI	33,38	10,67	21,29	35,35	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,5%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,9%</i>
IV. FINACIJSKI RASHODI	57,42	72,53	125,93	71,26	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>18,6%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,3%</i>
IX. UKUPNI PRIHODI	2.016,12	2.218,83	696,90	1.679,91	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>101,7%</i>	<i>100,5%</i>	<i>103,2%</i>	<i>102,2%</i>	<i>101,9%</i>
X. UKUPNI RASHODI	1.758,04	1.986,36	1.197,95	1.578,43	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>88,7%</i>	<i>90,0%</i>	<i>177,3%</i>	<i>96,0%</i>	<i>113,0%</i>
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	258,08	232,47	-501,05	101,48	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>13,0%</i>	<i>10,5%</i>	<i>-74,2%</i>	<i>6,2%</i>	<i>-11,1%</i>
XII. POREZ NA DOBIT	18,89	-73,38	-142,24	-7,23	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>1,0%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-21,1%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-6,0%</i>
XIII. DOBIT ILI GUBITAK DODATAK RDG-u	239,19	305,85	-358,81	108,71	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>6,6%</i>	<i>-5,1%</i>
XIX. DOBIT ILI GUBITAK	239,19	305,85	-358,81	108,71	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>6,6%</i>	<i>-5,1%</i>
1. Pripisana imateljima kapitala matice	235,34	284,54	-329,59	104,37	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>-48,8%</i>	<i>6,3%</i>	<i>-4,4%</i>
2. Pripisana manjinskom interesu	3,85	21,32	-	4,33	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-4,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>-0,7%</i>
IZVJEŠTAJ O OSTALOJ SVEOBUHVATNOJ DOBITI	-	-	-	-	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
I. DOBIT ILI GUBITAK	239,19	305,85	-	108,71	
<i>% udio u poslovnim prihodima</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>6,6%</i>	<i>-5,1%</i>

Kod analiziranja pojedinih prosječnih udjela prihoda u ukupnim poslovnim prihodima kroz period od 2018. do 2021. godine možemo vidjeti da je najveći udio u poslovnim prihodima čini prihod od prodaje od 97,1%. Također je zanimljivo istaknuti da materijalni troškovi zauzimaju

značajan prosječan udio u poslovnim rashodima u iznosu 30,2%, te udio troškova osoblja u poslovnom rashodu iznosi 25,8%. Prosječan udio amortizacije u ukupnim poslovnim prihodima iznosi 36,6%. Društvo ima relativno visok udio amortizacije u prihodima zbog same prirode poslovanja te nekretninskog karaktera. Došlo je do povećanja udjela amortizacije u prihodima kroz promatrano razdoblje ponajviše zbog nestabilnih prihoda u promatranom razdoblju, dok je u apsolutnim iznosima amortizacija povećana u blagom ritmu.

Treba naglasiti kako se neto marža smanjila sa 12,1% na početku promatranog razdoblja na 6,6% u 2021. godini pod utjecajem pandemije virusa Covid-19 te održavanja slične razine materijalnih troškova i povećanja amortizacije u promatranom razdoblju.

4.2.3 Horizontalna analiza izvještaja o novčanom toku⁴⁴

Tablica 17: Horizontalna analiza izvještaja o novčanom toku

Izvještaj o novčanom tijeku (u HRK <u>m</u>)	2018	2019	2020	2021	Prosječan godišnji rast
Novčani tokovi od poslovnih aktivnosti					
1. Dobit prije oporezivanja	258	232	-501	101	-0,9
% promjena	8%	-10%	-316%	-120%	
2. Usklađenja:	469	523	628	577	-0,6
% promjena	18%	11%	20%	-8%	
a) Amortizacija	411	475	496	507	-0,6
% promjena	19%	16%	5%	2%	
b) Dobici i gubici od prodaje i vrijednosna usklađenja dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	6	-11	-3	2	-1,0
% promjena	-45%	-285%	-70%	-164%	
c) Dobici i gubici od prodaje i nerealizirani dobici i gubici i vrijednosno usklađenje financijske imovine	1	0	0	-13	14,7
% promjena	-628%	-87%	-100%	n/a	
d) Prihodi od kamata i dividendi	0	0	-1	0	-1,0
% promjena	-56%	25%	50%	-83%	
e) Rashodi od kamata	50	57	69	71	-0,6
% promjena	14%	14%	21%	4%	
f) Rezerviranja	23	-12	22	25	-0,4
% promjena	117%	-151%	-287%	13%	
g) Tečajne razlike (nerealizirane)	-29	5	42	-8	-0,9
% promjena	103%	-117%	761%	-119%	
h) Ostala usklađenja za nenovčane transakcije i nerealizirane dobitke i gubitke	7	9	2	-7	n/a
% promjena	n/a	29%	-75%	-399%	
I. Povećanje ili smanjenje novčanih tokova prije promjena u radnom kapitalu	727	755	127	679	-0,7
% promjena	14%	4%	-83%	436%	
3. Promjene u radnom kapitalu	-32	92	-133	1	-0,9
% promjena	-911%	-387%	-245%	-101%	
a) Povećanje ili smanjenje kratkoročnih obveza	6	74	-82	-23	0,9
% promjena	-323%	1051%	-211%	-73%	
b) Povećanje ili smanjenje kratkotrajnih potraživanja	-38	18	-47	20	-0,6
% promjena	-364%	-148%	-357%	-143%	
c) Povećanje ili smanjenje zaliha	-1	0	-5	4	-1,2
% promjena	-82%	-60%	1094%	-184%	
d) Ostala povećanja ili smanjenja radnog kapitala	0	0	0	0	-1,0
% promjena	-100%	n/a	n/a	n/a	
II. Novac iz poslovanja	695	847	-7	680	-0,7
% promjena	9%	22%	-101%	-10282%	
4. Novčani izdaci za kamate	-46	-57	-34	-71	-0,6
% promjena	7%	25%	-40%	106%	
5. Plaćeni porez na dobit	-8	-5	3	1	-1,0
% promjena	-225%	-36%	-165%	-80%	
A) NETO NOVČANI TOKOVI OD POSLOVNIH AKTIVNOSTI	641	785	-37	610	-0,7
% promjena	6%	23%	-105%	-1728%	
Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	n/a	
1. Novčani primici od prodaje dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	5	57	9	4	-0,7
% promjena	47%	1004%	-84%	-59%	
2. Novčani primici od prodaje financijskih instrumenata	0	1	0	0	-1,0
% promjena	-97%	2776%	-100%	n/a	

⁴⁴ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

3. Novčani primici od kamata	1	0	0	0	-1,0
% promjena	-6%	-51%	30%	-80%	
4. Novčani primici od dividendi	0	0	0	0	-1,0
% promjena	17%	33%	-100%	n/a	
5. Novčani primici s osnove povrata danih zajmova i štednih uloga	1	11	0	0	-1,0
% promjena	-92%	1046%	-97%	-31%	
6. Ostali novčani primici od investicijskih aktivnosti	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	n/a	
III. Ukupno novčani primici od investicijskih aktivnosti (AOP 021 do 026)	7	70	10	4	-0,9
% promjena	-60%	893%	-85%	-60%	
1. Novčani izdaci za kupnju dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	-730	-955	-596	-115	-1,0
% promjena	-18%	31%	-38%	-81%	
2. Novčani izdaci za stjecanje financijskih instrumenata	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	n/a	
3. Novčani izdaci s osnove danih zajmova i štednih uloga za razdoblje	0	-11	0	-43	0,0
% promjena	-98%	6032%	-98%	18845%	
4. Stjecanje ovisnog društva, umanjeno za stečeni novac	-171	0	0	0	-1,0
% promjena	2652%	-100%	n/a	n/a	
5. Ostali novčani izdaci od investicijskih aktivnosti	0	-48	0	-3	n/a
% promjena	n/a	n/a	-100%	n/a	
IV. Ukupno novčani izdaci od investicijskih aktivnosti	-901	-1013	-596	-161	-1,0
% promjena	-1%	12%	-41%	-73%	
B) NETO NOVČANI TOKOVI OD INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI	-894	-943	-586	-157	-1,0
% promjena	0%	5%	-38%	-73%	
Novčani tokovi od financijskih aktivnosti	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	n/a	
1. Novčani primici od povećanja temeljnog (upisanog) kapitala	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	n/a	
2. Novčani primici od izdavanja vlasničkih i dužničkih financijskih instrumenata	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	n/a	
3. Novčani primici od glavnice kredita, pozajmica i drugih posudbi	606	742	786	380	-0,8
% promjena	4%	23%	6%	-52%	
4. Ostali novčani primici od financijskih aktivnosti	0	329	3	339	n/a
% promjena	n/a	n/a	-99%	9890%	
V. Ukupno novčani primici od financijskih aktivnosti	606	1071	789	719	-0,7
% promjena	4%	77%	-26%	-9%	
1. Novčani izdaci za otplatu glavnice kredita, pozajmica i drugih posudbi i dužničkih financijskih instrumenata	-210	-451	-46	-718	0,0
% promjena	17%	115%	-90%	1460%	
2. Novčani izdaci za isplatu dividendi	-116	-130	0	0	-1,0
% promjena	18%	12%	-100%	n/a	
3. Novčani izdaci za financijski najam	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	6%	
4. Novčani izdaci za otkup vlastitih dionica i smanjenje temeljnog (upisanog) kapitala	-52	-39	0	0	n/a
% promjena	n/a	-24%	-100%	n/a	
5. Ostali novčani izdaci od financijskih aktivnosti	0	-4	-4	-4	n/a
% promjena	n/a	n/a	-14%	5%	
VI. Ukupno novčani izdaci od financijskih aktivnosti	-378	-624	-50	-722	-0,4
% promjena	36%	65%	-92%	1350%	
C) NETO NOVČANI TOKOVI OD FINANCIJSKIH AKTIVNOSTI	228	447	739	-4	-1,0
% promjena	-25%	96%	65%	-100%	

1. Nerealizirane tečajne razlike po novcu i novčanim ekvivalentima	0	0	0	0	n/a
% promjena	n/a	n/a	n/a	n/a	
D) NETO POVEĆANJE ILI SMANJENJE NOVČANIH TOKOVA	-26	288	116	449	7,5
% promjena	-297%	-1209%	-60%	288%	
E) NOVAC I NOVČANI EKVIVALENTI NA POČETKU RAZDOBLJA	288	262	550	666	-0,4
% promjena	5%	-9%	110%	21%	
F) NOVAC I NOVČANI EKVIVALENTI NA KRAJU RAZDOBLJA	262	550	666	1115	0,0
% promjena	-9%	110%	21%	67%	

Iz horizontalne analize novčanih tokova Društva vidljivo je kako se smanjenje novčanih tokova od poslovnih aktivnosti prije promjena u radnom kapitalu u razdoblju od 2018. do 2021. godine bazira na prosječnom godišnjem padu dobiti prije oporezivanja i povećanja amortizacije.

Najznačajnije promjene kod radnog kapitala odnose se na smanjenje kratkoročnih obveza u 2020. godini.

Neto novčani tok od poslovnih aktivnosti u periodu od 2018. do 2021. godine je padao po prosječnoj godišnjoj stopi od 0,7%. Došlo je do značajnog pada neto novčanih poslovnih tokova u 2020. godini zbog već navedenih razloga. Pad je najviše uzrokovan padom profitabilnosti poslovanja.

Društvo je do pojave pandemije virusa Covid-19 značajno investiralo u dugotrajnu imovinu. Investicijski ciklus je usporen u 2020./2021. što zbog otežanog poslovanja što zbog problema u izgradnji smještajnih kapaciteta.

Kod novčanih tokova financijskih aktivnosti bitno je napomenuti da je Društvo značajno kreditirano kroz godine. Kreditno financiranje je značajno usporeno u 2021. godini najviše zbog smanjenih kapitalnih ulaganja Društva. Novčani primici od glavnice kredita, pozajmica i drugih posudbi najviše su iznosili 2020. godine s 786 milijuna kuna, a znatno su pali 2021. na 380 milijuna kuna. Isto tako zanimljivo je što sama mogućnost kreditiranja uvelike pomaže Društvu u održavanju dostatne razine novca.

Zbog same volatilnosti poslovanja u promatranom razdoblju, vertikalnom analizom odnosno provedbom izračuna udjela primitaka i izdataka u novčanim tokovima se ne bi postigli rezultati iz kojih bi se mogao donijeti valjan pozitivan ili negativan zaključak te iz toga razloga ista u ovom radu nije ni prikazana.

4.3 Analiza poslovanja Društva financijskim pokazateljima

U slijedećim poglavljima analizirat će se predmetno poduzeće prema pojedinačnim financijskim pokazateljima te sustavima pokazatelja u razdoblju od 2018. do 2021. godine.

4.3.1 Analiza pokazatelja likvidnosti⁴⁵

Tablica 18: Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti					
Koeficijent trenutne likvidnosti	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI	261,8	550,1	665,9	1.115,3	
D) KRATKOROČNE OBVEZE	424,6	526,3	934,4	734,0	
Koeficijent trenutne likvidnosti	0,62	1,05	0,71	1,52	0,97
Koeficijent ubrzane likvidnosti	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Novac i potraživanje	306,9	591,9	706,1	1.153,6	
D) KRATKOROČNE OBVEZE	424,6	526,3	934,4	734,0	
Koeficijent ubrzane likvidnosti	0,72	1,12	0,76	1,57	1,04
Koeficijent tekuće likvidnosti	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	332,8	618,6	737,1	1.218,0	
D) KRATKOROČNE OBVEZE	424,6	526,3	934,4	734,0	
Koeficijent tekuće likvidnosti	0,78	1,18	0,79	1,66	1,10
Koeficijent financijske stabilnosti	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	5.310,9	5.856,4	6.087,2	5.671,8	
Kapital i rezerve i dugoročne obveze	5.040,1	5.765,9	5.731,2	5.925,6	
Koeficijent financijske stabilnosti	1,05	1,02	1,06	0,96	1,02

Pokazatelji likvidnosti mjere očekivanu sposobnost dospjelih obveza kroz tekuće poslovanje i oni su indikatori horizontalne financijske strukture.

Koeficijent ubrzane likvidnosti isključuje zalihe iz tekuće imovine prilikom izračuna zbog sličnog rezultata tekuće i ubrzane likvidnosti, jer zalihe Valamara nisu bitna stavka kratkotrajne imovine zbog samog poslovanja Društva.

Koeficijent tekuće likvidnosti ne bi trebao iznositi manje od dva, a iz tablice je vidljivo kako se koeficijenti za razdoblje od 2018. do 2021. godine kreću u prosjeku oko 1,10. Društvo bi prema tome trebalo raspolagati s najmanje dva puta više kratkotrajne imovine nego kratkoročnih obveza, što u slučaju poduzeća Valamar ne vrijedi. Od 2018. do 2020. godine su kratkoročne obveze bile veće ili umalo jednake kratkotrajnoj imovini. Tek 2021. godine se može reći da je Društvo skoro uspjelo u tome da raspolaže duplo većom kratkotrajnom imovinom u iznosu 1.218,0 milijuna kuna, dok kratkoročne obveze za istu godinu iznose 734,0 milijuna kuna.

Koeficijent financijske stabilnosti je u prosjeku od 2018. do 2021. godine iznosio 1,02, što ukazuje na deficit radnog kapitala i na to da poduzeće nema kvalitetne dugoročne izvore.

⁴⁵ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

4.3.2 Analiza pokazatelja zaduženosti⁴⁶

Tablica 19: Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelji zaduženosti					
Koeficijent zaduženosti	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Ukupne obveze	2.910,4	3.276,2	4.015,7	3.602,5	
E) UKUPNO AKTIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	
Koeficijent zaduženosti	0,51	0,50	0,58	0,52	0,53
Koeficijent vlastitog financiranja	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
A) KAPITAL I REZERVE	2.758,5	3.219,1	2.863,9	3.311,1	
E) UKUPNO AKTIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	
Koeficijent vlastitog financiranja	0,49	0,50	0,42	0,48	0,47
Koeficijent financiranja	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Ukupne obveze	2.910,4	3.276,2	4.015,7	3.602,5	
A) KAPITAL I REZERVE	2.758,5	3.219,1	2.863,9	3.311,1	
Koeficijent financiranja	1,06	1,02	1,40	1,09	1,14
Pokriće troškova kamata	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Zarade prije kamata i poreza	3.683,2	4.121,5	1.746,0	3.151,0	
3. Rashodi s osnove kamata i slični rashodi	48,5	55,0	63,1	66,3	
Pokriće troškova kamata	76,00	74,91	27,69	47,56	56,54
Faktor zaduženosti	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Ukupne obveze	2.910,4	3.276,2	4.015,7	3.602,5	
Zadržana dobit + amortizacija	1.169,7	1.379,2	1.708,8	1.402,7	
Faktor zaduženosti	2,49	2,38	2,35	2,57	2,45
Stupanj pokrića I	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
A) KAPITAL I REZERVE	2.758,5	3.219,1	2.863,9	3.311,1	
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	5.310,9	5.856,4	6.087,2	5.671,8	
Stupanj pokrića I	0,52	0,55	0,47	0,58	0,53
Stupanj pokrića II	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Kapital i rezerve + dugoročne obveze	5.040,1	5.765,9	5.731,2	5.925,6	
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	5.310,9	5.856,4	6.087,2	5.671,8	
Stupanj pokrića II	0,95	0,98	0,94	1,04	0,98

⁴⁶ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

Ovi pokazatelji izražavaju zaduženost tvrtke u stupnju zaduženosti te odnos duga i glavnice. Koeficijent zaduženosti nam pokazuje koliko poduzeće ukupni dio imovine financira iz tuđih izvora te što je zaduženost veća time je i veći rizik poslovanja poduzeća. Prema konzervativnom načelu ukupne obveze ne bi trebale biti veće od vlasničke glavnice. Zaduzenost Društva Valamar u promatranom razdoblju od 2018. do 2021. godine kreće se okvirno oko 0,53 što se smatra stabilnom razinom.

Granična vrijednost pokrića troškova kamata je jedan, a Valamarov prosjek u navedenom razdoblju je oko 56,54 što je odličan rezultat.

Kod stupnjeva pokrića analizira se pokriće dugotrajne imovine glavnicom odnosno glavnicom uvećanom za dugoročne obveze.⁴⁷ Nakon što bilježe pad u 2020. godini, u 2021. su oba pokazatelja rasla.

⁴⁷ Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRiF, Zagreb, 2017., str. 50

4.3.3 Analiza pokazatelja aktivnosti⁴⁸

Tablica 20: Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti					
Koeficijent obrta ukupne imovine	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
I. POSLOVNI PRIHODI	1.982,7	2.207,7	675,6	1.644,0	
E) UKUPNO AKTIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	
Koeficijent obrta ukupne imovine	0,35	0,34	0,10	0,24	0,26
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
I. POSLOVNI PRIHODI	1.982,7	2.207,7	675,6	1.644,0	
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	332,8	618,6	737,1	1.218,0	
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	5,96	3,57	0,92	1,35	2,95
Koeficijent obrta potraživanja	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
1. Prihodi od prodaje	1.961,4	2.139,3	642,5	1.605,1	
II. POTRAŽIVANJA	45,0	41,8	40,2	38,4	
Koeficijent obrta potraživanja	43,54	51,21	15,99	41,81	38,14
Trajanje naplate potraživanja	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Broj dana u godini	365	365	365	365	
Koeficijent obrta potraživanja	43,54	51,21	15,99	41,81	
Trajanje naplate potraživanja	8,38	7,13	22,83	8,73	11,77
Koeficijent obrta zaliha	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Broj dana u godini	365	365	365	365	
I. ZALIHE	25,45	25,83	30,34	26,31	
2. Materijalni troškovi	551,75	609,25	254,64	458,26	
Koeficijent obrta zaliha	21,68	23,59	8,39	17,42	17,77
Dani zaliha	17	15	43	21	

Pokazatelji aktivnosti ukazuju na brzinu cirkulacije sredstava i dijelova imovine te na učinkovitost korištenja sredstava u poslovnim procesima. Koeficijent obrta ukupne imovine kroz razdoblje od 2018. do 2019. godine je više manje na istoj razini, međutim u 2020. godini bilježi značajan pad na 0,10 te ponovno raste u 2021. godini.

Koeficijent obrta kratkotrajne imovine i koeficijent obrta potraživanja značajno su pali u 2020. godini u odnosu na prethodne godine, te 2021. bilježe značajan porast. U navedenom razdoblju koeficijenti su ponajviše pod utjecajem kretanja poslovnih prihoda.

⁴⁸ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

Trajanje naplate potraživanja je naglo poraslo u 2020. godini što opet možemo pretpostaviti da je posljedica pandemije virusa Covid-19, no 2021. se poboljšava i vraća u skoro prvobitno stanje.

Poželjno je da koeficijent obrtaja zaliha, koji mjeri koliko su se puta prodale zalihe tijekom jedne godine, bude što veći broj dok je za dane vezivanja zaliha, koje pokazuju prosječan broj dana koliko je potrebno za prodaju zaliha, poželjno da bude što niži. Kroz promatrano razdoblje vidljivo je kako su dani vezivanja zaliha u 2020. godini naglo porasli, što znači da se društvo sporo rješavalo zaliha i da je koeficijent obrtaja ostvario značajan pad. Pad poslovanja i nemogućnost efikasnog rješavanja zaliha rezultat je pada broja gostiju. Bitno je naglasiti da same zalihe Društva nisu značajna kategorija zbog samog karaktera poslovanja Društva.

4.3.4 Analiza pokazatelja ekonomičnosti⁴⁹

Tablica 21: Pokazatelji ekonomičnosti

Pokazatelji ekonomičnosti					
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Ukupni prihodi	2.016,1	2.218,4	696,9	1.679,4	
Ukupni rashodi	1.757,9	1.986,4	1.196,3	1.578,3	
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,15	1,12	0,58	1,06	0,98
Ekonomičnost poslovnih aktivnosti	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
I. POSLOVNI PRIHODI	1.982,7	2.207,7	675,6	1.644,0	
II. POSLOVNI RASHODI	1.700,5	1.913,8	1.070,4	1.507,0	
Ekonomičnost poslovnih aktivnosti	1,17	1,15	0,63	1,09	1,01
Ekonomičnost financiranja	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
III. FINANCIJSKI PRIHODI	33,4	10,7	21,3	35,4	
IV. FINANCIJSKI RASHODI	57,4	72,5	125,9	71,3	
Ekonomičnost financiranja	0,58	0,15	0,17	0,50	0,35

Pokazatelji ekonomičnosti prikazuju nam koliko je poduzeće jedinica prihoda ostvarilo na jednu jedinicu rashoda to jest daju nam omjer prihoda i rashoda, kao što je već ranije navedeno.

Granična vrijednost ovoga pokazatelja je jedan te je tendencija svakog poduzeća da isti bude što veći. Društvo Valamar u razdoblju od 2018. do 2021. godine u prosjeku je oko koeficijenta 0,98 što se tiče ekonomičnosti ukupnog poslovanja, što je ispod zadanih granica. Valamar je u 2018., 2019. i 2021. godini imao pozitivan pokazatelj ukupne ekonomičnosti te je sam godišnji prosjek najviše narušen 2020.-om.

⁴⁹ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

Kroz vremenski interval od 2018. do 2021. godine najveći dio prihoda snose poslovni prihodi, a najveću komponentu rashoda čine materijalni troškovi, troškovi osoblja i amortizacija. Važno je istaknuti kako samo u 2020. godini rashodi nadmašuju prihode i to skoro za dvostruko.

Ekonomičnost poslovnih aktivnosti kreće se slično u navedenom razdoblju u prosjeku oko 1,01 dok je kod ekonomičnosti financiranja vidljiv pad u 2019. i 2020. godini, te naglo raste ponovno 2021. na oko 0,50.

4.3.5 Analiza pokazatelja profitabilnosti⁵⁰

Tablica 22: Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti					
Neto marža profita	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Neto dobit + rashodi od kamata	287,6	360,9	-295,7	175,0	
Ukupni prihodi	2.016,1	2.218,4	696,9	1.679,4	
Neto marža profita	14,27%	16,27%	-42,44%	10,42%	-0,37%
Bruto marža profita	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	258,1	232,5	-501,0	101,5	
Ukupni prihodi	2.016,1	2.218,4	696,9	1.679,4	
Bruto marža profita	12,80%	10,48%	-71,90%	6,04%	-10,64%
Neto rentabilnost imovine	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Neto dobit + rashodi od kamata	287,6	360,9	-295,7	175,0	
E) UKUPNO AKTIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	
Neto rentabilnost imovine	5,07%	5,56%	-4,30%	2,53%	2,22%
Bruto rentabilnost imovine	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	258,1	232,5	-501,0	101,5	
E) UKUPNO AKTIVA	5.668,9	6.495,3	6.879,6	6.913,5	
Bruto rentabilnost imovine	4,55%	3,58%	-7,28%	1,47%	0,58%
Rentabilnost vlastitog kapitala	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Neto dobit ili gubitak	239,2	305,9	-358,8	108,7	
A) KAPITAL I REZERVE	2.758,5	3.219,1	2.863,9	3.311,1	
Rentabilnost vlastitog kapitala	8,67%	9,50%	-12,53%	3,28%	2,23%
EBITDA marža	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
EBITDA	692,8	768,4	101,7	644,3	
I. POSLOVNI PRIHODI	1.982,7	2.207,7	675,6	1.644,0	
EBITDA marža	34,94%	34,80%	15,05%	39,19%	31,00%

Učinkovito upravljanje troškovima u promatranom periodu reflektira se u stabilnoj profitabilnosti Društva čija je prosječna EBITDA marža 31%.

Prosječna neto marža Društva u periodu od 2018. do 2021. iznosi -0.37% a najznačajnije smanjenje bilježi se u 2020. godini sa -42,44% zbog snažnog pada ukupnih prihoda oko 696,9

⁵⁰ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

milijuna kuna koji tada iznose skoro duplo manje od ukupnih rashoda te neto dobiti odnosno gubitka od -358,8 milijuna kuna. Navedene stavke bilježe značajan rast u 2021. godini što je ujedno i uzrok povećanja neto marže Valamara.

Pokazatelji rentabilnosti ukupne imovine predstavljaju sposobnost ostvarivanja povrata za vlasnike svih oblika izvora financiranja imovine te za društvo Valamar oba pokazatelja u 2020. godini naglo padaju zbog gubitka prije oporezivanja i neto gubitka. Potom se 2021. izuzetno dobro ispravljaju.

Rentabilnost vlastitog kapitala ocjenjuje sposobnost poduzeća u ostvarivanju povrata za vlasnike vlastitog kapitala te je istu također koštao značajan pad neto dobiti odnosno gubitka u 2020. godini.

4.3.6 Analiza pokazatelja investiranja⁵¹

Tablica 23: Pokazatelji investiranja

Pokazatelji investiranja					
Dobit po dionici (EPS)	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Neto dobit pripisana imateljima kapitala matice	235,6	283,7	-329,7	104,5	
Ponderirani prosječni broj dionica (u milijunima)	126,0	126,0	121,9	121,9	
Dobit po dionici (EPS)	1,87	2,25	-2,70	0,86	0,57
Dividenda po dionici (DPS)	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
2. Novčani izdaci za isplatu dividendi	-116,4	-130,2	0,0	0,0	
Ponderirani prosječni broj dionica (u milijunima)	126,0	126,0	121,9	121,9	
Dividenda po dionici (DPS)	0,92	1,03	0,00	0,00	0,49
Odnos isplate dividende (DPR)	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Dividenda po dionici (DPS)	0,9	1,0	0,0	0,0	
Dobit po dionici (EPS)	1,9	2,3	-2,7	0,9	
Odnos isplate dividende (DPR)	49%	46%	0%	0%	24%
Odnos cijene i dobiti po dionici (P/E)	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Cijena po dionici na zadnji dan u godini	36,7	39,0	29,6	33,0	
Dobit po dionici (EPS)	1,9	2,3	-2,7	0,9	
Odnos cijene i dobiti po dionici (P/E)	19,63	17,33	-10,94	38,51	16,13
Ukupna rentabilnost dionice	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Dobit po dionici (EPS)	1,9	2,3	-2,7	0,9	
Cijena po dionici na zadnji dan u godini	36,7	39,0	29,6	33,0	
Ukupna rentabilnost dionice	5,09%	5,77%	-9,14%	2,60%	1,08%
Dividendna rentabilnost dionice	2018	2019	2020	2021	Prosjek (2018-2021)
Dividenda po dionici (DPS)	0,9	1,0	0,0	0,0	
Cijena po dionici na zadnji dan u godini	36,7	39,0	29,6	33,0	
Dividendna rentabilnost dionice	2,52%	2,65%	0,00%	0,00%	1,29%

⁵¹ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

Zarade od dionica su pokazatelj profitne učinkovitosti dionica te je u navedenom razdoblju prosjek dobiti oko 0,57. Značajni pad nastao je u 2020. godini što je uzrokovano smanjenjem ukupnih prihoda. Društvo se u 2021. godini još nije vratilo na pred-Covid razinu.

Tijekom 2021. godine najviša postignuta cijena dionice u redovnom trgovanju uređenog tržišta je iznosila 33,20 kuna, a najniža 26,50 kuna. S ukupnim prometom od 182,0 milijuna kuna, dionica Valamar Riviera je bila treća dionica na Zagrebačkoj burzi po visini redovnog prometa tijekom 2021. godine. Na dan 31.12.2021. godine Društvo drži 4.139.635 vlastitih dionica što čini 3,28% temeljnog kapitala.⁵²

Društvo je isplaćivalo dividendu u pred-Covid razdoblju dok je u 2020./2021. stopiralo isplatu dividende zbog očuvanja novčanih tokova.

Odnos isplate dividende prikaz je u kakvom su omjeru dividende po dionici i dobit po dionici što za društvo Valamar u 2018. i 2019. godini iznosi oko 46%, a u 2020. i 2021. godini iznosi 0 jer Društvo nije isplaćivalo dividende.

Koliko je tržišna cijena veća od dobiti po dionici vidi se iz odnosa cijene i dobiti po dionici, što je važna mjera za investitore na tržištu. Iz tablice je vidljivo kako taj omjer u 2020. godini iznosi -10,94 zbog negativne dobiti po dionici, dok se u ostalim razdobljima kreće slično te odnos cijene i dobiti iznosi u prosjeku oko 16,3.

Slika 11: Pregled 10 najvećih dioničara društva Valamar

VALAMAR RIVIERA D.D./REDOVNA DIONICA RIVP-R-A						
	Vlasnik/nositelj računa/Suovlaštenik/imatelj VP	Stanje	Vrijednost	Valuta	[%]	Vrsta računa
1.	GOLDSCHIEDER KERAMIK GESELLSCHAFT M.B.H. (93917247170)	25.017.698,0000	112.079.287,04	EUR	19,85	Osnovni račun
2.	WURMBOCK BETEILIGUNGS GMBH (27318626442)	25.017.698,0000	112.079.287,04	EUR	19,85	Osnovni račun
3.	SATIS D.O.O. (23664516734)	6.610.048,0000	29.613.015,04	EUR	5,24	Osnovni račun
4.	RAIFFEISENBANK AUSTRIA D.D. (53056966535)	5.593.000,0000	25.056.640,00	EUR	4,44	Skrb. račun
5.	VALAMAR RIVIERA D.D. (36201212847) (1/1)	4.139.635,0000	18.545.564,80	EUR	3,28	Osnovni račun
6.	OTP BANKA D.D. (52508873833)/AZ OMF KATEGORIJE B (59318506371)	2.895.219,0000	12.970.581,12	EUR	2,30	Skrb. račun
7.	ENITOR D.O.O. (84378736529)	2.720.950,0000	12.189.856,00	EUR	2,16	Osnovni račun
8.	CERP (38083028711)	2.038.421,0000	9.132.126,08	EUR	1,62	Osnovni račun
9.	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D. (02535697732)	1.694.451,0000	7.591.140,48	EUR	1,34	Skrb. račun
10.	OTP BANKA D.D. (52508873833)/ERSTE PLAVI OMF KATEGORIJE B (37688683890)	1.519.010,0000	6.805.164,80	EUR	1,21	Skrb. račun
	Ukupno:	77.246.130,0000	346.062.662,40		61,29	

Izvor: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1:9507289477887>, datum pristupa: 28.3.2023.

⁵² Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

4.3.7 Analiza prema Altmanovom Z-score modelu⁵³

Kao što je već spomenuto kod podjele financijskih pokazatelja poduzeća, Altmanov Z-score model je sintetički odnosno zbrojni pokazatelj. Takvi se koriste radi lakšeg sagledavanja cjelokupnog „zdravstvenog“ stanja poslovanja analiziranog poduzeća. Altmanov Z-score je pokazatelj koji ima mogućnost predvidjeti stečaj poduzeća u roku jedne do dvije godine.

U slučaju Valamar upotrijebljen je B-model Altmanovog Z-score-a za ne-proizvodna odnosno uslužna poduzeća.

Tablica 24: Analiza prema Altmanovom Z-score modelu

NAZIV POKAZATELJA	2018.	2019.	2020.	2021.
x ₁	-0,0162	0,0142	-0,0287	0,0700
x ₂	0,1197	0,1248	0,0705	0,0854
x ₃	0,0498	0,0452	-0,0574	0,0198
x ₄	0,9734	1,0064	0,7263	0,9421
Altman Z-score pokazatelj	1,6404	1,8607	0,4186	1,8601

Izvor: izrada autora

Analizirajući dobivene podatke i usporedbom s graničnim vrijednostima Altmanovog Z-score pokazatelja iz tablice 8 da se zaključiti kako je poduzeće u financijskim teškoćama te da postoji vrlo velik rizik od stečaja. Prema navedenoj analizi rezultati za 2018., 2019. i 2021. godinu predviđaju stečaj u roku dvije godine, dok rezultat za godinu 2020. ukazuje na vjerojatnost stečaja veću od 95%.

4.3.8 Analiza prema Kralicekovom DF modelu⁵⁴

Kralicekov DF model također je sintetički pokazatelj s istom ulogom ali drugačijom metodom, odnosno isti služi za identifikaciju krize u poduzeću.

Tablica 25: Analiza prema Kralicekovom DF modelu

NAZIV POKAZATELJA	2018.	2019.	2020.	2021.
x ₁	-0,0096	0,0938	0,0305	0,1342
x ₂	2,0948	2,1135	1,8096	2,0647
x ₃	0,0498	0,0452	-0,0574	0,0198
x ₄	0,1400	0,1324	-0,5665	0,0815
x ₅	0,0126	0,0116	0,0435	0,0157
x ₆	0,3498	0,3399	0,0982	0,2378
Kralicekov DF pokazatelj	1,3898	1,4619	-3,1928	1,0007

Izvor: izrada autora

⁵³ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

⁵⁴ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

Usporedbom podataka prema tablici 10 gdje su navedene vrijednosti DF pokazatelja s pripadajućom ocjenom financijske stabilnosti vidljivo je kako je poduzeće 2018., 2019. te opet 2021. godine pripadalo kategoriji poduzeća s osrednjom financijskom stabilnošću, dok je 2020. bilježilo pad i sa vrijednosti pokazatelja od -3,1928 pripadalo poduzećima s izrazitom insolventnosti. Ovakvi financijski rezultati ne bi trebali biti iznenađujući, obzirom da je 2020. godina bila kobna za poslovanje cijelog svijeta, a izrazito za turizam, radi pandemije virusa Covid-19.

4.3.9 Analiza prema BEX sustavu pokazatelja⁵⁵

BEX indeks, također sintetički odnosno zbrojni pokazatelj, ocjenjuje izvrsnost poslovanja analiziranog poduzeća.

Tablica 26: Analiza prema BEX sustavu pokazatelja

NAZIV POKAZATELJA	2018.	2019.	2020.	2021.
ex ₁	0,0498	0,0452	-0,0574	0,0198
ex ₂	1,0731	1,2103	-1,9364	0,4657
ex ₃	-0,0162	0,0142	-0,0287	0,0700
ex ₄	1,2004	1,2696	0,1810	0,9199
BEX indeks	1,0175	1,1217	-1,0907	0,5787

Izvor: izrada autora

Prema tablici 12 u kojoj su iskazane vrijednosti BEX sustava vidljivo je kako dobivene vrijednosti za 2018. i 2019. godinu prikazuju izvrsno poslovanje, dok rezultat za 2020. ukazuje na ugroženu egzistenciju, što je posljedica pandemije Covid-19 virusa. Vidljiv je napredak u 2019. godini međutim koeficijent društva Valamar nadalje je u intervalu koji ukazuje na potrebna unapređenja.

⁵⁵ Godišnje izvješće Valamar Riviera d.d. za 2017.-2021. godinu, dostupno na: www.zse.hr, datum pristupa: 10.02.2023.

5. ZAKLJUČAK

Kroz financijske izvještaje ocjenjuje se financijski položaj poduzeća i njihova uspješnost poslovanja. Sami financijski izvještaji nemaju dovoljno detaljnih podataka te stoga predstavljaju temelj za analizu financijskih izvještaja, koja je potrebna radi evaluacije financijske stabilnosti i poslovne uspješnosti poduzeća, ali i mogućim rizicima odnosno problemima. Analiza financijskih izvještaja služi dakle sagledavanju cjelokupnog poslovanja poduzeća i njegovog „zdravstvenog“ stanja radi donošenje ispravnih poslovnih odluka i kontinuiranog poboljšanja poslovanja.

Predmet ovog diplomskog rada je analiza konsolidiranih godišnjih financijskih izvještaja društva Valamar Riviera d.d. za razdoblje od 2018. do 2021. godine. Ista je provedena na temelju horizontalne i vertikalne analize bilance, RDG-a i novčanog toka Društva, te analiza financijskih pokazatelja.

Rezultati horizontalne analize bilance pokazuju prosječan godišnji rast od 8,5% aktive Društva u navedenom razdoblju. Aktiva je 2021. godine rasla što je uzrokovano značajnim povećanjem kratkotrajne imovine. Vertikalna analiza bilance daje uvid u udjele u ukupnoj aktivi, gdje je vidljivo da kroz promatrano razdoblje najveću udio ima dugotrajna imovina, točnije materijalna imovina koja čini u prosjeku 83,4%.

Iz horizontalne analize RDG-a da se uočiti kako je ostvarivanje prihoda teklo prema očekivanjima sve do 2020. godine kada je nastupila kriza zbog pandemije virusa Covid-19 te su iste godine prihodi bilježili značajno smanjenje iz razloga što je glavni prihod poduzeća upravo prihod od prodaje. Zbog situacije nastale prijetnjom Covid-19 prema odlukama stožera RH donesena su pravila o nužnom socijalnom distanciranju, a restrikcije oko putovanja postojale su diljem svijeta čime je bilo otežano kretanje unutar samih država, a posebno izvan granica što je i donijelo podjelu zemalja na rizične, manje rizične i nerizične. Obzirom da je Republika Hrvatska često bila u „crvenoj“ zoni, dakle kategorizirana pod rizične zemlje, da se zaključiti zašto je hrvatski turizam općenito doživio pad pa tako i poslovanje Valamara. Uz mnogo truda i prilagodbi situaciji te inovativnosti poduzeća uspješno je prebrođena kriza te se već u 2021. godini bilježi blagi oporavak te je ostvaren značajan rast ukupnog prihoda od 141,1%. Vertikalna analiza RDG-a nam pruža sada već poznatu informaciju, naime najveći udio u ukupnim poslovnim приходima u razdoblju od 2018. do 2021. godine čine prihodi od prodaje i to 97,1%.

Horizontalna analiza novčanog toka također je provedena u ovome radu, međutim proučavanjem iste i općenito drugih financijskih analiza uočeno je kako se horizontalna i vertikalna analiza novčanog toka pretjerano i ne koriste. Razlog tome je što novčani tok zna biti volatilniji te jedne godine može obuhvaćati pozitivne a druge godine negativne vrijednosti. Prema tome se iz navedenih analiza novčanog toka ne može doći do značajnih odnosno smislenih zaključaka nekog prosjeka ili kretanja kroz odabrano razdoblje.

Prema izračunatim financijskim pokazateljima može se zaključiti da poduzeće ne raspolaže dobrom likvidnošću te mu je financijska stabilnost također iznad zadanih vrijednosti. Pokazatelji zaduženosti daju nam informaciju kako se poduzeće otprilike podjednako financira

vlastitim i tuđim kapitalom, te da je poduzeće sposobno pokriti svoje kamate ostvarenim zaradama. Koeficijenti pokazatelja aktivnosti su u zadovoljavajućim granicama, s time da bi bilo poželjno da su koeficijent obrta ukupne i kratkotrajne imovine veći. Pokazatelji ekonomičnosti poduzeća prikazuju prilično lošu sliku obzirom da se svi koeficijentu kreću oko same granične vrijednosti, dok je za navedeno razdoblje ekonomičnost ukupnog poslovanja čak ispod granice s prosjekom od 0,98 na što je najviše utjecao pad ukupnih prihoda u 2020. godini. Stabilna profitabilnost poduzeća iskazana je kroz Ebitda maržu koja u prosjeku iznosi 31%, međutim rentabilnost vlastitog kapitala relativno je niska čiji je dodatan pad uzrokovan također u 2020. godini kada je iznosila -12,53%. Kod pokazatelja investiranja vidljivo je kako dividenda po dionici vrlo niska zbog visokih novčanih izdataka za isplatu dividendi te je ista pala na 0 i tako ostala i tijekom 2021.godine, iz istih razloga je i odnos isplate dividendi također na 0. Odnos cijene i dobiti po dionici od velike je važnosti za sve investitore na tržištu, te njegov prosječni koeficijent za analizirano razdoblje iznosi 16,3, s time da je 2020. iznosio -10,94 a najviši je bio 2021. s koeficijentom 38,51.

Temeljem analize prema Altmanovom Z-score pokazatelju može se zaključiti da poduzeće ima financijskih teškoća te da postoji rizik prijetnje od stečaja, dok je financijska stabilnost poduzeća prema Kralicekovom DF pokazatelju za 2018., 2019. i 2021. godinu kategorizirana kao osrednja, a 2020. je s vrijednosti pokazatelja od -3,1928 pripadalo poduzećima s izrazitom insolventnosti. Promatrajući BEX sustav pokazatelja vidljiva je solidna financijska stabilnost no isti ukazuju na potrebna unapređenja.

Naposljetku, analizom financijskih izvještaja društva Valamar Riviera d.d. možemo zaključiti kako jaka tržišna pozicija i uspješno poslovanje ne znače nužno i financijska stabilnost i ekonomičnost poslovanja. Valamar kroz analizirano razdoblje posluje uspješno i ostvaruje dobit uz značajne padove u 2020. godini, koji su više manje korigirani 2021. Međutim ima visoke poslovne rashode, a najveći udio snose materijalni troškovi, trošak osoblja i amortizacija. Za poduzeće trenutno ne postoji rizik nesolventnosti ili prezaduženosti.

U konačnici, financijska stabilnost Valamara možda je narušena u razdoblju 2020. do 2021. godine povodom pandemije virusa Covid-19, ali analizom financijskih izvještaja i njihovom pravilnom primjenom i međuzavisnim sagledavanjem može se doći do srži problematike te pravovremeno reagirati na novonastale izazove u svrhu očuvanja kvalitete poslovanja poduzeća i njegovog kontinuiranog poboljšanja.

Popis slika

Slika 1: Temeljni financijski izvještaji – str. 2

Slika 2: Struktura bilance – str. 4

Slika 3: Utvrđivanje i raspodjela dobiti – str. 5

Slika 4: Izvještaj o zadržanoj dobiti – str. 8

Slika 5: Temeljni instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja – str. 10

Slika 6: Povezanost pokazatelja analize financijskih izvještaja i temeljnih kriterija dobrog poslovanja – str. 12

Slika 7: Osnovno i prošireno Du Pontovo stablo – str. 19

Slika 8: Du Pontov sustav pokazatelja (neto rentabilnost ukupne imovine) – str. 19

Slika 9: Pregled hotela i ljetovališta društva Valamar Riviera d.d. – str. 27

Slika 10: Turistički portfelj Valamar Grupe – str. 28

Slika 11: Pregled 10 najvećih dioničara društva Valamar – str. 50

Popis tablica

Tablica 1: Pokazatelji likvidnosti – str. 13

Tablica 2: Pokazatelji zaduženosti – str. 14

Tablica 3: Pokazatelji aktivnosti – str. 15

Tablica 4: Pokazatelji ekonomičnosti – str.16

Tablica 5: Pokazatelji profitabilnosti – str. 17

Tablica 6: Pokazatelji investiranja – str. 18

Tablica 7: Altmanov Z-score model – str. 21

Tablica 8: Determinirane granice ocjene za Altmanov Z-score – str. 22

Tablica 9: Kralicekov DF pokazatelj – str. 23

Tablica 10: Vrijednosti DF pokazatelja s pripadajućom ocjenom financijske stabilnosti – str. 23

Tablica 11: BEX sustav pokazatelja – str. 24

Tablica 12: Vrijednosti BEX sustava pokazatelja – str. 25

Tablica 13: Horizontalna analiza bilance – str. 29

Tablica 14: Vertikalna analiza bilance – str. 32

Tablica 15: Horizontalna analiza RDG-a – str. 34

Tablica 16: Vertikalna analiza RDG-a – str. 36

Tablica 17: Horizontalna analiza izvještaja o novčanom toku – str. 38

Tablica 18: Pokazatelji likvidnosti – str. 41

Tablica 19: Pokazatelji zaduženosti – str. 42

Tablica 20: Pokazatelji aktivnosti – str. 44

Tablica 21: Pokazatelji ekonomičnosti – str. 45

Tablica 22: Pokazatelji profitabilnosti – str. 47

Tablica 23: Pokazatelji investiranja – str. 49

Tablica 24: Analiza prema Altmanovom Z-score modelu – str. 51

Tablica 25: Analiza prema Kralicekovom DF modelu – str. 51

Tablica 26: Analiza prema BEX sustavu pokazatelja – str. 52

Popis literature

- Abramović K. i sur.: Primjena hrvatskih standarda financijskog izvještavanja – s poreznim propisima, HZRiF, Zagreb, 2008.
- Belak, V.: Analiza poslovne uspješnosti, RRiF Plus, Zagreb, 2014.
- Kopal, R., doc. dr. sc., Korkut D.: Analitički menadžment, EFFECTUS studij financije i pravo – visoko učilište, Poslovno učilište EFFECTUS, Zagreb, 2020., str. 605
- Očko J., Švigir A.: Kontroling – upravljanje iz backstagea, Knjiga print d.o.o., Zagreb, 2009.
- Žager K., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Ježovita A., Žager L.: Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje, HZRiF, Zagreb, 2017.
- Žager K., Tušek B., Mamić Sačer I., Sever Mališ S., Žager L.: Računovodstvo I: računovodstvo za neračunovođe, HZRiF, Zagreb, 2016.
- Kereta J., Barišić D.: Predviđanje predstečaja odabranog poduzeća temeljem izračuna altmanovog Z-score pokazatelja i BEX pokazatelja, Obrazovanje za poduzetništvo - E4E Vol. 9, No. 2, 2019., str. 20 – 34
- Pavić I.: Analiza učinaka promjena u međunarodnim standardima financijskoga izvještavanja na usporedivost i dosljednost financijskih izvještaja, EKONOMSKI PREGLED, 71 (4), 2020., str. 331 – 357
- Rep, A.: Notes to the Financial Statements: Current State and Improvement, Business Systems Research, vol. 12 (2), 2021., str. 60 – 78
- Tintor, Ž.: Važnost revizije kao pokazatelja kvalitete financijskih izvještaja, Obrazovanje za poduzetništvo - E4E Vol. 9, No. 2, 2019., str. 140 – 153
- Tintor, Ž.: Analiza financijskih izvještaja u funkciji donošenja kvalitetnijih upravljačkih odluka, Obrazovanje za poduzetništvo - E4E Vol. 10, No. 1, 2020., str. 84 – 103
- Šestanović, d.s.A. i Vučenović, struč.spec.oec., J.: Zbirni financijski pokazatelji kao indikatori kriza unutar trgovačkih društava, FIP - Financije i pravo, 8 (1), 2020., str. 109 – 122
- Šestanović, A., Tomić, B. i Pušar Banović, D.: Interdependence of profitability and liquidity using the panel var model, Ekonomski pregled, 72 (6), 2021., str. 894 – 919
- Zenzerović, R., Valić-Vale M.: "Diagnosing companies in financial difficulty based on the auditor's report." Croatian Operational Research Review, vol. 7 (1), 2016., str. 147 – 158
- Zakon o trgovačkim društvima NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, <https://www.zakon.hr/z/546/Zakon-o-trgova%C4%8Dkim-dru%C5%A1tvima>

- Analiza financijskih izvještaja – osnove financijskih izvještaja, materijali s predavanja, dr.sc. Aljoša Šestanović, CFA
- Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2018., <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/migrated/financials/RIVP-fin2018-1Y-REV-K-HR.pdf>
- Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2019., <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/migrated/financials/RIVP-fin2019-1Y-REV-K-HR.pdf>
- Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2020., <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/RIVP/FI-RIVP-735dc6e06b3473246567ae33f6cc7cc1.pdf>
- Valamar Riviera dioničko društvo za turizam (RIVP), Godišnje izvješće za 2021., <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/RIVP/FI-RIVP-2f46cbcbd6b7407bac313aa9933f0f1b.pdf>
- <https://plaviured.hr/kakva-je-struktura-bilance/>
- https://www.pc-ljubescica.eu/wp-content/uploads/2021/01/godisnji_plan_poslovanja_2021.pdf
- <https://hrcak.srce.hr/file/300142>
- <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/povijest/#image-3>
- <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/misija-vizija-i-temeljne-vrijednosti/>
- <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1:9507289477887>