

# Analiza uspješnosti akvizicije poduzeća Istraturist d.d. od strane Plave lagune d.d.

---

Sesar, Andrea

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:608455>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-20**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Analiza i poslovno planiranje**

**ANALIZA USPJEŠNOSTI AKVIZICIJE PODUZEĆA  
ISTRATURIST D.D. OD STRANE PLAVE LAGUNE D.D.**

Diplomski rad

**Andrea Sesar**

**Zagreb, rujan 2020.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Analiza i poslovno planiranje**

**ANALIZA USPJEŠNOSTI AKVIZICIJE PODUZEĆA  
ISTRATURIST D.D. OD STRANE PLAVE LAGUNE D.D.**

**ACQUISITION ANALYSIS IN THE CROATIAN TOURISM  
SECTOR – CASE OF ISTRATURIST D.D AND PLAVA  
LAGUNA D.D.**

Diplomski rad

**Student: Andrea Sesar**

**JMBAG studenta: 0067539455**

**Mentor: Doc. dr. sc. Denis Dolinar**

**Zagreb, rujan 2020.**

## **SAŽETAK**

Tema ovog diplomskog rada je analiza uspješnosti spajanja poduzeća iz sektora turizma nakon provedenog integracijskog procesa, konkretno poslovnog spajanja. Kroz ovaj rad se temeljem prikupljenih podataka i informacija provodi i objašnjava procjena vrijednosti poduzeća pomoću metode kapitalizacija zarada čiji rezultati daju predodžbu uspješnosti realizirane poslovne kombinacije i vrijednosti poduzeća nakon spajanja.

U radu se analizira uspješnost preuzimanja Istraturist d.d. od strane Plave Lagune d.d. Rad objašnjava sam proces preuzimanja i definira što je sve potrebno da se sam proces odvije uspješno, a analiza uspješnosti se temelji na horizontalnoj i vertikalnoj analizi financijskih izvještaja, analizi pomoću pojedinačnih financijskih pokazatelja te zaključno s metodom kapitalizacije zarada.

Izvori podataka su znanstveni članci i knjige stranih autora, predavanja američkog profesora Aswath Damodarana te web portali ciljanih poduzeća (Plava laguna i Istraturist).

## **KLJUČNE RIJEČI:**

vrijednost poduzeća, spajanja i stjecanja, poduzeće meta, poduzeće preuzimatelj, Plava Laguna d.d., Istraturist d.d., P/E multiplikator.

## **SUMMARY**

The topic of this paper is the analysis of the business performance of companies in the tourism sector after the integration process, specifically the business merger. Based on the collected data and information, an analysis by financial indicators and P/E ratio has given results of the implemented business process and evaluation of performance of enterprises.

This paper analyzes the success of the takeover Istraturist d.d. by the Plava Laguna d.d. The Paper defines mergers and acquisitions and all the necessary factors for a successful integration. Analysis of the success is based on the horizontal and vertical analysis of financial statements, on the analysis of individual financial indicators and calculation of value based on P/E multiple. Data sources are scientific articles and books of foreign authors and lectures by the American professor Aswath Damodaran. Numbers used for models are taken from the web site of the target company and using reliable web portals for stock information.

## **KEY WORDS:**

company valuation, mergers and acquisition, target company, acquirer, Plava Laguna d.d., Istraturist d.d., P/E multiple.

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(mjesto i datum)

## SADRŽAJ

1.	UVOD .....	1
1.1	Predmet i cilj istraživanja .....	1
1.2	Metode istraživanja.....	1
1.3	Struktura rada .....	1
2.	AKVIZICIJA KAO OBLIK EKSTERNOG RASTA PODUZEĆA .....	2
2.1	Poslovne kombinacije i rast poduzeća.....	2
2.2	Pripremanje tvrtke za akviziciju i izbor akvizicijskog kandidata.....	6
2.2.1	Izrada strateškog plana preuzimatelja .....	6
2.2.2	Izrada plana za preuzimanje .....	8
2.2.3	Traženje i identificiranje potencijalne mete .....	8
2.2.4	Evaluacija potencijalne mete i pregovaranje.....	9
2.2.5	Dubinsko snimanje .....	15
2.2.6	Izrada plana za integraciju potencijalne mete i donošenje odluke o preuzimanju poduzeća .....	15
2.3	Dogovorna i jednostrana akvizicija .....	16
3.	VREDNOVANJE AKVIZICIJE .....	20
3.1	Moguće koristi od akvizicije .....	20
3.2	Cijena akvizicije .....	22
3.3	Modeli vrednovanja akvizicije .....	24
3.3.1	Vrijednost novčanih tokova .....	24
3.3.2	Tržišna vrijednost dionica .....	25
3.3.3	“CHOP-SHOP” Vrijednost .....	26
4.	ODREDNICE HOTELIJERSKOG SEKTORA U REPUBLICI HRVATSKOJ .....	27
4.1	Povijesni razvoj i uloga hotelijerstva u Republici Hrvatskoj .....	27
4.2	Trendovi spajanja i preuzimanja u hotelijerskom sektoru Republike Hrvatske .....	30
5.	ANALIZA USPJEŠNOSTI AKVIZICIJE ISTRATURIST D.D. OD STRANE PLAVA LAGUNA D.D. ....	34
5.1	Analiza poslovanja poduzeća Istraturist d.d. i Plava laguna d.d. prije akvizicije .....	34
5.1.1	Opći podaci o poduzeću preuzimatelju Plava Laguna d.d. ....	34
5.1.2	Opći podaci o poduzeću meti Istraturist d.d. ....	36

5.1.3	Horizontalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. i poduzeća Istraturist d.d prije spajanja na temelju bilance i računa dobiti i gubitka .....	37
5.1.4	Vertikalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. i poduzeća Istraturist d.d prije spajanja na temelju bilance i računa dobiti i gubitka .....	45
5.2	Analiza poslovanja poduzeća Plava laguna d.d. nakon akvizicije .....	55
5.2.1	Horizontalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. nakon spajanja pomoću bilance i računa dobiti i gubitka.....	55
5.2.2	Vertikalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. nakon spajanja pomoću bilance i računa dobiti i gubitka.....	59
5.2.3	Analiza Plave lagune nakon spajanja pomoću financijskih pokazatelja .....	64
5.3	Analiza uspješnosti akvizicije metodom kapitalizacije zarada.....	67
6.	ZAKLJUČAK .....	70
	POPIS LITERATURE .....	71
	POPIS TABLICA.....	74
	POPIS SLIKA .....	75



# **1. UVOD**

## **1.1 Predmet i cilj istraživanja**

Predmet ovog diplomskog rada je analiza i vrednovanje akvizicije poduzeća u hotelijerskoj industriji. Dominantni oblik poslovnih kombinacija su akvizicije. One predstavljaju strategiju rasta koja omogućuje poduzećima jačanje i širenje njihove tržišne pozicije mnogo brže u odnosu na organski rast. U današnjem dinamičnom okruženju i tržišnim uvjetima koji se mijenjaju na dnevnoj bazi organizacije nastoje odgovoriti na promjene na različite načine. Poduzeća trebaju odabrati pravu strategiju rasta i način implementacije kako bi opstala i zauzela svoj tržišni segment. Cilj ovog rada je analizirati akviziciju poduzeća Istraturist d.d. od strane Plave lagune d.d. te utvrditi vrijednost Plave lagune nakon preuzimanja odabranom metodom vrednovanja. Rad daje odgovor na pitanje je li akvizicija bila uspješna te nastoji osigurati čitatelju razumijevanje različitih metoda vrednovanja poduzeća općenito, a ponajprije poslovnih kombinacija s naglaskom na metodu kapitalizacije zarada.

## **1.2 Metode istraživanja**

Baza za istraživanje teorijskog dijela su knjige, znanstveni članci i stručne publikacije. Osim navedenog, koriste se i relevantne javno dostupne statističke baze podataka kao što su stranice Državnog zavoda za statistiku te istraživanja dostupna na stranicama Hrvatske turističke zajednice. U studiji slučaja izvore podataka čine financijski izvještaji spomenutih društava javno dostupni na stranicama Zagrebačke burze i na službenim stranicama društava te podaci poduzeća Interkapital d.d. javno dostupni na stranicama poduzeća. Prilikom pisanja rada korištene su znanstvene metode kompilacije i deskripcije te metoda studije slučaja.

## **1.3 Struktura rada**

Rad se sastoji od šest poglavlja. Nakon prvog uvodnog poglavlja, u drugom poglavlju definira se akvizicija kao strateški okvir za rast i razvitak poduzeća općenito. Zatim se pokazuje na koji način se vrednuje uspješnost provedbe akvizicije. Potom se sagledava stanje hotelijerskog sektora u Hrvatskoj i trendovi akvizicija u Hrvatskoj. Nakon toga se u petom poglavlju provodi studija slučaja. Rad naglašava značajke akvizicija za poduzeće i njegove vlasnike. U šestom poglavlju iznesena su zaključna razmatranja.

## 2. AKVIZICIJA KAO OBLIK EKSTERNOG RASTA PODUZEĆA

U ovom se poglavlju definira akvizicija kao poslovna kombinacija te dobrobiti akvizicije za poduzeća koja sudjeluju u poslovnoj kombinaciji. Također je dan uvid u pripremu tvrtke za akviziciju i kriteriji ključni za izbor poduzeća koje će biti predmet preuzimanja.

### 2.1 Poslovne kombinacije i rast poduzeća

Poslovne kombinacije označavaju svako spajanje više poslovnih subjekata u jednu poslovnu jedinku, jedan privredni subjekt, odnosno svako podređivanje poslovnih subjekata drugim poslovnim subjektima.<sup>1</sup> Ova definicija obuhvaća aktivnosti fuzije i akvizicije (merger and acquisition – M&A – activities). Najatraktivniji oblik ovakvog kombiniranja poslovnih subjekata čini piramidizacija poduzeća po načelu holding odnosa.<sup>2</sup> U najširem smislu definicije poslovnih kombinacija u njih se mogu ubrojiti i procesi izlaženja poduzeća u javnost (going public) te procesi dekombiniranja složenih poslovnih subjekata koji predstavljaju procese suprotne prethodnim oblicima kombinacija u kojima dolazi do izražaja rast združenog poslovnog subjekta.<sup>3</sup> Radi se o procesu odlaska u privatnost – going private kao i svakom dekombiniranju dijelova složenog poslovnog subjekta pod sintagmom razgolićenje poduzeća.<sup>4</sup> Zakonom o preuzimanju dioničkih društava u članku 9. definirana je obveza kada fizička ili pravna osoba mora javno objaviti ponudu za preuzimanje. Fizička ili pravna osoba obvezna je objaviti ponudu za preuzimanje kad neposredno ili posredno, samostalno ili djelujući zajednički, stekne dionice s pravom glasa ciljnog društva, tako da, zajedno s dionicama koje je već stekla, prijeđe prag od 25% dionica s pravom glasa ciljnog društva (kontrolni prag).<sup>5</sup> Navedenim zakonom također se definira i situacija u kojoj se smatra da fizička ili pravna osoba kontrolira drugu pravnu osobu, a to je kad fizička ili pravna osoba raspolaže s 25% udjela u temeljnom kapitalu pravne osobe ili s 25% i više glasačkih prava u glavnoj skupštini pravne osobe.

Gospodarski efekti poslovni kombinacija su ekonomski, tržišni i financijski. Ekonomski efekti se vide kroz efekte poslovne ekonomije, prvenstveno ekonomije razmjera. Ekonomije razmjera omogućavaju tvrtkama da dostignu troškovnu prednost nad svojim konkurentima i ključne su

---

<sup>1</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 17.

<sup>2</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 17.

<sup>3</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 18.

<sup>4</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 18.

<sup>5</sup> Zakon o preuzimanju dioničkih društava, članak 9., točka 1., NN (148/13).

za ulazak na tržište i izgradnju tržišne strukture.<sup>6</sup> U teoriji, ekonomija opsega i obujma su funkcija veličine poduzeća i omogućuju velikim poduzećima da imaju niže troškove od malih poduzeća. Ekonomija obujma odnosi se na smanjenje troškova u procesu proizvodnje na način da se u određenom razdoblju poveća obujam proizvodnje, prosječni se troškovi smanjuju kada se fiksni troškovi rasporede na veći broj istog proizvoda. Ekonomija obujma je ograničena kada se dosegne razina minimalne efikasnosti (minimum efficient scale) nakon čega se prosječni troškovi više ne smanjuju s povećanjem proizvodnje.<sup>7</sup> Michael Porter ističe kako korištenjem ekonomije obujma poduzeća primoravaju potencijalne konkurente da počnu proizvoditi u velikim količinama i prihvate rizik reakcije postojećih konkurenata ili, u suprotnome, da počnu proizvoditi male količine i prihvate troškovno nepovoljniji položaj.<sup>8</sup>

Za razliku od ekonomije obujma koja se postiže raspoređivanjem troškova na veći volumen jednog proizvoda, ekonomija opsega ostvaruje se raspoređivanjem troškova na veći broj različitih proizvoda. Karakteristična je za poduzeća koja imaju široki asortiman proizvoda ili više djelatnosti te se može manifestirati povećanjem prihoda i profitnih marži upravo zbog korištenja zajedničkih sposobnosti i resursa u proizvodnji.<sup>9</sup>

S uspješnim poslovnim kombinacijama poduzeća povećavaju svoju tržišnu snagu kroz važniji položaj na tržištu i porast konkurentnosti. Naravno, s financijskog aspekta doći će do povećanja prihoda i sniženja troškova što će se odraziti na povećanje novčanih tokova.<sup>10</sup> Također može doći i do boljeg prilagođavanja strukture kapitala kombinirane tvrtke zahtjevima tržišta kapitala te promjenu sadašnje vrijednosti kombinirane tvrtke u odnosu na sadašnje vrijednosti svake pojedinačne tvrtke koja sudjeluje u kombinaciji.<sup>11</sup>

„Akvizicija (acquisition) označava stjecanje nekog poduzeća odnosno dijela nekog poduzeća ili pak podređivanje određenog poduzeća stjecanjem većinskog vlasničkog udjela.<sup>12</sup> Osnovni oblici akvizicije prikazani su na slici 1.

---

<sup>6</sup> Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. i Schaefer, S. (2015) *Economics of Strategy*, 7th Edition, John Wiley & Sons Ltd, New Jersey, str. 61.

<sup>7</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*, str.49.

<sup>8</sup> Porter, Michael E. (2008): *The five competitive forces that shape strategy*, Harvard business review, Vol. 86, 1, st. 92.

<sup>9</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*, str. 50.

<sup>10</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*, str. 50.

<sup>11</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*, str. 50.

<sup>12</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 25.

Slika 1. Oblici akvizicije



Izvor: Orsag, S., Gulin D. (1997.): Poslovne kombinacije, str. 26.

Za bolje razumijevanje samog procesa akvizicije, važno je razlikovati pojmove akviziterska tvrtka i akvirirana tvrtka. Akviziterska tvrtka nastoji steći drugu tvrtku odnosno izvršiti pripajanje druge tvrtke. Akvirirana tvrtka je ona koju je stekla ili pripojila akviziterska tvrtka. Fuzija označava spajanje dvije ili više tvrtki stopostotnim udruživanjem vlasničkih interesa u jednu tvrtku. U slučaju spajanja u sasvim novu poslovnu jedinicu radi se o konsolidaciji – consolidation. Kada govorimo u fuziji – merger, govorimo o pripajanju kompanija drugoj kompaniji.<sup>13</sup> Formalna razlika između konsolidacije i fuzije u užem smislu prikazana je na slici 2.

Slika 2. Razlika između konsolidacije i fuzije

konsolidacija

$$A + B = C$$

fuzija

$$A + B = A ' \text{ ILI } B '$$

Izvor: Orsag, S., Gulin D. (1997.): Poslovne kombinacije, str. 27.

<sup>13</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): Poslovne kombinacije, str.27.

Konsolidacijom se ostvaruju jednaki poslovni i financijski efekti kao i kod fuzije. Dolazi do spajanja cjelokupne imovine i svih obveza akviziterske tvrtke i akviriranih tvrtki u jednu poslovnu jedinku, dakle one gube svojstvo samostalne pravne osobe. Prestaju postojati kao zasebni poslovni entiteti i prenose svu svoju imovinu i obveze u novoformiranu tvrtku procesom konsolidacije. Konsolidaciju najčešće provode tvrtke iste veličine ili u slučaju kada je poželjna statutarne promjena akviziterske tvrtke zbog nepovoljnih uvjeta u ugovoru o inkorporiranju,<sup>14</sup> odnosno kada je poželjno nestajanje akviziterske tvrtke. Fuzijom se pak najčešće provodi udruživanje vlasničkih interesa dviju ili više tvrtki različitih veličina tako da ona veća može dominirati.

Ciljanom tvrtkom (target firm) se definira akvizicijski kandidat, tvrtka koju akviziterska tvrtka nastoji pripojiti ili preuzeti. Postoje dva načina na koji jedna tvrtka može steći drugu. Prvi je stjecanje imovine i u tom slučaju govorimo o akviziciji imovine (acquisition of assets).<sup>15</sup> Na taj način akviziterska tvrtka kupuje cjelokupnu imovinu druge tvrtke. Budući da ovaj proces zahtijeva i formalno prenošenje isprave o vlasništvu imovine, ono automatski izaziva dodatne troškove što poskupljuje ovu vrstu akvizicije. Drugi način na koji dolazi do stjecanja je stjecanje vlasništva.<sup>16</sup> O stjecanju vlasništva se govori ako akviziterska tvrtka kupi većinski paket dionica s pravom glasa druge tvrtke u zamjenu za novac, vlastite dionice ili druge vrijednosne papire.<sup>17</sup> Ako akviziterska tvrtka nakon stjecanja stopostotnog vlasništva dionica akvirirane tvrtke odluči i formalno izvršiti njenu likvidaciju čime prestaje kontinuitet legalnog entiteta akvirirane tvrtke, ova akvizicija može rezultirati fuzijom.<sup>18</sup>

---

<sup>14</sup> J.J. Hampton (2003.): *Financial Decision Making*, 4th edition Prentice Hall of India, New Delhi, str. 535.

<sup>15</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 28.

<sup>16</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 28.

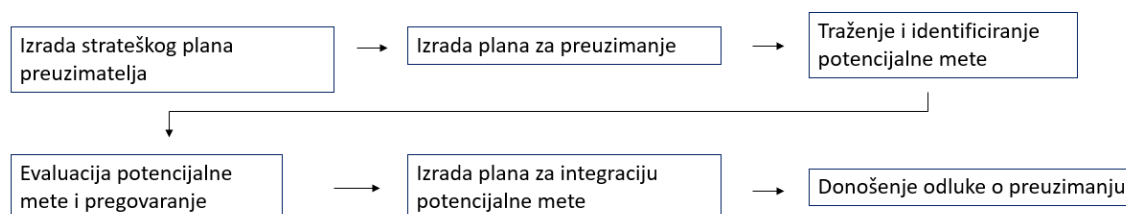
<sup>17</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 29.

<sup>18</sup> S. A. Ross i R. W. Westerfield, *Corporate Finance*, str. 668.

## 2.2 Pripremanje tvrtke za akviziciju i izbor akvizicijskog kandidata

Planiranje prije preuzimanja jednako je važno za uspjeh poduzeća kao i samo preuzimanje. Kao što je prikazano na slici 3., planiranje preuzimanja uključuje izradu strateškog plana i izradu plana za preuzimanje dok implementacija plana za preuzimanje podrazumijeva traženje i identificiranje potencijalne mete, njezinu evaluaciju i dubinsko snimanje, izradu plana za integraciju potencijalne mete i donošenje odluke o preuzimanju.<sup>19</sup>

Slika 3. Dijagram toka procesa preuzimanja



Izvor: Filipović, D. (2012). Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza, str. 146.

### 2.2.1 Izrada strateškog plana preuzimatelja

Svaki strateški plan se sastoji od interne i eksterne analize poduzeća. Kada se govori o internoj analizi, to najčešće podrazumijeva SWOT analizu. Cilj SWOT analize je temeljem dijagnoze (prognoze) jakih i slabih strana unutarnjeg okruženja i opasnosti i šansi vanjskog okruženja predložiti strategijske mogućnosti.<sup>20</sup> Ona nudi odgovore na pitanja:<sup>21</sup>

- Što su snage i slabosti poduzeća s obzirom na konkurenciju?
- Mogu li se snage poduzeća kopirati i mogu li ih konkurenti prevladati?
- Koje snage poduzeća su kritične za ostvarivanje konkurentske prednosti na odabranom tržištu?
- Mogu li konkurenti iskoristiti ključne slabosti poduzeća?

Sva se pitanja trebaju objektivno izanalizirati i implementirati u strateški plan preuzimatelja.

<sup>19</sup> Whittington, M., Bates, K. (2007) M&A as Success. U: Angwin, D., (ur.) *Mergers and Acquisitions*. Malden. MA: Blackwell Publishing, str. 28.

<sup>20</sup> Fučkan, Đ.; Sabol, A. (2013): *Planiranje poslovnih dometa*, HUM Naklada, Zagreb, str. 259.

<sup>21</sup> Buble, M. (2005) *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija, str. 47.

Eksterna analiza pak počinje s dva temeljna pitanja – gdje i kako konkurirati. Odgovor na pitanje gdje konkurirati nalazi se pomoću tržišne segmentacije tj. identifikacije sadašnjih i potencijalnih potrošača te njihovih potreba.<sup>22</sup> Analizom ključnih faktora uspjeha konkuriranja na odabranom tržištu nudi se odgovor na pitanje kako konkurirati.<sup>23</sup>

Definiranje izjave o misiji sljedeći je korak prilikom izrade strateškog plana. Ona sadrži informacije o odabranim tržištima, proizvodima i uslugama, distribucijskim kanalima te stavove menadžmenta prema primarnim interesno – utjecajnim skupinama.<sup>24</sup>

Sljedi postavljanje strateških ciljeva koji trebaju biti SMART – održivi, mjerljivi, primjenjivi, realni i vremenski određeni. Nakon toga se biraju strateške opcije koje će poduzeće implementirati. One mogu biti organski rast koji zahtijeva visoka ulaganja i troškove, partnerstvo koje znači ograničenu kontrolu i potencijalno stvaranje konkurenta, ulaganje koje sa sobom nosi rizik neuspjeha, preuzimanje ili spajanje s kojim dolaze visoka kapitalna ulaganja i troškovi ili zamjena imovine koja podrazumijeva sklapanje sporazuma oko same zamjene.<sup>25</sup>

Sljedeći je korak formuliranje funkcijskih strategija koje trebaju uključivati konkretne ciljeve, aktivnosti, vremenski horizont i potrebne resurse te odgovorne osobe za realizaciju aktivnosti unutar zadanih vremenskih okvira i budžeta.<sup>26</sup> Kod svakog ulaganja novca, očekuje se da će se vrijednost ulaganja povećati sukladno preuzetom riziku i vremenskoj vrijednosti uloženog novca.<sup>27</sup> Ova tvrdnja primjenjiva za sve vrste investicija, bilo to ulaganja u štednju kod banke, kupovanje obveznica, nekretnina ili ulaganja u dionice poduzeća. Znanje o vrijednosti imovine je preduvjet inteligentnog odlučivanja. Preduvjet ostvarivanja dobiti na tržištu jest da investitor ne plaća za imovinu više nego što ona vrijedi.<sup>28</sup>

Kontrola kao završni dio svakog plana provodi se putem sustava nagrađivanja i sustava nadzora. Sustav nagrađivanja podrazumijeva bonuse, sudjelovanje u dobiti i druge sustava nagrađivanja

---

<sup>22</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*, str. 148.

<sup>23</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*, str. 148.

<sup>24</sup> Huff, A.S., Floyd, S.W., Sherman, H.D., Terjesen, S. (2009) *Strategic Management: Logic and action*. Hoboken: John Wiley & Sons, str. 6-7.

<sup>25</sup> DePamphilis, D.M. (2010) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 5th ed. San Diego: Academic Press, str. 147.

<sup>26</sup> Sherman, A. J., Hart, M.A. (2006) *Mergers and Acquisitions from A to Z, 2nd ed.* New York: AMACOM, str. 39.

<sup>27</sup> Koller, T., Dobbs, R., Huyett, B. (2011) McKinsey & Company: *The Four Cornerstones of Corporate Finance*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., str. 3.

<sup>28</sup> Damodaran, A. (2006) Damodaran on valuation: *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., str. 1.

na temelju radnog učinka, a s ciljem poticanja zaposlenika da implementiraju poslovnu strategiju oba poduzeća. Sustav nadzora oblikuje se putem računovodstvenih podataka (prihodi, dobit, novčani tok i dr.) ili putem aktivnosti (prihod po zaposleniku, prihod po potrošaču i sl.).<sup>29</sup>

### **2.2.2 Izrada plana za preuzimanje**

Plan za preuzimanje sadrži ciljeve menadžmenta koji su financijski i nefinancijski. Oni financijski odnose se na minimalnu razinu povrata, operativnu dobit ili prihod i novčani tok poduzeća – mete koji se moraju realizirati u predviđenom razdoblju.<sup>30</sup> Oni nefinancijski se odnose na npr. stjecanje prava na patente, pristup tehnologiji, vještinama, stjecanje dodatnih kapaciteta za istraživanje i razvoj itd.<sup>31</sup>

Analiza tržišta dio je i ovoga plana, isto kao i procjena raspoloživosti resursa. Jednako tako su važne preporuke vrhovnog menadžmenta o načinu provedbe procesa preuzimanja budući da se oni suočavaju s operativnim, financijskim i rizikom prevelike isplate.<sup>32</sup> Operativni rizik se odnosi na sposobnost preuzimatelja da učinkovito upravlja poduzećem dok se financijski odnosi na spremnost preuzimatelja za financiranje transakcije dugom te spremnost za moguće početne negativne zarade po dionici ili negativnu dobit.<sup>33</sup> Da bi s cijeli proces sproveo na pravi način, menadžment ima zadatak i definirati vremenski raspored zbivanja aktivnosti preuzimanja i odgovorne osobe za pojedine aktivnosti.

### **2.2.3 Traženje i identificiranje potencijalne mete**

Traženje mete prva je aktivnost implementacije plana za preuzimanje. Ova se aktivnost sastoji od dva koraka. U prvom se definira kriterij selekcije, on može biti: industrija, veličina transakcije, vremenska ograničenja i sl.<sup>34</sup> Veličina transakcije odnosi se na najvišu cijenu koju je poduzeće spremno platiti za preuzimanje poduzeća – mete. Drugi je korak razvoj strategije traženja. To najčešće uključuje prikupljanje informacija od banaka, računovođa, brokera, pravilnika te baza podataka. Jako je teško pronaći pouzdane i javno dostupne podatke o

---

<sup>29</sup> DePamphilis, D.M. (2010) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 5th ed. San Diego: Academic Press, str. 151.

<sup>30</sup> Checkley, M. (2007) M&A as Risk. U: Angwin, D. (ur.) *Mergers and Acquisitions*. Malden, MA: Blackwell Publishing, str. 153-178.

<sup>31</sup> Checkley, M. (2007) M&A as Risk. U: Angwin, D. (ur.) *Mergers and Acquisitions*. Malden, MA: Blackwell Publishing, str. 153-178.

<sup>32</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str.143.

<sup>33</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str.143.

<sup>34</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str.143.



potencijalnim metama što dodatno otežava sam proces. Sekundarni kriteriji kojima se sužava izbor potencijalne mete mogu biti:<sup>35</sup>

- a) tržišni segment i specifičnost proizvodnih linija,
- b) profitabilnost,
- c) mogućnost financiranja transakcije (bilo tuđi ili vlastiti kapital),
- d) tržišni udio i kulturološka kompatibilnost.

Isto tako je iznimno važno uspostaviti kontakt i odnos na osobnoj razini s menadžmentom poduzeća – mete jer se menadžeri u poslovanju često vode osjećajima i instinktima tako da je uvijek korisno razviti ponajprije ljudski, zatim poslovni odnos.<sup>36</sup>

#### **2.2.4 Evaluacija potencijalne mete i pregovaranje**

Vrednovanje poduzeća je veoma kompleksan proces, zato su se kroz povijest razvile brojne metode samog vrednovanja. Sve metode se mogu svrstati u dvije osnovne skupine: (1) metode diskontiranoga novčanog toka i (2) metode relativne vrijednosti. Oba pristupa imaju par obilježja koja su im zajednička. Pristupi vrednovanju najviše su osjetljivi na procijenjene stope rasta (primjerice, dividende, dobiti, novčani tokovi ili prihodi od prodaje) koje se rabe u pojedinoj metodi.<sup>37</sup> Jako je važno da poduzeće preuzimatelj ne preplati poduzeće – metu, a to se neće dogoditi ako menadžment dobo procijeni diskontnu stopu koja reflektira rizik poslovanja.<sup>38</sup> Što je diskontna stopa viša, vrijednost diskontiranih novčanih tokova je manja, a time i vrijednost poduzeća mete, a što je diskontna stopa niža, vrijednost diskontiranih novčanih tokova je viša čime je i vrijednost poduzeća mete viša. Budući novčani tokovi moraju se svesti na sadašnju vrijednost, obzirom da „dolar sutra vrijedi manje nego dolar danas“, tj. što je novčani tok dalje u budućnosti, njegova vrijednost danas je manja.<sup>39</sup>

Trošak vlasničke glavnice predstavlja očekivani prinos na vlasničku glavnica poduzeća i

---

<sup>35</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str. 146.

<sup>36</sup> Buble, M. (2005) *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija, str. 47.

<sup>37</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str. 146.

<sup>38</sup> CFA Institute (2008) *Equity and Fixed Income*. Boston, MA: Pearson Custom Publishing, str. 174.

<sup>39</sup> Rezaee Z. (2001.): *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions: the Fair Value Approach, 2nd edition*. New Jersey, Hoboken: John Wiley & Sons, str. 192.

najčešće se procjenjuje korištenjem modela vrednovanja kapitalne imovine (CAPM<sup>40</sup>). CAPM model podrazumijeva da investitori od neke dionice koju drže u diverzificiranom portfelju očekuju prinos u visini nerizične kamatne stope uvećane za premiju tržišnog rizika.<sup>41</sup>

#### 2.2.4.1 Metode diskontiranih novčanih tokova

Procjena vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda, engl. *Discounted cash flow method*) temelji se na pro forma prognozi očekivanih budućih novčanih tokova poduzeća koje se procjenjuje te se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost.<sup>42</sup> Ta je metoda najprikladnija za procjenu strateškog, kontrolnog paketa dionica u poduzeću koje je stabilno i namjerava nastaviti poslovati i dalje (engl. *going-concern* ).<sup>43</sup>

Osnovni koraci pri procjeni vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova su<sup>44</sup>:

- (1) Utvrditi koji je model slobodnih novčanih tokova najprikladnije koristiti u analizi – uobičajeno se koristi dvoperiodni ili troperiodni model, ovisno o slučaju;
- (2) Razviti pro forma financijske izvještaje, na kojima će se analiza temeljiti;
- (3) Izračunati slobodne novčane tokove koristeći te pro forma financijske izvještaje;
- (4) Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po prikladnoj diskontnoj stopi – najčešće se u tu svrhu koristi prosječni ponderirani trošak kapitala  $k_A$  (engl. *weighted average cost of capital – WACC*), no ako se procjenjuje potencijalna meta preuzimanja, moguće je da će biti potrebno trošak kapitala prilagoditi za eventualne promjene u riziku ili strukturi kapitala mete proizašlih iz procesa preuzimanja ili spajanja;
- (5) Odrediti rezidualnu vrijednost RV (engl. *terminal value*) i diskontirati je na sadašnju vrijednost – pri tome se rezidualna vrijednost može odrediti upotrebom modela konstantnog rasta, kod kojeg se pretpostavlja da će poduzeće rasti unedogled, ili upotrebom tržišnog multiplikatora za kojeg se vjeruje da će se po njemu trgovati dionicama procjenjivanog poduzeća na kraju prvog razdoblja razmatranog u modelu;

---

<sup>40</sup> Puni naziv na engleskom jeziku je *Capital Asset Pricing Model*.

<sup>41</sup> Orsag, S. (2011.): *Vrijednosni papiri*. Zagreb: Revicon, str. 445.

<sup>42</sup> Kaplan Schweser (2009) Book 3 – *Corporate Finance and Portfolio Management – SchweserNotes™* 2009 CFA® Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser, str. 168.

<sup>43</sup> Miloš Sprčić. O. Orešković Sulje (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća - vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str.95.

<sup>44</sup> Kaplan Schweser (2009) Book 3 – *Corporate Finance and Portfolio Management – SchweserNotes™* 2009 CFA® Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser, str. 156-158.

(6) Zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove za prvo razdoblje razvoja i diskontiranu rezidualnu vrijednost kako bi se utvrdila vrijednost procjenjivanog poduzeća.

Novčani tokovi u ovoj metodi dijele se na tri temeljna<sup>45</sup>:

- (1) Novčani tokovi od poslovanja
- (2) Novčani tokovi za potrebne investicije
- (3) Novčani tokovi od rezidualne vrijednosti poduzeća.

Valja naglasiti da su temeljni problemi korištenja ove metode činjenice da su projekcije uvijek špekulativne i da se diskontna stopa određuje subjektivno, a ona nosi jako veliki utjecaj na konačnu vrijednost koja će se izračunati. Isto tako, ova je metoda teško primjenjiva kada slobodni novčani tokovi nisu usklađeni s profitabilnošću u prvoj fazi razvoja poduzeća. Neka su poduzeća brzorastuća koja zbog visokih kapitalnih investicija mogu imati negativne slobodne novčane tokove, ali svejedno poslovati s profitom.<sup>46</sup>

S druge strane, metoda diskontiranih novčanih tokova je jako prilagodljiva promjenama u procjenama i pretpostavkama. One se jednostavno uključuju unošenjem izmjena u model. Također se u model mogu uključiti sva očekivana kretanja novčanih tokova procjenjivanog poduzeća ili mete preuzimanja, poput očekivanih operativnih sinergija ili promjena u strukturi troškova što metodu čini jako efikasnom i uspješnom.<sup>47</sup>

Nakon što se definiraju novčani tokovi i odabere odgovarajuća diskontna stopa, računa se sadašnja vrijednost poduzeća kao vrijednost budućih novčanih tokova. Formula se zapisuje na sljedeći način:<sup>48</sup>

$$V_0 = \sum \frac{F_t}{(1+k)^t} - \sum \frac{I_t}{(1+k)^t} + \frac{A_t}{(1+k)^t}$$

$V_0$  – sadašnja vrijednost novčanih tokova

$F_t$  – novčani tokovi od poslovanja po godinama t

$A_t$  – rezidualna vrijednost imovine poduzeća

$I_t$  – potrebne investicije po godinama t

---

<sup>45</sup> Orsag, S. (1997), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest str.117.

<sup>46</sup> Orsag, S. (1997), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest str.117.

<sup>47</sup> Orsag, S. (1997), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest str.117.

<sup>48</sup> Orsag, S. (1997), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest str.118.

k – izabrana diskontna stopa

T – broj godina projekcije

#### 2.2.4.2 Modeli diskontiranih dividendi

Temeljni model vrednovanja običnih dionica je diskontirani novčani tok koji će primiti vlasnici običnih dionica kroz buduću distribuciju novčanih dividendi.<sup>49</sup> U poslovnim kombinacijama kada dolazi do preuzimanja poduzeća, dolazi do stjecanja većinskog vlasništva poduzeća. Budući da stjecanjem većinskog udjela većinski vlasnik može promijeniti poslovnu politiku poduzeća, vrednovanje dionica diskontiranim tokom dividendi mora uvažiti posljedice promijenjene politike, posebno politike dividendi. Ova metoda prikladna je za procjenu vrijednosti društva sa stajališta manjinskog dioničara koji nema utjecaja na poslovnu politiku društva kao niti na politiku dividendi. Postoji nekoliko podvarijanata modela ovisno o pretpostavkama budućeg kretanja dividendi – model konstantnih dividendi, model kontinuiranog rasta dividendi te model varijabilnih dividendi.<sup>50</sup>

Rezidualna stopa rasta  $g$ , (engl. *perpetuity growth rate*) je ona stopa rasta slobodnih novčanih tokova koja se pretpostavlja za razdoblje koje slijedi nakon perioda projekcije, a pretpostavlja neograničen kontinuitet poslovanja poduzeća. Uglavnom se izjednačava s očekivanom dugoročnom stopom rasta industrije kojoj procjenjivano poduzeće pripada, a koja se najčešće kreće od 2% do 4%, odnosno sukladno očekivanom rastu nominalnog BDP-a.<sup>51</sup> Najjednostavniji model vrednovanja dionica kroz sadašnju vrijednost budućih dividendi je model konstantnih dividendi, koji je moguće prikazati sljedećom formulom:<sup>52</sup>

$$V_0 = \frac{D_0 (1+g)}{(r_e-g)} = \frac{D_1}{(r_e-g)}$$

Pri čemu je :  $V_0$  = vrijednost po dionici

$D_0$  = zadnji iznos dividendi

$g$  = stopa rasta dividendi

$r_e$  = diskontna stopa

---

<sup>49</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 128.

<sup>50</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 128.

<sup>51</sup> Resenbaum, J. i Pearl, J. (2009) *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., str. 132.

<sup>52</sup> Stowe J.D., Robinson T.R., Pinto J.E., McLeavey D.W. (2007.): *Equity Asset Valuation*. New Jersey, Hoboken: John Wiley & Sons, str. 61.

### 2.2.4.3 Omjer cijene i zarada

Najpoznatija metoda tržišne kapitalizacije jest ona koja koristi P/E (odnos cijene i zarada) multiplikator, iako se mogu koristiti i druge metode poput metode kapitalizacije dividendi, metoda kapitalizacije dividendi i zarada te metoda kapitalizacije stope rasta.<sup>53</sup> P/E multiplikator predstavlja omjer tržišne kapitalizacije i neto dobiti poduzeća, odnosno cijene po dionici i dobiti po dionici (engl. *earnings per share* – EPS).<sup>54</sup> Metoda P/E multiplikatora je metoda pogodna za analizu poslovanja poduzeća čije dionice kotiraju na organiziranim tržištima kapitala te se posebno koristi u efektima akvizicijskih aktivnosti stoga se upravo ova metoda koristi u studiji slučaja ovoga diplomskog rada - akvizicija poduzeća Istraturist d.d. od strane Plave lagune. Sam postupak se sastoji od procjene ukupnih zarada (zarada nakon kamata i poreza), odnosno zarada po dionici (EPS – earnings per share) koje će rezultirati akvizicijom i procjeni P/E multiplikatora koji će se formirati na tržištu nakon obavljene akcije. Množenjem EPS pokazatelja tvrtke prije i nakon akvizicije sa sektorskim P/E pokazateljem također prije i nakon akvizicije dobiva se vrijednost vlasničke glavnice, odnosno cijene dionice. Sektorski P/E pokazatelj dobiva se uprosječivanjem P/E pokazatelja pet vodećih poduzeća u industriji te godine. Matematička formula ovog modela glasi:<sup>55</sup>

$$P_0 = \text{EPS} \times \text{P/E}$$

Pri čemu je :  $P_0$  – tekuća cijena dionice

EPS – zarade po dionici

P/E – odnos cijene i zarada

P/E metoda je prigodna za procjenu vrijednosti poduzeća sa stajališta većinskog vlasništva budući da je usmjerena na ukupne zarade poduzeća nakon poreza.<sup>56</sup> Iako vrijednost dionica poduzeća u konačnici određuje struja njihovih budućih dividendi, većinski vlasnik može kroz utjecaj na poslovnu politiku poduzeća iskoristiti efekte ukupnih zarada.<sup>57</sup> Zbog toga se veći orijentir stvara na veličinu dividendi koje poduzeće isplaćuje.

---

<sup>53</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 125.

<sup>54</sup> Miloš Sprčić. O. Orešković Sulje (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća - vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str.152.

<sup>55</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 126.

<sup>56</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 126.

<sup>57</sup> Miloš Sprčić. O. Orešković Sulje (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća - vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str.152.

#### 2.2.4.4 Omjer cijene i knjigovodstvene vrijednosti

Uz P/E multiplikator, često se rabe i P/BV te P/S multiplikatori. P/BV (engl. *Price/book value*) prikazuje kako tržište procjenjuje vrijednost poduzeća koje se preuzima s obzirom na njegovu knjigovodstvenu vrijednost.<sup>58</sup> Knjigovodstvena vrijednost imovine računovodstveni je pojam što znači da se u procjeni vrijednosti imovine i obveza polazi od informacija iz prošlosti, evidentiranih u računovodstvu.<sup>59</sup> Temelj njezine procjene je bilanca. Knjigovodstvena se vrijednost tvrtke praktički svodi na utvrđivanje čiste imovine poduzeća, koja predstavlja razliku između knjigovodstvene procijenjene vrijednosti imovine tvrtke (aktive) i knjigovodstveno procijenjenih svih obveza tvrtke (tekućih i dugoročnih).<sup>60</sup> P/BV multiplikator se obično primjenjuje u slučajevima kada se procjenjuje vrijednost poduzeća koje ostvaruje gubitke u poslovanju, a glavni mu je nedostatak što nije primjenjiv na poduzeća koja se bave uslužnom djelatnosti budući da ona nemaju fiksnu imovinu.<sup>61</sup>

#### 2.2.4.5 Omjer cijene i prihoda od prodaje

Prednost korištenja P/S (engl. *price/sales*) multiplikatora odnosno omjera trenutne cijene i prihoda od prodaje je u tome što prihodi od prodaje ne mogu poprimiti negativnu vrijednost. Iz tog razloga je P/S multiplikator atraktivna metoda i u širokoj je primjeni. Pozitivna strana ovog multiplikatora je i činjenica da se na prihode od prodaje teško mogu reflektirati računovodstvene politike kao što je u slučaju dobiti i knjigovodstvene vrijednosti kapitala.<sup>62</sup> Ipak, logično je za primijetiti da budući da prihodi od prodaje ne mogu poprimiti negativan predznak, korištenje ovog multiplikatora pri procjeni vrijednosti poduzeća može dovesti do zavaravajućih i nerealnih rezultata.

Na kraju se može postaviti pitanje koja je od ovih metoda najbolje za korištenje ili pak najtočnija. Iz prethodnog teksta se vidi da analiza pomoću diskontiranih novčanih tokova daje različite vrijednosti poduzeća – mete, zato se menadžeri uglavnom oslanjaju na relativne metode budući da one prikazuju trenutnu vrijednost pa se u praksi i nazivaju statičkim metodama, dok su metode diskontiranih novčanih tokova dinamičke metode. Budući da ne postoji objektivno mjerilo vrijednosti poduzeća, najbolji način izbjegavanja pogrešaka je kombinacija i dinamičkih i statičkih metoda. Na taj način se dolazi do optimalnog puta za

---

<sup>58</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 126.

<sup>59</sup> Bendeković, J., Lasić, V. (1991): *Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća*, Ekonomski institut Zagreb, str. 14.

<sup>60</sup> Cvjetković, N. (2010): *Procjena vrijednosti poduzeća i poslovnih rezultata*, RRIF, br. 5/10, Zagreb, str. 67-75.

<sup>61</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 126.

<sup>62</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str.150.

vrednovanje poduzeća metodama koje se računaju kao zbroj vrijednosti imovine poduzeća i onih metoda koje se oslanjaju na profitnu snagu samog poduzeća.<sup>63</sup>

### **2.2.5 Dubinsko snimanje**

Kada se donese odluka o nastavku procesa spajanja ili stjecanja, glavnu ulogu preuzimaju savjetnici koji istražuju pozadinu poslovanja i okoline poduzeća u svrhu izrade ponude. Ta ponuda uvelike ovisi o rezultatima dubinskog snimanja (engl. *due diligence*). Dubinsko snimanje uključuje istraživanje financijskog, komercijalnog i pravnog aspekta poslovanja poduzeća o kojima ovisi procjenjivanje vrijednosti poduzeća,<sup>64</sup> a definira se kao proces u kojem uključene strane pokušavaju saznati što više o drugoj strani, eliminirati nesporazume i osigurati prikladnu cijenu.<sup>65</sup> Suvremena poduzeća se trude prije preuzimanja omogućiti što bolju implementaciju planiranih aktivnosti nakon sklapanja posla, ali i izolaciju rizika prije sklapanja posla. Savjetnici koji obavljaju dubinsko snimanje moraju pokriti što je moguće više rizika (ako ne i sve) povezanih s transakcijom budući da rizici mogu skupo koštati preuzimatelje.<sup>66</sup> Naglašava se da postupak dubinskog snimanja mora uključiti analizu trenutnih i budućih obveza poduzeća koje se planira preuzeti. Naime, česta je pojava da se iz financijskih izvještaja ne vide odmah neke obveze poduzeća koje će u budućnosti generirati visoke troškove i potencijalnu negativnu dobit koju bi onda poduzeće preuzimatelj „naslijedilo“. Uz samu činjenicu da se za proces dubinskog snimanja najčešće nema dovoljno vremena i postoji manjak informacija, potrebno je da se ono sprovede kvalitetno i ne oslanjajući se isključivo na financijske izvještaje već uzimajući u obzir i druge faktore.<sup>67</sup> Iz tog je razloga nužno izbjeći preuzimanje poduzeća prije nego što se utvrdi njegova dosadašnja tržišna pozicija i buduće poslovanje, bonitet, potraživanja i obveze da ne postanu teret preuzimatelja.<sup>68</sup>

### **2.2.6 Izrada plana za integraciju potencijalne mete i donošenje odluke o preuzimanju poduzeća**

Iznimno važan korak prije donošenja konačne odluke o preuzimanju poduzeća je izrada plana za integraciju potencijalne mete. U razdoblju prije nego što se potpiše ugovor pregovara se o

---

<sup>63</sup> Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 126.

<sup>64</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str. 151.

<sup>65</sup> Gleich, R., Hasselbach, T., Kierans, G. (2012). *Value in due diligence: contemporary strategies for merger and acquisition success*. Gower Publishing, Ltd., str. 21.

<sup>66</sup> Bertonec A., Kovač D.(2007.), *An integrated approach for a higher success rate in mergers and acquisitions*, str.178.

<sup>67</sup> Howson, P.(2003.): *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, London: Economics, Finance, Business & Industry, Law, 1st ed.

<sup>68</sup> Pirija, D. (2011.), *Moderni principi menadžmenta u hotelijerstvu*, Veleučilište u Šibeniku, Šibenik, str. 85.

kompenzacijskim paketima, ugovorima o radu, bonusima i drugim elementima kako bi se zadržali ključni zaposlenici. Iznimno je važno da i zaposlenici poduzeća preuzimatelja i poduzeća – mete zajedno rade na ostvarenju zajedničkih ciljeva.<sup>69</sup> Ključna je suradnja i poslovni uspjeh te je posebno važan izbor menadžera odgovornog za integracijski proces.

Završni korak procesa preuzimanja uključuje stjecanje suglasnosti svih vlasničkih, nadzornih i drugih interesnih skupina te sklapanje konačnog ugovora o preuzimanju poduzeća – mete. Ova faza je iznimno kompleksa zato što zahtijeva puno planiranja te brige o elementima ugovora poput cijene, načina plaćanja, garancija, obveza, dodatnih klauzula, obveza i slično.<sup>70</sup> Zaključno, nužna je strateška i organizacijska usklađenost s naglaskom na iznimnu važnost cjelokupnog procesa za uspješno preuzimanje.

### **2.3 Dogovorna i jednostrana akvizicija**

Prema relevantnim izvorima teorija financija prihvatila je maksimalizaciju vrijednosti poduzeća kao temeljni cilj poduzeća. Radi se o maksimalizaciji bogatstva vlasnika kroz postizanje što veće vrijednosti njihovih dionica.<sup>71</sup> Upravo dobro pripremljena i izvedena akvizicija te ispravno vođenje pridonosi povećanju bogatstva vlasnika. Logičan slijed događanja je da će se nakon pomnih dogovora i pregovora doći do uvjeta koji su prihvatljivi za obje strane akvizicije te da će se odobriti na skupštinama dioničara obje tvrtke. Međutim, moguća je i situacija da akviziterska tvrtka jednostrano odluči preuzeti ciljanu tvrtku.<sup>72</sup>

Različiti su motivi za prodaju tvrtke. Što se dioničara tiče, glavni motiv za prodaju je svakako atraktivnost ponuđene cijene za dionice koje oni drže.<sup>73</sup> Zbog toga je iznimno bitno dobro odmjeriti premiju kojom će se pridobiti dioničari i navesti na prodaju. Dioničari mogu imati i neke druge motive za prodaju, to može biti diverzifikacija vlasništva u nove investicije, želja da steknu dionice akviziterske tvrtke koje su možda likvidnije i atraktivnije na tržištu, želja za držanjem dionica velike svjetski poznate tvrtke itd.<sup>74</sup> Dodatno, akviziterska tvrtka može menadžmentu ponuditi dodatne postmenadžerske ugovore koji se mogu odnositi na vođenje tvrtke uz određeni stupanj autonomije.<sup>75</sup>

---

<sup>69</sup> Haspeslang, P.C. Jemison, D.B. (1991) *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*. New York: The Free Press, str. 105

<sup>70</sup> De Pamphilis, D.M. (2010) *M&A Negotiations and Deal Structuring: All You Need to Know*. Boston: Elsevier, str.190.

<sup>71</sup> Orsag, S., Gulin, D. (2001). *Financijska analiza hotelske tvrtke*, str.142.

<sup>72</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 249.

<sup>73</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 246.

<sup>74</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 248.

<sup>75</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 249.



Najčešći je slučaj da jedna tvrtka, u pravilu veća i snažnija, jednostavno odluči kupiti drugu u pravilu manju, siromašniju tvrtku.<sup>76</sup> Takav tip preuzimanja obično započinje na način da poduzeće koje namjerava preuzeti nadzor u drugom poduzeću daje jednu opću ponudu dioničarima tog poduzeća, obično vremenski limitiranu za prihvaćanje, da kupi sve ili većinu dionica te kompanije, a ponuda je obično viša od trenutne tržišne cijene dionica tog poduzeća.<sup>77</sup> Pregovore može inicirati akviziterska tvrtka, ali čak i ona koja želi biti akvirirana. Nakon pomne analize vrijednosti sinergije, mogućih koristi od akvizicije, razloga rasta i izrade konceptijskog okvira za preuzimanje poduzeća, tvrtka se odlučuje na akviziciju. Cijeli postupak prije akvizicije se može svesti na četiri pitanja koja si menadžeri trebaju postaviti<sup>78</sup>:

- (1) Kako bi trebali birati svoje mete?
- (2) Koji bi posao trebali zaključiti?
- (3) Gdje se zapravo treba početi s integracijom?
- (4) Što treba činiti ako posao krene krivim putem?

Akvizicija kojoj je ishod dogovor menadžmenta akviziterske i ciljane tvrtke naziva se prijateljskom akvizicijom (*friendly acquisition*).<sup>79</sup> Budući da u ovom slučaju temelj akvizicije čini dogovor, ovaj se oblik akvizicije može još i nazvati dogovornom (*negotiated acquisition*) odnosno bilateralnom akvizicijom. Ona rezultira međusobno dogovorenim prihvatljivim uvjetima te pozitivnim stavom i suradnjom menadžmenta poduzeća mete i poduzeća preuzimatelja.

Za razliku od dogovorne akvizicije, postoji i ona koja nije dogovorena tj. jednostrana (*unilateralna*) akvizicija za koju i sam naziv kaže da se ciljanoj tvrtki pristupa jednostrano od strane menadžmenta akviziterske tvrtke, te se ona naziva i neprijateljskom ponudom (engl. *hostile tender*) za akviziciju. Preuzimanje se smatra neprijateljskim ako uprava odbije ponudu, i ako ponuditelj da ponudu a da o tome nije obavijestio upravu poduzeća mete.<sup>80</sup> Kako i sam doslovni prijevod s engleskog jezika kaže, ovdje se radi o situaciji kada menadžment poduzeća – mete odbije ponudu za preuzimanje, a preuzimatelj ustraje u nastojanju da ga otme.<sup>81</sup> Svrha

---

<sup>76</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 247.

<sup>77</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999.), *Poslovna organizacija*, Informator, Zagreb, str. 43.

<sup>78</sup> Harding, D., Rovit, S. (2007.): *Preuzimanje i spajanje poduzeća*, Zagreb, str. 26.-37.

<sup>79</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 248.

<sup>80</sup> Tipurić, D. i sur. (2008.), *Korporativno upravljanje*, Sinergija, Zagreb, str. 302.

<sup>81</sup> Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza* str.20.

jednostrane akvizicije je preuzimanje i kontrola poduzeća –mete. Razlikuju se tri oblika jednostrane neprijateljske akvizicije:<sup>82</sup>

- (1) Kupnja dionica ciljane tvrtke na otvorenom tržištu,
- (2) Natjecanje punomoćima i
- (3) Ponuda tenderom.

Prvi način putem kupnje dionica se provodi tako da se postupno kupuje dionice na otvorenom tržištu dok se ne stekne većinski paket dionica odnosno većinska glasačka prava.<sup>83</sup> Stjecanjem kontrolnog paketa dionica ciljane tvrtke ona je podređena akviziterskoj na načelu holding odnosa tako da je preuzimanje praktički izvršeno.<sup>84</sup> Mana ovog procesa za akvizitersku tvrtku je vremenski period koji je potreban da se stekne većinski paket dionica budući da je moguće kupiti samo onaj broj dionica koji se na određeni dan nudi – temeljni zakon ponude i potražnje.<sup>85</sup> Ograničenje za preuzimanje je i suvremena regulativa tržišta vrijednosnih papira pa se zato ovaj oblik jednostrane akvizicije koristi u kombinaciji s drugim oblicima preuzimanja.

Natjecanje punomoćima (proxy contest) je nekad bilo primarno oružje neprijateljskih preuzimanja zbog toga što omogućavaju upravi poduzeća osiguranje svog reizbora prije samog zasjedanja skupštine pribavljanjem punomoći za glasanjem o izboru ovlaštene uprave. Tako se omogućava stjecanje glasova dioničara osobi koja je pribavila punomoć. Tu veliku ulogu igraju javni podaci pomoću kojih se dolazi do liste dioničara od kojih će se punomoć pribaviti.<sup>86</sup>

Treći način neprijateljske akvizicije je ponuda tenderom (tender offer) koja se upućuje svim dioničarima i naziva javna ponuda za razmjenu (exchange offer) dionica.<sup>87</sup> Suština strategije je ta da se ponuda uputi tako da menadžment tvrtke ima što manje prostora za upravljanje obrambenim strategijama te da se smanji uplitanje trećih osoba u borbu za stjecanje dionica ciljane tvrtke. Tri često korištene strategije u ovom slučaju su<sup>88</sup>: „Izvanredna ponuda subotnje noći“ u kojoj se radi o sedmodnevnoj novčanoj ponudi za sve dionice ciljane tvrtke te se ova strategija temelji na iznenađenju budući da se maksimalno skraćuje vrijeme za protuakciju. Druga je „Medvjedi zagrljaj“ koju karakterizira pisana ponuda za akviziciju tvrtke pućena

---

<sup>82</sup> Orsag, S., Gulin, D., *Poslovne kombinacije*, str. 249.

<sup>83</sup> Orsag, S., Gulin, D., *Poslovne kombinacije*, str. 249.

<sup>84</sup> Orsag, S., Gulin, D., *Poslovne kombinacije*, str. 249.

<sup>85</sup> Orsag, S., Gulin, D., *Poslovne kombinacije*, str. 249.

<sup>86</sup> Orsag, S., Gulin, D., *Poslovne kombinacije*, str. 249.

<sup>87</sup> Orsag, S., Gulin, D., *Poslovne kombinacije*, str. 251.

<sup>88</sup> Orsag, S., Gulin, D., *Poslovne kombinacije*, str. 252.

njezinoj upravi, kojom se obznanjuje da će se ponuda objaviti ukoliko menadžment ciljane tvrtke već nije i sam preuzimatelj. Posljednja je „Strategija nagrizanja“ u kojoj akviziterska tvrtka po malo stječe udjel u ciljanoj tvrtki. Kreće sa manjinskim udjelom između pet i trideset posto te si tako omogućava dvostruku poziciju na tržištu korporacijske kontrole.

### 3. VREDNOVANJE AKVIZICIJE

Naredno poglavlje objašnjava samo vrednovanje akvizicije i dotiče problem cijene akvizicije. Bitno je znati da je cijena akvizicije složena stavka procesa poslovne kombinacije te ovisi o više čimbenika.

#### 3.1 Moguće koristi od akvizicije

Već je spomenuto da se akvizicijom postiže sinergija i razne koristi za poduzeća. U nastavku će se analizirati potencijalne koristi od akvizicije:

- 1) Povećanje prihoda
- 2) Smanjenje troškova
- 3) Smanjenje poreza
- 4) Smanjenje potreba za kapitalom i smanjenje troškova kapitala

##### 1) Povećanje prihoda

Logično je da će moguća korist od kombiniranja tvrtki biti povećanje prihoda budući da je to jedan i od glavnih motiva preuzimatelja. Povećanje prihoda se može ostvariti kroz marketinške dobitke poboljšanjem performansi kombiniranog poduzeća. Bolje performanse kod akviriranih poduzeća izlaze na vidjelo kroz ojačanje distributivne mreže, boljeg korištenja distribucijskih kanala te medijski publicitet.<sup>89</sup>

Strateške koristi podrazumijevaju povećanje fleksibilnosti menadžmenta u budućem poslovanju poduzeća, a povećanjem tržišne snage kroz zauzimanje većeg tržišnog udjela omogućuju se više cijene i redukcija konkurencije.

##### 2) Smanjenje troškova

U slučaju akvizicije, kombinirana tvrtka može rezultirati smanjenjem troškova u odnosu na pojedinačne troškove tvrtki prije akvizicije. Taj se efekt postiže kroz već spomenute ekonomije razmjera koja je tipična za horizontalne integracije, ali i ekonomiju vertikalnih integracija koja koordinira međusobno povezane poslovne operacije i tehnološki transfer.<sup>90</sup> Primjer ovakvog efekta vidi se upravo na primjeru Plave lagune i Istraturista budući da djeluju u istoj industriji te su obje profitabilne i uspješne hotelske tvrtke kojima su glavne strateške poslovne jedinice upravo hoteli. Komplementarni resursi još su jedan vid smanjenja troškova nakon akvizicije

---

<sup>89</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 86.

<sup>90</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 88.

budući da nude mogućnost smanjenja npr. potreba za fiksnom imovinom za obavljanje poslovnih aktivnosti.

### 3) Smanjenje poreza

Tvrtke s akumuliranim poreznim gubitcima odlični su kandidati za akvizicije. Na taj način poduzeće preuzimatelj može iskoristiti akumulirani porezni gubitak i otpisivani ga od oporezive dobiti. Tvrtke koje ne posluju s dugovima također su pogodni kandidati za akviziciju budući da dodavanje dugova u njihove strukture kapitala može izazvati velike uštede na porezima kao i leverage efekt na zarade po dionici.<sup>91</sup> Isto tako, novčani tokovi i povećanje bogatstva vlasnika nakon poreza bit će veći ako se iskoriste ekstra zarade za financiranje poslovne kombinacije nego da su te zarade isplaćene vlasnicima tvrtke. Smanjenje poreza ostvaruje se i povećanjem osnovice amortizacije imovine akvirirane tvrtke i tako se stvara veći novčani tok nakon poreza te sam porezni zaklon. Također, u slučaju amortizacije goodwilla akviziterska tvrtka ostvaruje povećanje iznosa amortizacije. Međutim, gubici od umanjenja vrijednosti goodwilla prema našem Zakonu o porezu na dobit, nisu porezno priznati trošak.<sup>92</sup>

### 4) Smanjenje potreba za kapitalom i smanjenje troškova kapitala

Akvizicijom druge kompanije može se smanjiti veličina neto obrtnog kapitala u odnosu na sumu neto obrtnog kapitala tvrtki prije kombiniranja. Također, može doći do smanjenja kapitala za istraživanje i razvoj, koji je u današnje vrijeme jedan od najpametnijih ulaganja u poslovanje, ovisno u kojoj industriji posluje poduzeće. Na promatranom primjeru Plave lagune i Istraturista došlo je do povećanja broja smještajnih jedinica, smještajnih kapaciteta i brojnih drugih sastavnica koje su omogućile smanjenje potreba za obrtnim kapitalom. Važno je spomenuti da kroz portfolio efekt dolazi do redukcije rizika koji se zasniva na diverzifikaciji poslovnih aktivnosti. Sam postupak mapiranja rizika koji omogućuje razvrstavanje i kvantifikaciju učinaka različitih rizika kojima je poduzeće izloženo započinje identifikacijom različitih rizika koji se analitičarima čine relevantnim za poslovanje poduzeća – od tržišnih rizika, rizika likvidnosti, operativnog rizika, rizika proizvoda i gubitka kupaca, rizika rasta cijena inputa, kreditnog rizika pa sve do zakonskog rizika i rizika gubitka reputacije. Proces mapiranja rizika uvelike pomaže analitičarima pri odgovoru na pitanje kojim rizicima je poslovanje poduzeća

---

<sup>91</sup> S. Orsag, Financijska poluga, Računovodstvo i financije, Zagreb, br.7/82

<sup>92</sup> Belak, V. (2006) *Profesionalno računovodstvo: prema MSFI i hrvatskim poreznim propisima*. Zagreb : Zgombić & Partneri, str.156.

izloženo, ali i pri analizi upravljanja rizicima od strane menadžmenta i usklađenosti tog upravljanja s procjenama analitičara.<sup>93</sup>

### 3.2 Cijena akvizicije

Cijena akvizicije je ona cijena po kojoj poduzeće preuzimatelj kupuje dionice poduzeća mete. Cijena se uglavnom temelji na pregovorima između poduzeća preuzimatelja i menadžmenta poduzeća koje je meta preuzimanja, a može se i utemeljiti kroz sadašnju vrijednost očekivanih inkrementalnih novčanih tokova akvizicije i tekuće vrijednosti ciljanog poduzeća na tržištu.<sup>94</sup> Postoje razni načini određivanja cijene preuzimanja poput tržišne cijene u trenutku spajanja, cijene razmjerne sadašnjem ili nekom budućem P/E pokazatelju ili slično, što će ovisiti i o financijskoj analizi ciljane tvrtke i efekata akvizicije. Akviziterska tvrtka u pravilu plaća veću cijenu od fer tržišne cijene dionica ciljane kompanije u trenutku akvizicije. To je tzv. akvizicijska premija. Razlozi za plaćanje premije iznad fer tržišne cijene dionica su mogućnost porasta vrijednosti dionice akviziterske tvrtke kroz akviziciju u budućnosti iznad njihove tržišne cijene, a isto tako postoji i potreba da se dioničari ciljane tvrtke motiviraju za akviziciju budući da oni fer tržišnu cijenu mogu postići i od drugih potencijalnih kupaca.<sup>95</sup> Glede cijene akvizicije razlikuju se novčana akvizicija i akvizicija razmjennom dionica. Iz tog se razloga samo vrednovanje akvizicije mora započeti s analizom cijene akvizicije. U novčanoj akviziciji akviziterska tvrtka kupuje ciljanu tvrtku otkupom svih njezinih dionica te tako stječe cjelokupnu vrijednost akvirirane tvrtke uvećanu za vrijednost sinergije. Od sadašnje vrijednosti novčane akvizicije potrebno je odbiti troškove akvizicije odnosno inicijalni izdatak za kupnju ciljane tvrtke te se tako dolazi do čiste sadašnje vrijednosti investicije u akviziciju ciljane tvrtke. Matematički bi ta formula glasila:<sup>96</sup>

$$V_B^* = V_B + \Delta V$$

Pri čemu je:

$V_B^*$  vrijednost koju akvizicijom stječe akviziterska tvrtka,

$V_B$  vrijednost ciljane tvrtke,

$\Delta V$  vrijednost sinergije.

---

<sup>93</sup> Meulbroek, K. L. (2002) A Senior Manager's Guide to Integrated Risk Management. Journal of Applied Corporate Finance, 14(4), str. 56-70.

<sup>94</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 97.

<sup>95</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 93.

<sup>96</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 107.

Vrijednost kombinirane tvrtke nastale novčanom akvizicijom sastojat će se od vrijednosti akviziterske tvrtke i čiste sadašnje vrijednosti novčane akvizicije. Tako se vrijednost kombinirane tvrtke može zapisati pomoću formule:<sup>97</sup>

$$V_{AB} = V_A + S_B$$

Pri čemu je:

$V_A$  - vrijednost ciljane tvrtke,

$S_B$  - čista sadašnja vrijednost novčane akvizicije.

Već je spomenuto da je temeljni cilj poslovanja poduzeća povećanje bogatstva dioničara pa se taj cilj u kontekstu novčane akvizicije može zapisati iskazujući vrijednost dionica kombinirane tvrtke kao:

$$P_{AB} = \frac{V_{AB}}{N_{AB}}$$

Pri čemu je:

$P_{AB}$  - vrijednost dionica kombinirane tvrtke,

$N_{AB}$  - broj dionica kombinirane tvrtke.

U slučaju da ne dođe do sinergijskog efekta poslovne kombinacije, akvizicijska premija izaziva razvodnjavanje kapitala dioničara akviziterske tvrtke. Iz tog je razloga bitno naglasiti važnost sinergije u poslovnim kombinacijama jer plaćena premija mora biti kompenzirana sa sinergijskim efektom poslovne kombinacije.<sup>98</sup>

U slučaju kada se akvizicija vrši razmjenom dionica, ne postoje neki eksplicitni troškovi akvizicije koji bi umanjili vrijednost kombinirane tvrtke, kao kod novčane akvizicije.<sup>99</sup> Kod akvizicije razmjenom dionica, kao što je u slučaju Plave lagune i Istraturista, dionice akvirirane tvrtke jednostavno se iskupljuju njihovom zamjenom za dionice akviziterske tvrtke. Vrijednost kombinirane tvrtke jednaka je zbroju vrijednosti tvrtki prije kombinacije uvećanom za vrijednost sinergije, dakle:<sup>100</sup>

---

<sup>97</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 108.

<sup>98</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 108.

<sup>99</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 105.

<sup>100</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 105.

$$V_{AB} = V_A + V_B + \Delta V$$

Iako nema eksplicitne akvizicijske premije ona postoji budući da se dioničari ciljane tvrtke motiviraju za akviziciju pomoću povoljnijeg odnosa razmjene dionica nego što je odnos njihovih fer tržišnih cijena.<sup>101</sup> Vidljivo je također da u slučaju akvizicije razmjenom dionica implicitni akvizicijski trošak predstavlja razlika između cjelokupne vrijednosti efekata akvizicije i vrijednosti koja pripada dioničarima akviziterske tvrtke nakon fuzije. Činjenica da dioničari akvirirane tvrtke uz primljenu premiju stječu i udio u povećanju vrijednosti kombinirane tvrtke izazvanu djelovanjem sinergije, rezultira time da je akvizicija razmjenom dionica skuplja od novčane akvizicije.<sup>102</sup>

### 3.3 Modeli vrednovanja akvizicije

Svaki glavni direktor većeg poduzeća, odnosno svaki većinski vlasnik poduzeća od vremena do vremena se zapita koliko vrijedi njegovo poduzeće ili neki njegov dio ili neki njegov konkretan posao. To je posebno istaknuto u slučajevima akvizicije budući da poduzeće preuzimatelj želi znati koliko je dobilo kroz proces preuzimanja. On uspoređuje prošlu vrijednost svog poduzeća s onom novom te na temelju toga zaključuje je li se projekt isplatio ili ne. Modeli vrednovanja akvizicije koji se obrađuju u nastavku velikim dijelom su obrađeni u podpoglavlju 2.2.4. pa se iz tog razloga u ovome dijelu navodi kraće objašnjenje pojedinih modela vrednovanja.

#### 3.3.1 Vrijednost novčanih tokova

Pomoću metode vrijednosti novčanih tokova se efekti prosuđuju temeljem sadašnje vrijednosti budućih inkrementalnih novčanih tokova koje će generirati akvizicija, kao i investicijskih troškova za stjecanje akvizicijskog kandidata.<sup>103</sup> Inkrementalni novčani tokovi akvizicije procjenjuju se na bazi novčanog toka nakon oporezivanja kojim se daje važnost samo relevantnom novčanom toku koji predstavlja doprinos akvizicijskog kandidata novčanim tokovima akviziterske tvrtke.<sup>104</sup> Dakle, inkrementalni novčani tokovi akvizicije razlika su novčanog toka kombinirane tvrtke i novčanog toka akviziterske tvrtke. Valja naglasiti da se tu ne ubrajaju troškovi izbora akvizicijskog kandidata i troškovi njegove procjene kao ni troškovi pregovaranja oko akvizicije.<sup>105</sup>

---

<sup>101</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 105.

<sup>102</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 105.

<sup>103</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 95.

<sup>104</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 95.

<sup>105</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 96.



Izračunate slobodne novčane tokove za razdoblje projekcije potrebno je svesti na sadašnju vrijednost, odnosno na trenutak procjene. Pri svođenju na sadašnju vrijednost moguć je izbor između dvije diskontne stope: ponderiranog troška kapitala (WACC) i troška obične glavnice (engl. *cost of equity*),  $r$ . Ukoliko se procjena vrijednosti temelji na slobodnim novčanim tokovima za vlasnike obične glavnice, za diskontnu stopu se uzima trošak obične glavnice. Međutim, ako se upotrebljavaju slobodni novčani tokovi za investitore u poduzeće, za diskontnu stopu se uzima ukupni trošak kapitala.<sup>106</sup> Diskontna stopa je stopa pomoću koje se diskontiraju slobodni novčani tokovi poduzeća i rezidualna vrijednost. Pri procjeni diskontne stope, važno je razumjeti da diskontna stopa odražava rizik novčanih tokova, pa će se rizičniji novčani tokovi diskontirati višom diskontnom stopom.<sup>107</sup> Rizik, u ovom slučaju, predstavlja dvije mogućnosti, prva da će imovina (poduzeće) bankrotirati i prestati postajati i druga da će stvarni povrat na imovinu biti različit od očekivanog, bilo viši ili manji.<sup>108</sup>

### 3.3.2 Tržišna vrijednost dionica

Veliku važnost u vrednovanju akvizicije općenito, ali posebno u vrednovanju akvizicije razmjenom dionica, imat će tržišna vrijednost dionica. Analizirati se može pomoću modela diskontiranja struje budućih dividendi ili primjenom drugih modela procjene vrijednosti dionica poput P/E modela (modela kapitalizacije zarada (dobiti)), koji uključuje i analizu zarada po dionici kombinirane tvrtke.<sup>109</sup>

Modeli sadašnje vrijednosti budućih dividendi su zapravo modifikacija metode sadašnje vrijednosti novčanih tokova akvizicije. Ovi se modeli koriste za procjenu predakvizicijskih vrijednosti tvrtki u kombinaciji, a posebno za procjenu vrijednosti dionica ciljane tvrtke kao donje granice cijene akvizicije. Također se ovim modelom može procijeniti cijena dionica kombinirane tvrtke i izračunati gornja granica cijene akvizicije.<sup>110</sup>

Prednosti korištenja P/E multiplikatora su:<sup>111</sup>

- dobit po dionici jedna je od osnovnih odrednica vrijednosti investicije

---

<sup>106</sup> Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): *Procjena vrijednosti poduzeća*, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 76.

<sup>107</sup> Orsag, S. (1997), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest str.119.

<sup>108</sup> Orsag, S. (1997), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest str.119.

<sup>109</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 100.

<sup>110</sup> Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*, str. 99.

<sup>111</sup> Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): *Procjena vrijednosti poduzeća*, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 160.

- empirijska su istraživanja dokazala da su razlike u multiplikatorima među usporedivim poduzećima vezane uz dugoročne prosječne prinose na dionice
- P/E multiplikator je popularan među sudionicima na tržištu kapitala.

Nedostaci korištenja P/E multiplikatora su:<sup>112</sup>

- poduzeće može poslovati s gubitkom, odnosno negativnom dobiti, što sam P/E multiplikator čini besmislenim i neupotrebljivim (nitko ne može sa sigurnošću procijeniti rizik budućih događaja, niti procijeniti dobit koja će se konstantno odražavati u budućnosti)
- dio ostvarene dobiti koji je posljedica volatilnosti i nestalnosti poslovanja može otežati interpretaciju i dosljednost multiplikatora
- usporedivost P/E multiplikatora među poduzećima može biti narušena upotrebom različitih računovodstvenih standarda koji mogu iskriviti sliku o objavljenoj dobiti.

### **3.3.3 “CHOP-SHOP” Vrijednost**

„CHOP-SHOP“ ili tzv. raskomadana vrijednost poduzeća primjenjiva je na ona poduzeća koja posluju u više različitih industrija. Ova metoda pokušava identificirati multiindustrijske tvrtke koje su podcijenjene i vrijedile bi više ukoliko bi se razdvojile u više dijelova. Ovom se metodom vrednuju kompanije na način da se vrednuje svaki njihov segment posebno i suma svih vrijednosti pojedinih segmenata čini ukupnu vrijednost poduzeća.<sup>113</sup>

---

<sup>112</sup> Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 160.

<sup>113</sup> Keown, A.J., Martin J.D., Petty, J.W., 2020., Foundations of Finance, 10th Edition, str. 236.-237.

## 4. ODREDNICE HOTELIJERSKOG SEKTORA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Da bi se dobio uvid u značaj hotelijerskog sektora za Republiku Hrvatsku potrebno je promotriti razvoj hotelijerstva i turizma u Hrvatskoj kroz povijest. Iduće poglavlje se bazira na kronologiji bitnih povijesnih odrednica koje su utjecale na ulogu hotelijerstva u Hrvatskoj. Također se daje pregled najvećih akvizicija u sektoru hotelijerstva u Hrvatskoj te efekt sinergije na poduzeća koja su sudjelovala u preuzimanjima.

### 4.1 Povijesni razvoj i uloga hotelijerstva u Republici Hrvatskoj

Hotelijerstvo u Republici Hrvatskoj ima dugu tradiciju i prošlo je različite faze razvoja. Kod planiranja i izgradnje atraktivnih destinacija potrebno je veliku pažnju posvetiti zaštiti okoliša i prirode, zbog koje se Hrvatska nalazi među zemljama najpoželjnijim za odmor te stvoriti povoljnije investicijske uvjete za potencijalne ulagače. Hotelijerstvo i turizam imaju vrlo značajnu ulogu u hrvatskom gospodarstvu, a svoje mjesto u tom lancu sve više pronalaze i proizvođači autohtonih proizvoda koji su neizostavni dio kvalitetne turističke ponude. Hotelijersku ponudu potrebno je prilagoditi potrebama gostiju, ponuditi konkurentne cijene primjerene kvaliteti usluge, poticati politiku zapošljavanja u turizmu te u razvoj turizma još intenzivnije uključiti poljoprivredni sektor. Ne smije se zapostaviti ni razvoj kongresnog i kontinentalnog turizma gdje se kriju veliki potencijali, a čija ponuda je velikim dijelom cjelogodišnjeg karaktera.<sup>114</sup> Na taj bi se način obogatila i nadopunila turistička ponuda, a Republika bi Hrvatska postala još atraktivnijom destinacijom.

Razvoj turizma u Republici Hrvatskoj prošao je kroz šest faza. Prva faza razvoja predstavlja začetke turizma.<sup>115</sup> Druga faza vezana je uz razdoblje kraja 19.stoljeća, gdje dolazi do razvoja jedriličarstva u srednjoj Dalmaciji, te prevladavanja znatiželje za novim pojavama u društvu, kao što je to bio zdravstveni turizam.<sup>116</sup> Treća faza djeluje do početka 20. stoljeća, te opisuje značajnije zdravstveni turizam, te pojavu zdravstveno turističkih centara.<sup>117</sup> Četvrta faza se odvijala između dva svjetska rata, te obilježava porast turističkog prometa, dolazi do

---

<sup>114</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 46.

<sup>115</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 46.

<sup>116</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 46.

<sup>117</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 46.

osvješćivanja stanovništva za potrebe smještajnih kapaciteta.<sup>118</sup> U razdoblju razvijanja pete faze turizam doživljava razne oscilacije zbog ratnih zbivanja u Drugom svjetskom ratu.<sup>119</sup> Nakon završetka rata, turizmu se pridaje veća važnost. Šesta i posljednja faza razvoja turizma odnosi se na razdoblje do kraja 20.stoljeća, te rekonstruiranje turističkog sustava i ublažavanje privatizacije koja se dogodila prelaskom s planskog na tržišno gospodarstvo.<sup>120</sup>

Hotelierstvo pripada ugostiteljskoj djelatnosti koja je u Republici Hrvatskoj regulirana Zakonom i Pravilnicima o minimalnim uvjetima i kategorizaciji. Prema Zakonu o ugostiteljskoj djelatnosti, ugostiteljstvo obuhvaća: pripremanje i usluživanje jela, pića i napitaka i pružanje usluga smještaja.<sup>121</sup> Istim zakonom uređuje se razvrstavanje ugostiteljskih objekata u skupine: hoteli, kampovi, ostali ugostiteljski objekti za smještaj, restorani, barovi, catering objekti i objekti jednostavnih usluga.<sup>122</sup> Svaka od navedenih skupina ima propisane minimalne uvjete za vrstu i za kategoriju koje mora zadovoljiti.

Što se tiče smještajnih kapaciteta po vrstama objekta, tu dominiraju privatne sobe koje čine 63,2% strukture kapaciteta s 833.787 postelja u 2019. godini.<sup>123</sup> Njihova brojka se povećala za 4,2% u odnosu na prethodnu godinu.<sup>124</sup> U analizi od 1980. godine pa sve do 2015. godine broj privatnih soba bilježi kontinuirani rast, izuzetak je 1995. godina kada je trajao domovinski rat.<sup>125</sup> Kampovi i kampirališta čine 18,2% ukupne ponude s 239.481 postelja u 2019. godini te se njihova brojka također povećala u odnosu na prošlu godinu za 1,6%.<sup>126</sup> Tek treći po redu su hoteli i aparthoteli koji čine 9,8% ukupnog broja smještajnih jedinica sa 129.028 postelja što je manje za 0,8% u odnosu na prethodnu godinu.<sup>127</sup>

---

<sup>118</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 47.

<sup>119</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 47.

<sup>120</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 48.

<sup>121</sup> Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti, članak 4 i članak 8, NN (99/18) i NN (25/19)

<sup>122</sup> Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti, članak 4 i članak 8, NN (99/18) i NN (25/19)

<sup>123</sup> Izvor: Hrvatska turistička zajednica: Turizam u brojkama, dostupno na: [https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR\\_%202019%20%281%29.pdf](https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf) [18.7.2020.]

<sup>124</sup> Izvor: Hrvatska turistička zajednica: Turizam u brojkama, dostupno na: [https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR\\_%202019%20%281%29.pdf](https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf) [18.7.2020.]

<sup>125</sup> Izvor: Hrvatska turistička zajednica: Turizam u brojkama, dostupno na: [https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR\\_%202019%20%281%29.pdf](https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf) [18.7.2020.]

<sup>126</sup> Izvor: Hrvatska turistička zajednica: Turizam u brojkama, dostupno na: [https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR\\_%202019%20%281%29.pdf](https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf) [18.7.2020.]

<sup>127</sup> Izvor: Hrvatska turistička zajednica: Turizam u brojkama, dostupno na: [https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR\\_%202019%20%281%29.pdf](https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf) [18.7.2020.]

Što se tiče samih hotela, brojčano dominiraju mali i obiteljski hoteli koji se diferenciraju po tradiciji koju njeguju, ali što se tiče financijske snage, prepoznatljivosti brenda, kvalitete i snage poduzeća, tu se ističu Valamar Riviera d.d., Plava Laguna d.d., Maistra d.d. i Arena Hospitality Group d.d. kao velika imena.

U broju hotela po kategorijama dominiraju hoteli s četiri zvjezdice kojih ima 336 sa 63.750 smještajnih jedinica.<sup>128</sup> Predvodnik u broju hotela s četiri zvjezdice je Primorsko goranska županija koja čini čak 18,8% u ukupnom broju hotela po županijama u Republici Hrvatskoj.<sup>129</sup> Idući su hoteli s tri zvjezdice koji čine 42% ukupnog broja hotela sa 43.290 smještajnih jedinica. Njih najviše ima u Splitsko – dalmatinskoj županiji, čak 56 od ukupnih 313.<sup>130</sup> Kvantitativno je najmanje hotela s pet zvjezdica, njih 39 od kojih je čak 17 smješteno u Dubrovačko-neretvanskoj županiji.<sup>131</sup> Ovakav geografski raspored hotela s pet zvjezdica ne iznenađuje obzirom na strukturu gostiju koja dolazi u Dubrovnik – većinom su to dobrostojeći gosti.

Najveći broj postelja u hotelima bilježi Istarska županija, a najveći porast u broju postelja u odnosu na 2018. godinu ostvarila je Ličko - senjska županija od čak 22,8% što pokazuje da je sve veći interes turista za seoskim i obiteljskim turizmom te da je potrebno razvijati i njegovati sve komponente sustava turističke ponude. Ipak, analiza stuktturnih i tržišnih obilježja hotelijerstva u Republici Hrvatskoj upućuje na par činjenica. Prva je ta da je udio hotelijerstva u ukupnom broju turističkih kreveta dosta mali. Hotelijerstvo u Hrvatskoj još nije dostiglo razinu na kojoj će se potpuno iskoristiti njegova snaga jer je smještajna ponuda usitnjena i ipak orijentirana sezonskom poslovanju.<sup>132</sup> Što se tiče kvalitete ponude, ona je srednja do visoka, budući da dominiraju hoteli s četiri i tri zvjezdice. Svake godine rezultati pokazuju da se usluga sve više personalizira i nudi visoku kvalitetu i posebnost te tako prate svjetski trendovi. Danas u Hrvatskoj djeluje desetak globalnih i regionalnih hotelskih lanaca, a hoteli u njihovu sastavu nalaze se na jadranskoj obali i u Zagrebu. Prisutnost međunarodnih hotelskih marki je važna jer one doprinose prepoznatljivosti turističke destinacije, uvode standard kvalitete, a kroz

---

<sup>128</sup> Izvor: Hrvatska turistička zajednica: Turizam u brojkama, dostupno na: [https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR\\_%202019%20%281%29.pdf](https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf) [18.7.2020.]

<sup>129</sup> Izvor: Ministarstvo turizma: Popis kategoriziranih objekata, dostupno na: [https://mint.gov.hr/UserDocsImages/AAA\\_2020\\_ABC/c\\_dokumenti/200103\\_popis\\_kategorizacija.xlsx](https://mint.gov.hr/UserDocsImages/AAA_2020_ABC/c_dokumenti/200103_popis_kategorizacija.xlsx) [18.7.2020.]

<sup>130</sup> Izvor: Ministarstvo turizma: Popis kategoriziranih objekata, dostupno na: [https://mint.gov.hr/UserDocsImages/AAA\\_2020\\_ABC/c\\_dokumenti/200103\\_popis\\_kategorizacija.xlsx](https://mint.gov.hr/UserDocsImages/AAA_2020_ABC/c_dokumenti/200103_popis_kategorizacija.xlsx) [18.7.2020.]

<sup>131</sup> Izvor: Ministarstvo turizma: Popis kategoriziranih objekata, dostupno na: [https://mint.gov.hr/UserDocsImages/AAA\\_2020\\_ABC/c\\_dokumenti/200103\\_popis\\_kategorizacija.xlsx](https://mint.gov.hr/UserDocsImages/AAA_2020_ABC/c_dokumenti/200103_popis_kategorizacija.xlsx) [18.7.2020.]

<sup>132</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str.166.

rezervacijske sustave i programe lojalnosti stvaraju tržišnu šansu za bolje popunjenje hotelskih kapaciteta.<sup>133</sup>

Prema procjeni Hrvatske turističke zajednice, prihodi od turizma u 2019. godini su iznosili 10.539,1 milijuna eura s udjelom turizma u ukupnom BDP-u 19,5%. Ovaj trend rasta prihoda od turizma moći će se nastaviti samo uz neprestana ulaganja u turističku ponudu i ljude koji ju predstavljaju, praćenje svjetskih trendova i ekološki osviještenim poslovanjem te očuvanjem hrvatskih prirodnih ljepota.

Prema podacima dostupnim na stranicama Državnog zavoda za statistiku, najveći broj noćenja u hotelima u 2019. godini iznosio je 3.785.258 u kolovozu.<sup>134</sup> Iduća dva najprometnija mjeseca su očekivano srpanj i lipanj, što upućuje na visoku sezonalnost, ali hotelijeri uspijevaju smanjiti njezin utjecaj na prihode kroz produžetak predsezone i postsezone.

#### **4.2 Trendovi spajanja i preuzimanja u hotelijerskom sektoru Republike Hrvatske**

Hotelijerska industrija specifična je po tome što zahtijeva visoka početna kapitalna ulaganja nakon kojih slijede ulaganja u marketing, diferencijacija i stvaranje brenda dok su povrati na uloženo pod utjecajem sezonskih oscilacija potražnje. Hotelijerima je opcija širenje putem hotelskih lanaca, menadžment ugovora, hotelskih grupacija ili konzorcija, franšiza ili preuzimanja. Od navedenog, jedino strategija preuzimanja se dominantno oslanja na stjecanje udjela u vlasničkoj strukturi, ostale strategije su uglavnom samo pravni odnosi.

U Hrvatskoj je u tijeku proces konsolidiranja vlasnika hotelskog portfelja. Danas je u hrvatskom hotelijerstvu prisutno nekoliko velikih hotelskih grupacija, a to su: Maistra d.d., Valamar Riviera d.d., Arena Hospitality Group d.d., Plava laguna d.d. itd.

U nastavku će se prikazati nekoliko značajnih preuzimanja od strane domaćih hotelijera.

Adris grupa danas jedna je od vodećih hrvatskih i regionalnih poduzeća te lider po kriterijima profitabilnosti u industriji u kojoj posluje.<sup>135</sup> Organizirana je u tri osnovne strateške poslovne jedinice.<sup>136</sup> Turističkom upravlja Maistra d.d., uz snažno rastući segment prehrambene industrije koji predvodi Cromaris.<sup>137</sup> Početkom 2014. godine, Adris grupa je postala vlasnikom najstarije hrvatske osiguravajuće kuće – Croatia osiguranja, čime Adris postaje i regionalni lider na tržištu osiguranja.<sup>138</sup> Adris grupa sva svoja preuzimanja može karakterizirati kao prijateljska preuzimanja, jer se menadžment poduzeća-mete nije opirao prodaji dionica. Adris grupu može

---

<sup>133</sup> Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga

<sup>134</sup> Izvor: Državni zavod za statistiku: Kutak za medije: Turizam, dostupno na: <https://www.dzs.hr/> [20.7.2020.]

<sup>135</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

<sup>136</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

<sup>137</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

<sup>138</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

se smatrati strateškim preuzimateljem jer je cilj provedenih preuzimanja bio širenje poslovanja. Konkretno, značajan primjer je vertikalno preuzimanje Maistre od strane Adris grupe. Maistra danas posluje u sastavu Adris grupe i jedna je od vodećih turističkih kompanija u Hrvatskoj.<sup>139</sup> Upravlja s 19 hotela, 11 turističkih naselja i šest kampova međunarodno prepoznatljivim odredištima - Rovinju, Vrsaru, Zagrebu i Dubrovniku.<sup>140</sup> Maistra je u 2019. godini ostvarila rast ukupnih prihoda u odnosu na prošlu godinu primarno kroz rast prihoda hotela od 668 milijuna kuna prihoda te je EBITDA iznosila 174 milijuna kuna samo što se hotela tiče.<sup>141</sup> Konkretno vezano za Adris grupu i Maistru d.d., radi se o vertikalnom preuzimanju. U ožujku 2013. godine Adris grupa d.d. objavila je ponudu za preuzimanje društva Maistra d.d. pri čemu je ponuđena cijena 90,50 kuna po dionici. Ponuda je dostavljena svim upisanim dioničarima. Budući da je namjera Adris Grupe d.d. bila investiranje u društvo Maistra d.d. kako bi ono postalo regionalni lider, iz Uprave Maistre d.d. su po završetku rokova objave izvijestili kako podržavaju zaključenje transakcije. Ponudu za preuzimanje prihvatilo je 790 dioničara, nakon postupka preuzimanja Adris Grupa d.d. stekla je 88,95% upisanog kapitala društva Maistra. Po završetku transakcije, oba poduzeća su krenula s implementacijom zajedničkih ciljeva i strategije pri čemu su uložena znatna sredstva.

Adris Grupa d.d. ovom transakcijom nije završila svoj ciklus investiranja u hotelijerstvo te je 2018. godine izdala ponudu za preuzimanje HUP Zagreb d.d. Preuzimanjem ciljnog poduzeća Adris Grupa d.d. ušla je na tržište gradskih hotela u Zagrebu i Dubrovniku koji su visoke kategorije te na taj način smanjila sezonske oscilacije prihoda. U ponudi za preuzimanje navedeno je zajedničko sudjelovanje s poduzećem Expertus d.o.o. i cijena od 3.969,16 kuna po dionici. Preuzimatelj također navodi kako očekuje operativne i financijske sinergije obzirom da već ima iskustvo u hotelijerstvu.<sup>142</sup> U lipnju 2018. ponudu za preuzimanje prihvatilo je 668 dioničara, nakon čega preuzimatelj zajedno s poduzećem Expertus d.o.o. drži 93,92% upisanog temeljnog kapitala.<sup>143</sup> Poslovanje Grupe posljednjih je godina obilježio rast svih ključnih pokazatelja poslovanja. Prihod Grupe je narastao za više od pet puta, dobit za 10 puta, a kapital za gotovo 20 puta.<sup>144</sup> Broj zaposlenih povećao se dvadeset puta, a vrijednost dionica više od sto

---

<sup>139</sup> Izvor: Maistra d.d., dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>140</sup> Izvor: Maistra d.d., dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>141</sup> Maistra (2019.). Godišnje izvješće za 2019. godinu. Dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama/izvjesca> [Datum pristupa: 18.7.2020.]

<sup>142</sup> Izvor: Zagrebačka burza d.d., dostupno na: <http://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/PK6m6fkGZ1JGkzbEWtFcJ0w==.pdf> [18.7.2020.]

<sup>143</sup> Izvor: Zagrebačka burza d.d., dostupno na: <http://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/PK6m6fkGZ1JGkzbEWtFcJ0w==.pdf> [18.7.2020.]

<sup>144</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

puta.<sup>145</sup> Adris je istodobno investirao više od deset milijardi kuna, od čega u turizam više od šest milijardi kuna.<sup>146</sup> Tri četvrtine dionica i danas je u rukama sadašnjih i bivših zaposlenika, a nitko nema više od 15%.<sup>147</sup>

Poslovni model Valamar Riviere uključuje razvoj i održavanje turističke imovine, operativni menadžment hotela, kampova i ljetovališta te upravljanje ostalim turističkim uslugama u destinacijama na sedam destinacija u Hrvatskoj i u austrijskom Obertauernu.<sup>148</sup> Grupa Valamar Riviera je u 2019. godini, unatoč usporavanju rasta turističke potražnje u glavnoj sezoni, ostvaruje EBITDA-u od 769 milijuna kuna.<sup>149</sup> Prilagođena EBITDA zabilježila je 8%-tni porast (+56 milijuna kuna) na razinu od 758 milijuna kuna kao rezultat nastavka rasta prihoda od 10%.<sup>150</sup> Porast prihoda prvenstveno je pod utjecajem povećanja noćenja od 5% i prosječne cijene od 5%, a čijem rastu je doprinio intenzivan investicijski ciklus 2019. godine vrijedan gotovo 800 milijuna kuna.<sup>151</sup> U svibnju 2018. godine Valamar je objavio ponudu za preuzimanje Hoteli Makarska d.d. u kojoj djeluje zajedno s AZ d.o.o. društvom za upravljanje mirovinskim fondovima. Ponuda za preuzimanje dionica upućena je svim dioničarima koji posjeduju redovne dionice te je ponuditelj obvezan isplatiti 278,00 kuna po dionici.<sup>152</sup> Ponuditelj navodi kako mu je cilj podržati razvoj ciljnog društva te osigurati znanja i alate za operativno poslovanje.<sup>153</sup> Valamar s ciljnim poduzećem ima sklopljen Menadžment ugovor te će se poslovna suradnja po zaključenju transakcije preuzimanja dodatno produbiti. U srpnju 2018. godine Valamar d.d. je u Austriji osnovao poduzeće Valamar A GmbH za potrebe preuzimanja austrijskog hotela Petersbühel s četiri zvjezdice.<sup>154</sup> Budući da se radi o prekograničnoj transakciji, ista predstavlja izlazak domaćeg lidera na tržište Europske Unije. Hotel se nalazi na odličnoj lokaciji u centru mjesta Obertauern, jednom od najpoznatijih austrijskih destinacija za zimski turizam, posluje preko 50 godina, raspolaže s 82 smještajne jedinice i sadržajima poput wellnessa, restorana i garaže te se nalazi u neposrednoj blizini ski

---

<sup>145</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

<sup>146</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

<sup>147</sup> Izvor: Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]

<sup>148</sup> Izvor: Valamar, dostupno na: <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/> [18.7.2020.]

<sup>149</sup> Valamar (2019.). Godišnje izvješće za 2019. godinu. Dostupno na: <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> [18.7.2020.]

<sup>150</sup> Valamar (2019.). Godišnje izvješće za 2019. godinu. Dostupno na: <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> [18.7.2020.]

<sup>151</sup> Valamar (2019.). Godišnje izvješće za 2019. godinu. Dostupno na: <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> [18.7.2020.]

<sup>152</sup> Izvor: Zagrebačka burza d.d., dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=18> [19.7.2020.]

<sup>153</sup> Izvor: Zagrebačka burza d.d., dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=18> [19.7.2020.]

<sup>154</sup> Izvor: Zagrebačka burza d.d., dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=18> [19.7.2020.]



lifta.<sup>155</sup> Izlazak Valamara na zimske destinacije pridonosi smanjenju utjecaja sezonskih oscilacija na prihode.<sup>156</sup>

---

<sup>155</sup> Valamar (2019.). Godišnje izvješće za 2019. godinu. Dostupno na: <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> [19.7.2020.]

<sup>156</sup> Izvor: Zagrebačka burza d.d., dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=18> [19.7.2020.]

## **5. ANALIZA USPJEŠNOSTI AKVIZICIJE ISTRATURIST D.D. OD STRANE PLAVA LAGUNA D.D.**

Naredna studija slučaja provodi analizu uspješnosti akvizicije poduzeća Istraturist d.d. od strane Plave lagune d.d. Temelji se na horizontalnoj i vertikalnoj analizi financijskih izvještaja, analizi pomoću pojedinačnih financijskih pokazatelja te zaključno s metodom kapitalizacije zarada daje uvid u efekt sinergije koji se ostvario akvizicijom.

### **5.1 Analiza poslovanja poduzeća Istraturist d.d. i Plava laguna d.d. prije akvizicije**

U narednom poglavlju se daje uvid u opće podatke o poduzećima koji su predmet studije slučaja te njihov razvitak kroz povijest i vlasnička struktura. Horizontalnom i vertikalnom analizom bilance i računa dobiti i gubitka poduzeća Istraturist d.d. i Plava laguna d.d. prije akvizicije te omogućuje se bolje razumijevanje motiva za akviziciju.

#### **5.1.1 Opći podaci o poduzeću preuzimatelju Plava Laguna d.d.**

Društvo Plava laguna (Laguna Poreč) osnovano je 1957. godine, kao poduzeće za ugostiteljstvo i turizam i jedno je od prvih nosilaca turističke ponude u Hrvatskoj. Nove promjene s početkom 1991. godine potaknute su stupanjem na snagu Zakona o pretvorbi društvenih poduzeća, čime je započeo proces privatizacije u RH, te samim time i u "Laguni Poreč". Na dan 3.9.1992. godine, temeljem Rješenja Agencije za restrukturiranje i razvoj te odlukom Osnivačke skupštine, "Laguna Poreč" je pretvorena u dioničko društvo, a 26.01.1993. godine i službeno registrirana kod Privrednog suda u Rijeci.<sup>157</sup> Pravno konstituiranje Plave lagune zaokružuje se konačno u veljači 1996. godine usklađenjem temeljnih akata Društva sa Zakonom o trgovačkim društvima, a činom registriranja u sudski registar Trgovačkog suda u Rijeci kao Plava laguna, dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam, poduzeće ujedno vraća i svoje povijesno ime.<sup>158</sup> Od 2000. godine Plava laguna ima stabilnu vlasničku strukturu kada putem društva Sutivan investments Anstalt Lukšić grupa stječe većinski udio.<sup>159</sup> Tijekom 2001. godine izvršene su i akvizicije nekoliko društava kapitala. Tako je Plava laguna d.d. stekla 89,40% dionica društva Hoteli Croatia d.d. Cavtat, te 90,48% dionica društva Adriatic d.d. Poreč. Obzirom na visinu udjela u temeljnom kapitalu, Adriatic d.d. je 01. listopada 2002. godine pripojen dioničkom društvu Plava laguna, koje je tako proširilo segment svoje ponude i na nautički turizam.<sup>160</sup>

---

<sup>157</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>158</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>159</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>160</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

Dokapitalizacijom društva Hoteli Croatia d.d. 2003.godine, povećan je vlasnički udio Plave lagune d.d. na 92,28%.<sup>161</sup> Tijekom 2012. izvršene su sve potrebne predradnje za pripajanje društva Hotel Bonavia d.d. Rijeka dioničkom društvu Plava laguna, s pravnim učinkom od 01. siječnja 2013. godine, čime Plava laguna obogaćuje svoj portfelj hotelom kategorije 4 zvjezdice drugačijeg tipa poslovanja. S danom 1. siječnja 2014. godine provedeno je pripajanje portfelja hotela iz sustava Lukšić grupe na području Dubrovnika čime je uspostavljeno novo društvo Jadranski luksuzni hoteli d.d. Dubrovnik. U postupku pripajanja, pripojeno je i društvo hoteli Croatia d.d. Cavtat te Plava laguna u ovom trenutku je najveći pojedinačni dioničar društva Jadranski luksuzni hoteli d.d. Dubrovnik s udjelom od 32,88%.<sup>162</sup>

27.11.2014. godine prodavatelj Zagrebačka banka d.d. i kupac Plava laguna d.d. zaključili su transakciju kupoprodaje dionica trgovačkog društva Istraturist Umag d.d., kojim je Plava laguna stekla 4.349.400 redovnih dionica Istraturista, koje predstavljaju 93.04 % temeljnog kapitala Istraturista, čime je nova grupa Plava laguna povećala svoj kapacitet na preko 42 tisuće kreveta.<sup>163</sup> Tu je transakciju Plava laguna platila 120.102.000 eura. Cijena transakcije po dionici s tečajem na dan 27.11.2014. iznosi 211,76 kn. 1. siječnja 2018. godine Istraturist Umag d.d. Umag pripojen je društvu Plava Laguna d.d. Poreč temeljem Ugovora o pripajanju sklopljenog dana 29.06.2017. godine te odluka glavnih skupština oba društva od 11. 08. 2017. godine.<sup>164</sup> Time je Plava Laguna postala sveopći pravni slijednik sve imovine, prava i obveza dosadašnjeg Istraturista.

Plava Laguna d.d. posluje u tri grada u Hrvatskoj. To su: Umag, Poreč i Rijeka. U svom proizvodnom asortimanu imaju 4 resorta, 25 hotela i 13 apartmana.<sup>165</sup> Plava Laguna u Umagu ima 11 hotela, 6 apartmana i jedan resort.<sup>166</sup> Plava Laguna u Poreču raspolaže sa hotelskim i apartmanskim smještajem kategorije od 2 do 4 zvjezdice. Tamo se nalaze 13 hotela, 7 apartmana i 3 resorta.<sup>167</sup> Plava Laguna u Rijeci posjeduje jedan hotel.<sup>168</sup>

---

<sup>161</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>162</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>163</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>164</sup> Izvor: Plava laguna, dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama> [18.7.2020.]

<sup>165</sup> Plava laguna (2018.). Konsolidirani godišnji izvještaj za 2018. godinu. Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [Datum pristupa: 23.7.2020.]

<sup>166</sup> Plava laguna (2018.). Konsolidirani godišnji izvještaj za 2018. godinu. Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [Datum pristupa: 23.7.2020.]

<sup>167</sup> Plava laguna (2018.). Konsolidirani godišnji izvještaj za 2018. godinu. Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [Datum pristupa: 23.7.2020.]

<sup>168</sup> Plava laguna (2018.). Konsolidirani godišnji izvještaj za 2018. godinu. Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [Datum pristupa: 23.7.2020.]

Plava laguna d.d. raspolaže s oko 20 tisuća kreveta u smještajnim objektima, od čega više od osam tisuća u hotelima i apartmanima, te preko 12 tisuća u autokampovima.<sup>169</sup> Autokampovi čine oko 60% smještajnih kapaciteta Plave lagune d.d. Poduzeće raspolaže i s 360 vezova u dvije marine te ugostiteljskim, sportskim i drugim sadržajima kojima upotpunjuje temeljnu ponudu.<sup>170</sup> Grupa (Plava laguna d.d. zajedno s podružnicom Istraturist d.d. pridruženim Jadranskim luksuznim hotelima d.d.) raspolaže ukupno s 42.000 kreveta u hotelima, apartmanima i kampovima, kategorije od dvije do pet zvjezdica.<sup>171</sup>

### **5.1.2 Opći podaci o poduzeću meti Istraturist d.d.**

Istraturist Umag d.d. („Istraturist) je hrvatska kompanija sa više od 50 godina tradicije u turizmu. Ukupno raspolaže s 15 smještajnih objekata u koje se dnevno može smjestiti 23.000 gostiju. Svi kapaciteti su nalaze u sjeverozapadnoj Istri. ISTRA D.M.C. d.o.o. je ovisno društvo kroz koje Istraturist d.d. ostvaruje licencu za organizaciju ATP turnira u Umagu koji se organizira u suradnji s partnerima i sponzorima te pridonosi prepoznatljivosti destinacije. Od 1998. godine društvo ima sklopljen ugovor o upravljanju poslovnim objektima sa Sol Melia Hrvatska d.o.o. koje obavlja poslove prodaje, marketinga i operacija. Sol Melia Hrvatska je podružnica Melia Hotels International koji upravlja s više od 350 hotela u 30 zemalja. Temeljem ovog ugovornog odnosa društvo je plaćalo mjesečnu temeljnu naknadu i kvartalnu poticajnu naknadu koja je značajno teretila rezultat poslovanja. Zbog toga je 1.1.2016. društvo raskinulo navedeni ugovor te sklopilo ugovor o franšizi.

Temeljni kapital društva je podijeljen na 4.674.995 redovnih dionica čija je nominalna vrijednost 100,00 kuna. Zagrebačka banka d.d. je do 2014. godine bila većinski dioničar društva s 93,04% vlasničkih udjela.<sup>172</sup> Temeljni kapital Društva iznosi 467.499.500,000 HRK raspoređen na 4.674.955 izdanih dionica nominalne vrijednosti 100 HRK. Većinski je vlasnik od kolovoza 2014. godine Plava laguna d.d. Poreč s 93,04 % udjela.<sup>173</sup>

---

<sup>169</sup> Plava laguna (2018.). Konsolidirani godišnji izvještaj za 2018. godinu. Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [Datum pristupa: 23.7.2020.]

<sup>170</sup> Plava laguna (2018.). Konsolidirani godišnji izvještaj za 2018. godinu. Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [Datum pristupa: 23.7.2020.]

<sup>171</sup> Plava laguna (2018.). Konsolidirani godišnji izvještaj za 2018. godinu. Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [Datum pristupa: 23.7.2020.]

<sup>172</sup> Izvor: Godišnji financijski izvještaji poduzeća Istraturist d.d., dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do> [17.07.2020.]

<sup>173</sup> Izvor: Godišnji financijski izvještaji poduzeća Istraturist d.d., dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do> [17.07.2020.]

### **5.1.3 Horizontalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. i poduzeća Istraturist d.d prije spajanja na temelju bilance i računa dobiti i gubitka**

Horizontalnom analizom bilance i računa dobiti i gubitka analiziraju se kretanja značajnih pozicija prikazanih u strukturnim izvještajima te razlozi njihova povećanja ili smanjenja.

Horizontalna analiza bilance usmjerena je na uspoređivanje pojedinih kategorija aktive i pasive u odnosu na njihovu vrijednost u prethodnom razdoblju.<sup>174</sup> Analizom dužeg vremenskog razdoblja (npr. 5 godina) uočavaju se tendencije i dinamika promjena pojedinih pozicija u bilanci.

---

<sup>174</sup> Šlibar, D. (2010.): *Instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja*, *Financije 5 / 2010*, str.23.

Tablica 1: Horizontalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - aktiva

Naziv pozicije	09/10	09/10%	10/11	10/11%	11/12	11/12%	12/13	12/13%
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	-		-		-		-	
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)</b>	<b>(40.241)</b>	<b>-2,7%</b>	<b>(54.189)</b>	<b>-3,8%</b>	<b>63.506</b>	<b>4,6%</b>	<b>(22.798)</b>	<b>-1,6%</b>
<b>I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)</b>	<b>(354)</b>	<b>-28,9%</b>	<b>(189)</b>	<b>-21,6%</b>	<b>158</b>	<b>23,1%</b>	<b>212</b>	<b>25,2%</b>
1. Izdaci za razvoj	-		-		-		-	
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostali	(375)	-34,5%	(172)	-24,2%	174	32,3%	176	24,6%
3. Goodwill	-		-		-		-	
4. Predumjovi za nabavu nematerijalne imovine	-		-		-		-	
5. Nematerijalna imovina u pripremi	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
6. Ostala nematerijalna imovina	20	45,9%	(17)	-25,5%	(17)	-34,3%	37	116,2%
<b>II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)</b>	<b>(39.949)</b>	<b>-2,7%</b>	<b>(52.309)</b>	<b>-3,7%</b>	<b>65.912</b>	<b>4,8%</b>	<b>(22.995)</b>	<b>-1,6%</b>
1. Zemljište	(15.992)	-7,1%	9.181	4,4%	-	0,0%	8.372	3,8%
2. Građevinski objekti	(55.771)	-4,8%	(55.761)	-5,1%	62.765	6,0%	(29.353)	-2,7%
3. Postrojenja i oprema	(6.691)	-22,6%	(3.622)	-15,8%	142	0,7%	1.521	7,8%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	(1.751)	-5,3%	(4.038)	-13,0%	11.826	43,8%	(1.921)	-4,9%
5. Biološka imovina	-		-		-		-	
6. Predumjovi za materijalnu imovinu	-	-100,0%	-		-		-	
7. Materijalna imovina u pripremi	(2.537)	-86,1%	8.069	1969,1%	(5.457)	-64,4%	(451)	-14,9%
8. Ostala materijalna imovina	(1.291)	-12,7%	(2.154)	-24,3%	313	4,7%	(942)	-13,4%
9. Ulaganje u nekretnine	44.083		(3.985)	-9,0%	(3.677)	-9,2%	(221)	-0,6%
<b>III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)</b>	<b>63</b>	<b>0,5%</b>	<b>(1.691)</b>	<b>-13,4%</b>	<b>(2.563)</b>	<b>-23,5%</b>	<b>(15)</b>	<b>-0,2%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	145	29,1%	130	20,2%	715	92,6%	3	0,2%
2. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	(78)	-0,7%	(1.791)	-15,2%	(3.135)	-31,4%	(18)	-0,3%
3. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom	-		-		-		-	
4. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom	-		-		-		-	
5. Ulaganja u vrijednosne papire	-	-2,3%	(30)	-17,3%	(142)	-100,0%	-	
6. Dani zajmovi, depoziti i slično	-		-		-		-	
7. Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela	-		-		-		-	
8. Ostala dugotrajna financijska imovina	-		-		-		-	
<b>IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)</b>	<b>-</b>		<b>-</b>		<b>-</b>		<b>-</b>	
<b>V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA</b>	<b>-</b>		<b>-</b>		<b>-</b>		<b>345</b>	
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)</b>	<b>16.337</b>	<b>14,2%</b>	<b>68.145</b>	<b>52,0%</b>	<b>(33.432)</b>	<b>-16,8%</b>	<b>90.455</b>	<b>54,5%</b>
<b>I. ZALIHE (AOP 039 do 045)</b>	<b>1.363</b>	<b>57,9%</b>	<b>64</b>	<b>1,7%</b>	<b>20</b>	<b>0,5%</b>	<b>(213)</b>	<b>-5,6%</b>
1. Sirovine i materijal	1.360	57,8%	59	1,6%	12	0,3%	(202)	-5,3%
2. Proizvodnja u tijeku	-		-		-		-	
3. Gotovi proizvodi	-		-		-		-	
4. Trgovačka roba	3	241,3%	5	136,4%	9	96,7%	(12)	-68,4%
5. Predumjovi za zalihe	-		-		-		-	
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	-		-		-		-	
7. Biološka imovina	-		-		-		-	
<b>II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)</b>	<b>(2.760)</b>	<b>-19,8%</b>	<b>957</b>	<b>8,5%</b>	<b>16.230</b>	<b>133,4%</b>	<b>3.238</b>	<b>11,4%</b>
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	-		-		-		-	
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	(2.385)	-23,8%	54	0,7%	(583)	-7,6%	818	11,5%
3. Potraživanja od kupaca	-		-		-		-	
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	65	146,8%	(75)	-67,9%	20	57,1%	41	73,3%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	(891)	-28,7%	206	9,3%	17.988	742,5%	1.217	6,0%
6. Ostala potraživanja	450	57,6%	772	62,7%	(1.195)	-59,7%	1.162	143,8%
<b>III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)</b>	<b>8.920</b>	<b>12,0%</b>	<b>43.561</b>	<b>52,4%</b>	<b>(1.030)</b>	<b>-0,8%</b>	<b>91.931</b>	<b>73,1%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	-		-		-		-	
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar grupe	-		-		-		-	
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe	-		-		-		-	
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	-		-		-		-	
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom	-		-		-		-	
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom	-		-		-		-	
7. Ulaganja u vrijednosne papire	-		-		126		(26)	-20,7%
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	8.920	12,0%	43.561	52,4%	(1.157)	-0,9%	91.957	73,2%
9. Ostala financijska imovina	-		-		-		-	
<b>IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI</b>	<b>8.813</b>	<b>36,4%</b>	<b>23.563</b>	<b>71,3%</b>	<b>(48.652)</b>	<b>-85,9%</b>	<b>(4.501)</b>	<b>-56,6%</b>
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHOD</b>	<b>308</b>	<b>17,6%</b>	<b>(828)</b>	<b>-40,2%</b>	<b>388</b>	<b>31,6%</b>	<b>1.945</b>	<b>120,2%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)</b>	<b>(23.596)</b>	<b>-1,5%</b>	<b>13.128</b>	<b>0,8%</b>	<b>30.463</b>	<b>1,9%</b>	<b>69.602</b>	<b>4,3%</b>
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>19</b>	<b>0,5%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Poduzeće Plava Laguna d.d. bilježi rast ukupne aktive tijekom petogodišnjeg razdoblja. U početku vidimo blagi pad ukupne imovine, ali nakon 2010. vidimo tendenciju rasta ukupne aktive.

Nematerijalna i materijalna imovina slično se kreću kao i ukupna aktiva, početkom promatranog razdoblja bilježe pad da bi na kraju razdoblja narasle na nešto nižu razinu od

početne. Iz tablice je vidljivo da je dugotrajna financijska imovina cijelo vrijeme bilježi rast i 2013. godine iznosi 257.276.559 kn.

Tablica 2: Horizontalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - pasiva

PASIVA								
<b>A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)</b>	<b>(9.400)</b>	<b>-0,7%</b>	<b>15.066</b>	<b>1,1%</b>	<b>29.853</b>	<b>2,1%</b>	<b>59.804</b>	<b>4,1%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	92.874	8,5%
II. KAPITALNE REZERVE	-	-	-	-	-	-	-	-
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	2.222	2,4%	1.258	1,3%	(1.218)	-1,3%	(2.073)	-2,2%
1. Zakonske rezerve	2.284	6,4%	2.691	7,1%	1.529	3,8%	-	0,0%
2. Rezerve za vlastite dionice	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	(412)	-3,5%
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	(412)	-3,5%
4. Statutarne rezerve	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ostale rezerve	(62)	-0,1%	(1.433)	-2,5%	(2.747)	-4,9%	(2.073)	-3,9%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	-	0,0%	-	0,0%	(54.869)	-100,0%	-	-
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Fer vrijednost financijske imovine raspoložive za prodaju	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Učinkoviti dio zaštite novčanih tokova	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Učinkoviti dio zaštite neto ulaganja u inozemstvu	-	-	-	-	-	-	-	-
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	(22.114)	-17,1%	(1.560)	-1,5%	68.263	64,4%	(58.412)	-33,5%
1. Zadržana dobit	(22.114)	-17,1%	(1.560)	-1,5%	68.263	64,4%	(58.412)	-33,5%
2. Preneseni gubitak	-	-	-	-	-	-	-	-
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	10.013	20,2%	14.493	24,3%	18.900	25,5%	26.549	28,5%
1. Dobit poslovne godine	10.013	20,2%	14.493	24,3%	18.900	25,5%	26.549	28,5%
2. Gubitak poslovne godine	-	-	-	-	-	-	-	-
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	479	2,2%	875	4,0%	(1.223)	-5,4%	865	4,0%
<b>B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)</b>	<b>(337)</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>1.344</b>	<b>53,0%</b>	<b>1.134</b>	<b>29,2%</b>
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze	-	-	-	-	146	-	(100)	-68,9%
2. Rezerviranja za porezne obveze	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Rezerviranja za započete sudske sporove	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Druga rezerviranja	(337)	-11,7%	-	0,0%	1.199	47,3%	1.234	33,0%
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)</b>	<b>(9.886)</b>	<b>-13,6%</b>	<b>(9.645)</b>	<b>-15,3%</b>	<b>(10.483)</b>	<b>-19,7%</b>	<b>(9.245)</b>	<b>-21,6%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	(9.886)	-13,6%	(9.645)	-15,3%	(10.483)	-19,7%	(9.245)	-21,6%
7. Obveze za predujmove	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Obveze prema dobavljačima	-	-	-	-	-	-	-	-
9. Obveze po vrijednosnim papirima	-	-	-	-	-	-	-	-
10. Ostale dugoročne obveze	-	-	-	-	-	-	-	-
11. Odgođena porezna obveza	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)</b>	<b>(2.142)</b>	<b>-3,1%</b>	<b>1.570</b>	<b>2,4%</b>	<b>9.420</b>	<b>13,9%</b>	<b>14.610</b>	<b>18,9%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	114	0,8%	210	1,4%	(292)	-2,0%	5.186	35,4%
7. Obveze za predujmove	(489)	-15,1%	102	3,7%	3.438	120,3%	8.483	134,7%
8. Obveze prema dobavljačima	1.128	7,6%	(434)	-2,7%	4.461	28,9%	2.423	12,2%
9. Obveze po vrijednosnim papirima	-	-	-	-	-	-	-	-
10. Obveze prema zaposlenicima	(462)	-3,1%	(334)	-2,3%	1.604	11,5%	(35)	-0,2%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	(833)	-6,1%	1.875	14,6%	(5.099)	-34,7%	727	7,6%
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	388	59,2%	(79)	-7,6%	2.316	240,4%	2.242	68,3%
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji	-	-	-	-	-	-	-	-
14. Ostale kratkoročne obveze	(1.988)	-29,5%	231	4,9%	2.990	60,0%	(4.417)	-55,4%
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>(1.831)</b>	<b>-45,8%</b>	<b>6.137</b>	<b>282,9%</b>	<b>329</b>	<b>4,0%</b>	<b>3.299</b>	<b>38,2%</b>
<b>F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)</b>	<b>(23.596)</b>	<b>-1,5%</b>	<b>13.128</b>	<b>0,8%</b>	<b>30.463</b>	<b>1,9%</b>	<b>69.602</b>	<b>4,3%</b>
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>19</b>	<b>0,5%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Kapital i rezerve bilježe blage oscilacije tijekom promatranog razdoblja te u 2013. imaju najviši iznos od 1.532.156.439 kn. Revalorizacijske rezerve više ne postoje u 2012. i 2013. godini.

Dugoročne obveze koje čine obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama

smanjene su kroz razdoblje zbog redovne otplate i djelomične prijevremene otplate dugoročnog kredita poslovnoj banci, uz najznačajnije smanjenje u posljednje dvije godine od 19,7% i 21,6%.

Kratkoročne obveze pak bilježe eksponencijalni rast te ih najviše čine obveze prema dobavljačima (2013 godine 22.342.743 kn). Obveze za vrijednosne papire su ukinute nakon 2009. godine.

Rezerviranja su tijekom početnog perioda smanjena, da bi se krajem razdoblja povećala jer u strukturi izvora imovine društvo nastavlja s politikom zadržavanja ostvarenih zarada i formiranja rezervi.

Tablica 3: Horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune prije spajanja

Naziv pozicije	09./10.	09/10%	10./11.	10/11%	11./12.	11/12%	12./13.	12/13%
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>(3.334)</b>	<b>-0,68%</b>	<b>36.282</b>	<b>7,51%</b>	<b>20.112</b>	<b>3,87%</b>	<b>45.478</b>	<b>8,43%</b>
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	2.732	0,58%	40.805	8,59%	20.378	3,95%	44.369	8,27%
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe	(6.066)	-42,39%	(4.524)	-54,89%	(265)	-7,14%	1.109	32,12%
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>(9.890)</b>	<b>-2,33%</b>	<b>19.079</b>	<b>4,60%</b>	<b>18.126</b>	<b>4,18%</b>	<b>17.770</b>	<b>3,93%</b>
2. Materijalni troškovi	(2.762)	-2,15%	11.362	9,02%	4.064	2,96%	18.232	12,90%
3. Troškovi osoblja	(3.586)	-2,85%	(40)	-0,03%	(171)	-0,14%	6.720	5,50%
4. Amortizacija	(45)	-0,04%	(1.653)	-1,50%	12.938	11,88%	5.174	4,25%
5. Ostali troškovi	(1.516)	-2,75%	2.260	4,22%	7.637	13,69%	(12.686)	-20,00%
6. Vrijednosna usklađenja	241	74,25%	7.668	1353,04%	(7.495)	-91,02%	(177)	-23,88%
7. Rezerviranja	(1.869)	-87,99%	(157)	-61,40%	1.366	1386,95%	192	13,12%
8. Ostali poslovni rashodi	(354)	-17,20%	(361)	-21,22%	(213)	-15,89%	315	27,98%
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>(3.231)</b>	<b>-25,86%</b>	<b>4.387</b>	<b>47,36%</b>	<b>(2.869)</b>	<b>-21,02%</b>	<b>1.690</b>	<b>15,68%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezar	145	-	(15)	-10,16%	585	450,12%	(715)	-100,00%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovez	(3.536)	-29,85%	4.493	54,08%	(3.675)	-28,71%	2.663	29,17%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa	(91)	-19,81%	21	5,64%	(5)	-1,39%	-	0,00%
4. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ostali financijski prihodi	251	131,86%	(113)	-25,53%	227	68,91%	(258)	-46,40%
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>(8.472)</b>	<b>-73,01%</b>	<b>2.950</b>	<b>94,16%</b>	<b>(690)</b>	<b>-11,34%</b>	<b>204</b>	<b>3,78%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični rashodi iz odnosa s povezar	(663)	-100,00%	-	-	-	-	-	-
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični rashodi iz odnosa s nepovez	(7.801)	-71,35%	2.784	88,86%	(523)	-8,85%	(79)	-1,46%
4. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	(9)	-100,00%	166	-	(166)	-100,00%	256	-
5. Ostali financijski rashodi	-	-	-	-	-	-	26	-
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>-</b>
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>(6.564)</b>	<b>-1,32%</b>	<b>40.668</b>	<b>8,26%</b>	<b>17.243</b>	<b>3,23%</b>	<b>47.171</b>	<b>8,57%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>(18.363)</b>	<b>-4,21%</b>	<b>22.029</b>	<b>5,27%</b>	<b>17.436</b>	<b>3,96%</b>	<b>17.974</b>	<b>3,93%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>11.799</b>	<b>18,78%</b>	<b>18.640</b>	<b>24,98%</b>	<b>(193)</b>	<b>-0,21%</b>	<b>29.197</b>	<b>31,37%</b>
1. Dobit prije oporezivanja	11.799	18,78%	18.640	24,98%	(193)	-0,21%	29.197	31,37%
2. Gubitak prije oporezivanja	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>1.661</b>	<b>12,97%</b>	<b>3.751</b>	<b>25,93%</b>	<b>(17.929)</b>	<b>-98,41%</b>	<b>1.525</b>	<b>527,66%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>10.138</b>	<b>20,27%</b>	<b>14.888</b>	<b>24,75%</b>	<b>17.736</b>	<b>23,63%</b>	<b>27.672</b>	<b>29,82%</b>
1. Dobit razdoblja	10.138	20,27%	14.888	24,75%	17.736	23,63%	27.672	29,82%
2. Gubitak razdoblja	-	-	-	-	-	-	-	-

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka usmjerena je na razmatranje tendencija i dinamike promjena pojedinih pozicija RDG-a tijekom određenog razdoblja. Poslovni prihodi bilježe u 2010. blagi pad no do kraja promatranog razdoblja vidi se rast poslovnih prihoda do iznosa od 585.194.527 kuna. Do blagog pada poslovnih prihoda od 0,68% došlo je 2010. godine, a najveći rast primjetan je 2013. godine gdje su se poslovni prihodi povećali za 8,27%.



Što se tiče poslovnih rashoda, u početku je vidljiv blagi pad u 2010. godini od 2,33% te nakon te godine poslovni rashodi nastavljaju rasti do kraja razdoblja promatranja. Najveći rast ostvarili su materijalni troškovi, dok je amortizacija narasla za 11,88%.

Financijski prihodi su u svake godine osciliraju, dostižu čak i negativne vrijednosti od najviše relativne promjene od -25.86% u 2010. godini. Najviši financijski prihodi vidljivi su u 2013. godini i iznose 13.648.314 kuna.

Financijski rashodi su u 2009.godini najviši (11.604.817 kn) te se u narednim godinama spuštaju na upola manje razine.

Ukupni prihodi i ukupni rashodi rasli su od 2009. do 2013. godine te je poduzeće poslovalo s dobiti tijekom cijelog razdoblja. Dobit je narasla za 59.442.286 kn od početka do kraja razdoblja te je najviša bila u posljednjoj, 2013. godini.

Tablica 4: Horizontalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - aktiva

Naziv pozicije	09./10.	09/10%	10./11.	10/11%	11./12.	11/12%	12./13.	12/13%
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)</b>	<b>(20.105)</b>	<b>-1,6%</b>	<b>4.988</b>	<b>0,4%</b>	<b>11.207</b>	<b>0,9%</b>	<b>79.200</b>	<b>6,4%</b>
<b>I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)</b>	<b>505</b>	<b>30,2%</b>	<b>1.397</b>	<b>64,1%</b>	<b>107</b>	<b>3,0%</b>	<b>3.807</b>	<b>103,3%</b>
1. Izdaci za razvoj								
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala prava	456	27,2%	1.406	66,0%	148	4,2%	3.807	103,3%
3. Goodwill								
4. Predujmovi za nabavu nematerijalne imovine								
5. Nematerijalna imovina u pripremi	49		(9)	-17,9%	(40)	-100,0%		
6. Ostala nematerijalna imovina								
<b>II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)</b>	<b>(26.369)</b>	<b>-2,2%</b>	<b>9.770</b>	<b>0,8%</b>	<b>21.694</b>	<b>1,8%</b>	<b>75.257</b>	<b>6,1%</b>
1. Zemljište		0,0%		0,0%		0,0%	(93.811)	-100,0%
2. Građevinski objekti	(15.013)	-1,5%	10.573	1,0%	20.639	2,0%	257.322	24,5%
3. Postrojenja i oprema	(8.364)	-10,1%	303	0,4%	(182)	-0,2%	(74.906)	-100,0%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	(3.242)	-21,1%	(1.435)	-11,8%	(2.837)	-26,5%	(7.881)	-100,0%
5. Biološka imovina								
6. Predujmovi za materijalnu imovinu		-100,0%	230		250	108,7%	(480)	-100,0%
7. Materijalna imovina u pripremi	330		99	30,1%	3.824	892,4%	(4.253)	-100,0%
8. Ostala materijalna imovina	11	1,5%		0,0%		0,0%	(734)	-100,0%
9. Ulaganje u nekretnine								
<b>III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)</b>	<b>(87)</b>	<b>-26,4%</b>	<b>(63)</b>	<b>-25,7%</b>	<b>(27)</b>	<b>-15,1%</b>	<b>(24)</b>	<b>-15,4%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe								
2. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom								
3. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom								
4. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom								
5. Ulaganja u vrijednosne papire								
6. Dani zajmovi, depoziti i slično	(87)	-26,4%	(63)	-25,7%	(27)	-15,1%	(24)	-15,4%
7. Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela								
8. Ostala dugotrajna financijska imovina								
<b>IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)</b>	<b>(19)</b>	<b>-2,6%</b>	<b>(208)</b>	<b>-28,6%</b>	<b>(104)</b>	<b>-20,0%</b>	<b>159</b>	<b>38,2%</b>
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe								
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom								
3. Potraživanja od kupaca								
4. Ostala potraživanja	(19)	-2,6%	(208)	-28,6%	(104)	-20,0%	159	38,2%
<b>V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA</b>	<b>5.866</b>	<b>44,3%</b>	<b>(5.909)</b>	<b>-30,9%</b>	<b>(10.463)</b>	<b>-79,3%</b>	<b>1</b>	<b>0,0%</b>
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)</b>	<b>(5.151)</b>	<b>-11,3%</b>	<b>16.136</b>	<b>40,1%</b>	<b>9.778</b>	<b>17,3%</b>	<b>1.650</b>	<b>2,5%</b>
<b>I. ZALIHE (AOP 039 do 045)</b>	<b>(733)</b>	<b>-34,2%</b>	<b>1.198</b>	<b>84,9%</b>	<b>269</b>	<b>10,3%</b>	<b>(725)</b>	<b>-25,2%</b>
1. Sirovine i materijal	(113)	-7,9%	90	6,8%	619	44,2%	134	6,6%
2. Proizvodnja u tijeku								
3. Gotovi proizvodi			86		(29)	-33,6%	(57)	-100,0%
4. Trgovačka roba	(29)	-22,1%	1.022	1015,7%	(321)	-28,6%	(801)	-100,0%
5. Predujmovi za zalihe		-100,0%						
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji								
7. Biološka imovina								
<b>II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)</b>	<b>(8.251)</b>	<b>-37,2%</b>	<b>(4.415)</b>	<b>-31,7%</b>	<b>1.252</b>	<b>13,1%</b>	<b>22.822</b>	<b>211,7%</b>
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe								
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom							33.604	
3. Potraživanja od kupaca	(10.222)	-53,0%	(2.578)	-28,5%	(1.466)	-22,7%	(5.004)	-100,0%
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	52	150,7%	44	50,9%	39	29,6%	(170)	-100,0%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	535	32,7%	(495)	-22,8%	2.365	141,2%	(4.041)	-100,0%
6. Ostala potraživanja	1.384	110,2%	(1.387)	-52,5%	314	25,1%	(1.567)	-100,0%
<b>III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)</b>	<b>4.431</b>	<b>25,1%</b>	<b>15.188</b>	<b>68,8%</b>	<b>7.874</b>	<b>21,1%</b>	<b>(21.187)</b>	<b>-46,9%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe								
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar grupe								
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe								
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom								
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom		0,0%	(0)	-0,3%	(13)	-11,5%	(100)	-100,0%
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom								
7. Ulaganja u vrijednosne papire	10.958	126,5%	(1.120)	-5,7%	(15.015)	-81,2%	16.614	477,1%
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	(6.527)	-73,6%	16.307	694,9%	22.902	122,8%	(37.700)	-90,7%
9. Ostala financijska imovina								
<b>IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI</b>	<b>(598)</b>	<b>-17,6%</b>	<b>4.166</b>	<b>148,3%</b>	<b>384</b>	<b>5,5%</b>	<b>740</b>	<b>10,1%</b>
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>142</b>	<b>93,9%</b>	<b>(29)</b>	<b>-9,9%</b>	<b>17</b>	<b>6,5%</b>	<b>(281)</b>	<b>-100,0%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)</b>	<b>(25.114)</b>	<b>-2,0%</b>	<b>21.095</b>	<b>1,7%</b>	<b>21.003</b>	<b>1,6%</b>	<b>80.569</b>	<b>6,2%</b>
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>31.844</b>	<b>8,3%</b>	<b>(47.313)</b>	<b>-11,4%</b>	<b>(41.478)</b>	<b>-11,3%</b>	<b>(325.714)</b>	<b>-100,0%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Istraturist d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Dugotrajna imovina u svim promatranim razdobljima oscilira zbog promjena vrijednosti nekretnina, postrojenja i opreme čija se vrijednost umanjuje kroz amortizaciju. Uvođenje viznog režima za Rusiju te stagnacija potražnje s tradicionalnih emitivnih tržišta dodatno je negativno utjecalo na prodaju turističkih aranžmana. Parcijalnom analizom uviđa se da je nematerijalna imovina imovina kojoj najveći dio čine koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala prava u stalnom porastu, dok ostale kategorije bilježe i rast i pad. Nematerijalna imovina u stalnom je porastu ponajviše zbog rasta iznosa koje poduzeće izdvaja na koncesije za kampove, turistička naselja te turistička zemljišta. Od promatranih 5 godina, 2013. posebno je zanimljiva zbog osjetnog rasta svih stavki dugotrajne imovine osim

dugotrajnih potraživanja. Nematerijalna imovina raste za 103,6% u odnosu na prethodnu godinu, materijalna imovina za 4,5%, a financijska imovina za čak pomalo nestvarnih 3551,5%. Rast materijalne imovine generiran je novim ulaganjima u građevinske objekte u svrhu unaprjeđenja kvalitete smještaja. Dugotrajna financijska imovina u 2013. godini bilježi porast od 3551,5% u odnosu na 2012. ponajprije zbog odobrenih zajmova povezanim poduzetnicima u iznosu od 5.480.500 kn. Kretanje ukupne kratkotrajne imovine uvelike je determinirano kretanjem ukupne kratkotrajne financijske imovine koja dominira u strukturi ukupne kratkotrajne imovine izuzev 2013. godine (dominacija ostalih potraživanja te njihov rast od 245,9% u odnosu na prethodnu godinu). Ukupna vrijednost imovine Istraturista na dan 31. prosinca 2013. godine iznosi 1.384,6 milijuna kuna i viša je za 6,1% u odnosu na kraj prethodne 2012. godine te je to ujedno i najviša vrijednost aktive u promatranom razdoblju.

Tablica 5: Horizontalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - pasiva

PASIVA								
<b>A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)</b>	<b>(28.182)</b>	<b>-3,8%</b>	<b>22.389</b>	<b>3,2%</b>	<b>47.188</b>	<b>6,5%</b>	<b>72.408</b>	<b>9,3%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL		0,0%		0,0%		0,0%	0	0,0%
II. KAPITALNE REZERVE								
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)		0,0%		0,0%		0,0%	0	0,0%
1. Zakonske rezerve		0,0%		0,0%		0,0%	0	0,0%
2. Rezerve za vlastite dionice								
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)								
4. Statutarne rezerve								
5. Ostale rezerve								
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE								
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)								
1. Fer vrijednost financijske imovine raspoložive za prodaju								
2. Učinkoviti dio zaštite novčanih tokova								
3. Učinkoviti dio zaštite neto ulaganja u inozemstvu								
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENEŠENI GUBITAK (AOP 082-083)	37.577	18,3%	(28.182)	-11,6%	22.389	10,5%	47.187	19,9%
1. Zadržana dobit	37.577	18,3%	(28.182)	-11,6%	22.389	10,5%	47.187	19,9%
2. Prenešeni gubitak								
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	(9.394)	-25,0%	(5.793)	-20,6%	24.799	110,8%	25.220	53,4%
1. Dobit poslovne godine	(37.577)	-100,0%	22.389	24.799	110,8%	25.220	53,4%	
2. Gubitak poslovne godine								
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES								
<b>B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)</b>							<b>1.296</b>	
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze								
2. Rezerviranja za porezne obveze								
3. Rezerviranja za započete sudske sporove								
4. Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava								
5. Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima								
6. Druga rezerviranja							1.296	
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)</b>	<b>(12.287)</b>	<b>-2,8%</b>	<b>(27.903)</b>	<b>-6,6%</b>	<b>(40.761)</b>	<b>-10,3%</b>	<b>11.761</b>	<b>3,3%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe								
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe								
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom								
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom								
5. Obveze za zajmove, depozite i slično								
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	(12.287)	-2,8%	(27.903)	-6,6%	(40.761)	-10,3%	11.761	3,3%
7. Obveze za predujmove								
8. Obveze prema dobavljačima								
9. Obveze po vrijednosnim papirima								
10. Ostale dugoročne obveze								
11. Odgođena porezna obveza								
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)</b>	<b>15.355</b>	<b>12,8%</b>	<b>26.609</b>	<b>19,7%</b>	<b>14.576</b>	<b>9,0%</b>	<b>(4.896)</b>	<b>-2,8%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe								
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe								
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom								
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom								
5. Obveze za zajmove, depozite i slično								
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	10.168	14,0%	3.064	3,7%	5.666	6,6%	(1.604)	-1,8%
7. Obveze za predujmove	(734)	-27,3%	2.656	136,1%	216	4,7%	(4.823)	-100,0%
8. Obveze prema dobavljačima	667	2,6%	9.287	35,4%	9.320	26,2%	27.738	61,8%
9. Obveze po vrijednosnim papirima	6.612	887,8%	10.434	141,8%	(3.324)	-18,7%	(14.466)	-100,0%
10. Obveze prema zaposlenicima	(1.498)	-15,8%	1.776	22,3%	390	4,0%	(10.134)	-100,0%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	188	3,5%	(562)	-10,0%	1.816	36,0%	(6.453)	-94,1%
12. Obveze s osnovne udjela u rezultatu	(3)	-0,4%	(6)	-0,9%	-	0,0%	(689)	-100,0%
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji								
14. Ostale kratkoročne obveze	(44)	-1,7%	(40)	-1,5%	491	19,3%	5.536	182,2%
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>-</b>		<b>-</b>		<b>-</b>		<b>-</b>	
<b>F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)</b>	<b>(25.114)</b>	<b>-2,0%</b>	<b>21.095</b>	<b>1,7%</b>	<b>21.003</b>	<b>1,6%</b>	<b>80.569</b>	<b>6,2%</b>
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>31.844</b>	<b>8,3%</b>	<b>(47.313)</b>	<b>-11,4%</b>	<b>(41.478)</b>	<b>-11,3%</b>	<b>(325.714)</b>	<b>-100,0%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Istraturist d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Horizontalna analiza pasive pokazuje nam trendove u načinu financiranja poslovanja, a i samog poslovanja poduzeća. Iščitavanjem pada razine kapitala u 2010. godini u odnosu na 2009. dolazi se do zaključka da je u 2010. godini poduzeće ostvarilo gubitak u poslovanju koje je pokrilo iz zadržane dobiti iz prethodnih godina. U godinama koje su slijedile, poduzeće je ostvarivalo rast razine kapitala generiran na zadržavanju dobiti (Istraturist dividende dioničarima u promatranom razdoblju nije isplaćivalo). Ukupne dugoročne obveze smanjivale su se najviše iz razloga manjih dugoročnih obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama sve do 2013. godine kada su se uslijed investicija obveze prema bankama i povezanim osobama povećale. S druge strane, ukupne kratkoročne obveze u stalnom su rastu sve do 2013. godine kada u odnosu na 2012. godinu one padaju. Zanimljivo je istaknuti porast od 887,8 posto kratkoročnih obveza po financijskim instrumentima u 2010. u odnosu na 2009. godinu. Ukupne obveze Istraturista u 2013. godini iznose 536.240 milijuna kuna i veće su za 6.865 milijuna kuna odnosu na kraj prethodne godine. Kapital i rezerve u 2013. godini iznose najviših 847.1 milijuna kuna.

Tablica 6: Horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka Istraturista prije spajanja

Naziv pozicije	09./10.	09/10%	10./11.	10/11%	11./12.	11/12%	12./13.	12/13%
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>12.596</b>	<b>3,36%</b>	<b>40.696</b>	<b>10,49%</b>	<b>25.293</b>	<b>5,90%</b>	<b>13.858</b>	<b>3,05%</b>
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	13.074	3,55%	40.654	10,67%	27.582	6,54%	14.576	3,25%
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	551		(551)	-100,00%	-	-	-	-
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe	(1.029)	-13,57%	593	9,05%	(2.288)	-32,01%	(718)	-14,77%
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>9.855</b>	<b>3,13%</b>	<b>29.209</b>	<b>9,01%</b>	<b>26.206</b>	<b>7,41%</b>	<b>6.431</b>	<b>1,69%</b>
2. Materijalni troškovi	8.422	6,82%	11.094	8,41%	14.927	10,44%	880	0,56%
3. Troškovi osoblja	4.296	4,81%	6.353	6,79%	(1.418)	-1,42%	20.198	20,50%
4. Amortizacija	(1.707)	-2,98%	495	0,89%	1.055	1,88%	2.699	4,73%
5. Ostali troškovi	7.230	21,35%	10.500	25,55%	7.107	13,77%	(58.712)	-100,00%
6. Vrijednosna usklađenja	(5.416)	-94,88%	(292)	-100,00%	478		(478)	-100,00%
7. Rezerviranja	(3.296)	-100,00%	163		4.582	2816,06%	(4.744)	-100,00%
8. Ostali poslovni rashodi	326	19,63%	896	45,08%	(524)	-18,17%	46.588	1973,87%
<b>III. FINANIJSKI PRIHODI</b>	<b>(5.353)</b>	<b>-50,96%</b>	<b>(1.775)</b>	<b>-34,46%</b>	<b>5.956</b>	<b>176,40%</b>	<b>(6.797)</b>	<b>-72,84%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	-	-	194	19,98%	840	71,92%	(2.007)	-100,00%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	-	7,81%	(1.289)	-44,02%	1.272	77,58%	(376)	-12,93%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine	(80)	-38,87%	(14)	-11,32%	3.221	2900,27%	(3.332)	-100,00%
5. Ostali financijski prihodi	(3.431)	-75,31%	(667)	-59,26%	623	135,97%	(1.081)	-100,00%
<b>IV. FINANIJSKI RASHODI</b>	<b>79.395</b>	<b>342,17%</b>	<b>(52.691)</b>	<b>-51,36%</b>	<b>(26.351)</b>	<b>-52,80%</b>	<b>(12.457)</b>	<b>-52,88%</b>
1. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi s povezanim poduzetnicima	-	471,13%	(56.207)	-62,44%	(15.742)	-46,56%	(18.071)	-52,88%
2. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	(762)	-11,38%	(349)	-5,88%	(1.047)	-18,75%	6.560	144,53%
3. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	5.898	792,01%	3.864	58,17%	(9.562)	-91,00%	(946)	-100,00%
4. Ostali financijski rashodi	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>25</b>	<b>-</b>
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>7.242</b>	<b>1,88%</b>	<b>38.920</b>	<b>9,90%</b>	<b>31.249</b>	<b>7,23%</b>	<b>7.086</b>	<b>1,53%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>89.250</b>	<b>26,43%</b>	<b>(23.482)</b>	<b>-5,50%</b>	<b>(145)</b>	<b>-0,04%</b>	<b>(6.027)</b>	<b>-1,49%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>(82.007)</b>	<b>-170,26%</b>	<b>62.402</b>	<b>-184,40%</b>	<b>31.394</b>	<b>109,92%</b>	<b>13.113</b>	<b>21,87%</b>
1. Dobit prije oporezivanja	(48.167)	-100,00%	28.562		31.394		1	13.113
2. Gubitak prije oporezivanja	33.840		(33.840)	-100,00%	-	-	-	-
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>(16.249)</b>	<b>-153,42%</b>	<b>11.830</b>	<b>-209,09%</b>	<b>6.595</b>	<b>106,85%</b>	<b>(12.107)</b>	<b>-94,82%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>(65.759)</b>	<b>-175,00%</b>	<b>50.572</b>	<b>-179,44%</b>	<b>24.799</b>	<b>110,76%</b>	<b>25.220</b>	<b>53,45%</b>
1. Dobit razdoblja	(37.577)	-100,00%	22.389		24.799		1	25.220
2. Gubitak razdoblja	28.182		(28.182)	-100,00%	-	-	-	-

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Istraturist d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Iako je Istraturist u 2010. godini ostvarila dobre rezultate iz poslovnih aktivnosti zbog većih prihoda i operativne efikasnosti, zbog negativnih kretanja kreditne zaduženosti u valuti CHF, ostvaruje gubitak od 28,2 milijuna kuna. To je dokaz da je najznačajniji rizik Istraturista upravo valutni rizik, vezan uz prihode na inozemnom tržištu i dugoročne kredite u valuti EUR i CHF. Iduće 2011. godine je Istraturist unatoč globalnom recesijskom okruženju ostvarila izuzetno dobre rezultate povećavši dobit za 50,6 milijuna u odnosu na gubitak u 2010. godini zbog višeg operativnog rezultata poslovanja i smanjenih neto financijskih rashoda za 51%. Stalni rast poslovnih prihoda generiran je prvenstveno povećanjem obujma poslovanja u segmentu kampova i rastom prosječnih cijena smještaja radi poboljšanja kvalitete i povećanja direktne prodaje. Najviša je dobit ostvarena u 2012. godini te je viša za 24,8 milijuna kuna u odnosu na prethodnu 2011. godinu. Razlog za to je prvenstveno smanjenje neto financijskih rashoda (-52%) zbog manje fluktuacije tečaja valute CHF. Porezni rashodi u 2013. godini manji su u odnosu na prijašnju godinu zbog stečenog prava korištenja poreznih poticaja za 2013. godinu u iznosu od 14,8 milijuna kuna. Neto dobit Istraturista u 2013. godini ostvarena je u iznosu od 72,4 milijuna kuna i povećana je za 25,2 milijuna kuna ili 53,45% u odnosu na prethodnu 2012. godinu.

#### **5.1.4 Vertikalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. i poduzeća Istraturist d.d prije spajanja na temelju bilance i računa dobiti i gubitka**

Vertikalna analiza bilance usmjerena je na razmatranje strukture aktive i pasive. Struktura aktive i pasive razmatra se na način se pojedina kategorija aktive (apsolutni iznos), odnosno pasive stavlja u odnos s ukupnom aktivom, odnosno pasivom.

Tablica 7: Vertikalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - aktiva

Naziv pozicije	udio 2009.	udio 2010.	udio 2011.	udio 2012.	udio 2013.
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)</b>	<b>92,64%</b>	<b>91,47%</b>	<b>87,26%</b>	<b>89,56%</b>	<b>84,48%</b>
<b>I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)</b>	<b>0</b>	<b>0,1%</b>	<b>0</b>	<b>0,1%</b>	<b>0</b>
1. Izdaci za razvoj					
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala pr	0,07%	0,05%	0,03%	0,04%	0,05%
3. Goodwill					
4. Predujmovi za nabavu nematerijalne imovine					
5. Nematerijalna imovina u pripremi	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
6. Ostala nematerijalna imovina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)</b>	<b>1</b>	<b>90,6%</b>	<b>1</b>	<b>89,0%</b>	<b>1</b>
1. Zemljište	14,28%	13,47%	13,94%	13,68%	13,61%
2. Građevinski objekti	72,74%	70,26%	66,14%	68,79%	64,18%
3. Postrojenja i oprema	1,87%	1,47%	1,22%	1,21%	1,25%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	2,07%	1,99%	1,71%	2,42%	2,20%
5. Biološka imovina					
6. Predujmovi za materijalnu imovinu					
7. Materijalna imovina u pripremi	0,19%	0,03%	0,54%	0,19%	0,15%
8. Ostala materijalna imovina	0,64%	0,57%	0,43%	0,44%	0,36%
9. Ulaganje u nekretnine	0,00%	2,82%	2,55%	2,27%	2,16%
<b>III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)</b>	<b>0</b>	<b>0,8%</b>	<b>0</b>	<b>0,5%</b>	<b>0</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	0,03%	0,04%	0,05%	0,09%	0,09%
2. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	0,75%	0,75%	0,63%	0,43%	0,41%
3. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom					
4. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim int	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ulaganja u vrijednosne papire					
6. Dani zajmovi, depoziti i slično					
7. Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela					
8. Ostala dugotrajna financijska imovina					
IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)	-	0,0%	-	0,0%	-
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	-	0,0%	-	0,0%	0
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)</b>	<b>7,24%</b>	<b>8,40%</b>	<b>12,66%</b>	<b>10,34%</b>	<b>15,31%</b>
<b>I. ZALIHE (AOP 039 do 045)</b>	<b>0</b>	<b>0,2%</b>	<b>0</b>	<b>0,2%</b>	<b>0</b>
1. Sirovine i materijal	0,15%	0,24%	0,24%	0,24%	0,21%
2. Proizvodnja u tijeku					
3. Gotovi proizvodi					
4. Trgovačka roba	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Predujmovi za zalihe					
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji					
7. Biološka imovina					
<b>II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)</b>	<b>0</b>	<b>0,7%</b>	<b>0</b>	<b>1,8%</b>	<b>0</b>
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe					
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	0,63%	0,49%	0,49%	0,44%	0,47%
3. Potraživanja od kupaca					
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,01%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	0,20%	0,14%	0,15%	1,27%	1,29%
6. Ostala potraživanja	0,05%	0,08%	0,13%	0,05%	0,12%
<b>III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)</b>	<b>0</b>	<b>5,3%</b>	<b>0</b>	<b>7,8%</b>	<b>0</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe					
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar grupe					
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe					
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom					
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom					
7. Ulaganja u vrijednosne papire	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	4,69%	5,33%	8,05%	7,83%	12,99%
9. Ostala financijska imovina					
IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI	0	2,1%	0	0,5%	0
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>0,11%</b>	<b>0,13%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,21%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,20%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

U strukturi aktive, najveći udio ima dugotrajna imovina. Tijekom cijelog razdoblja taj iznos je dominantan i zauzima oko 90% ukupne aktive. Najviše je iznosio 2009. godine (92,64%), a

tijekom razdoblja kontinuirano pada i 2013. godine iznosi 84,48%. Najveći udio je od materijalne imovine (83-91%).

Kratkotrajna imovina oscilira tijekom perioda razmatranja te joj je prosjek 13%. Najveći udio bio je 2013. godine, a iznosio je 15,31%. Minimum je iznosio 7,24%, a dosegnut je prve godine razmatranja, 2009. godine. Najveći udio u kratkotrajnoj imovini imala je financijska imovina, dok novac u banci i blagajni ne prelazi 4%, a najniži je u 2013. godini i iznosi 0,21%.

Tablica 8: Vertikalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - pasiva

PASIVA					
<b>A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)</b>	<b>90,65%</b>	<b>91,42%</b>	<b>91,62%</b>	<b>91,74%</b>	<b>91,50%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1	69,7%	1	67,8%	1
II. KAPITALNE REZERVE	-	0,0%	-	0,0%	-
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	0	6,1%	0	5,9%	0
1. Zakonske rezerve	2,25%	2,43%	2,58%	2,63%	2,52%
2. Rezerve za vlastite dionice	0,75%	0,76%	0,76%	0,74%	0,69%
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	0,75%	0,76%	0,76%	0,74%	0,69%
4. Statutarne rezerve					
5. Ostale rezerve	3,62%	3,67%	3,55%	3,31%	3,05%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	0	3,5%	0	0,0%	-
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	-	0,0%	-	0,0%	-
1. Fer vrijednost financijske imovine raspoložive za prodaju					
2. Učinkoviti dio zaštite novčanih tokova					
3. Učinkoviti dio zaštite neto ulaganja u inozemstvu					
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	0	6,9%	0	10,9%	0
1. Zadržana dobit	8,18%	6,89%	6,73%	10,85%	6,92%
2. Preneseni gubitak					
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	0	3,8%	0	5,8%	0
1. Dobit poslovne godine	3,13%	3,82%	4,71%	5,80%	7,14%
2. Gubitak poslovne godine					
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	0	1,4%	0	1,3%	0
<b>B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)</b>	<b>0,18%</b>	<b>0,16%</b>	<b>0,16%</b>	<b>0,24%</b>	<b>0,30%</b>
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze					0,00%
2. Rezerviranja za porezne obveze					
3. Rezerviranja za započete sudske sporove					
4. Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava					
5. Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima					
6. Druga rezerviranja	0,18%	0,16%	0,16%	0,23%	0,30%
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)</b>	<b>4,59%</b>	<b>4,03%</b>	<b>3,38%</b>	<b>2,67%</b>	<b>2,00%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe					
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe					
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom					
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Obveze za zajmove, depozite i slično					
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	4,59%	4,03%	3,38%	2,67%	2,00%
7. Obveze za predujmove					
8. Obveze prema dobavljačima					
9. Obveze po vrijednosnim papirima					
10. Ostale dugoročne obveze					
11. Odgođena porezna obveza					
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)</b>	<b>4,32%</b>	<b>4,25%</b>	<b>4,31%</b>	<b>4,82%</b>	<b>5,49%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe					
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe					
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom					
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Obveze za zajmove, depozite i slično					
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	0,92%	0,94%	0,95%	0,91%	1,18%
7. Obveze za predujmove	0,20%	0,18%	0,18%	0,39%	0,88%
8. Obveze prema dobavljačima	0,93%	1,02%	0,98%	1,24%	1,33%
9. Obveze po vrijednosnim papirima	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10. Obveze prema zaposlenicima	0,93%	0,92%	0,89%	0,97%	0,93%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0,86%	0,82%	0,93%	0,60%	0,62%
12. Obveze s osnovne udjela u rezultatu	0,04%	0,07%	0,06%	0,20%	0,33%
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji					
14. Ostale kratkoročne obveze	0,43%	0,30%	0,32%	0,50%	0,21%
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,14%</b>	<b>0,53%</b>	<b>0,54%</b>	<b>0,71%</b>
<b>F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,20%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

U strukturi pasive, najveći udio imaju kapital i rezerve. Nakon kapitala i rezervi slijede dugoročne obveze, a zatim kratkoročne obveze. Udio kapitala i rezervi tijekom godina oscilira na razini od 90%, a rezerviranja su najveća 2013. godine te se tu prvi puta pojavljuju



rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze. Najveći udio unutar kapitala i rezervi ima upisani kapital. Taj udio iznosi između 69 i 70% ukupne pasive.

Dugoročne obveze 2009. godine imale su najviši udio od 4,59% u ukupnoj strukturi pasive. Tijekom razdoblja su postupno smanjivane te najveći udio unutar dugoročnih obaveza zauzimaju obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama. Kratkoročne imaju relativno konstantan udio (između 4 i 5%), a najveći udio bio je 5,49% 2013. godine.

Tablica 9: Vertikalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune prije spajanja

Naziv pozicije	udio 2009.	udio 2010.	udio 2011.	udio 2012.	udio 2013.
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>97,50%</b>	<b>98,12%</b>	<b>97,44%</b>	<b>98,04%</b>	<b>97,91%</b>
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe					
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga					
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe					
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>85,09%</b>	<b>84,21%</b>	<b>81,37%</b>	<b>82,11%</b>	<b>78,61%</b>
2. Materijalni troškovi	25,79%	25,57%	25,75%	25,68%	26,71%
3. Troškovi osoblja	25,22%	24,83%	22,92%	22,18%	21,55%
4. Amortizacija	22,15%	22,44%	20,42%	22,13%	21,25%
5. Ostali troškovi	11,03%	10,87%	10,46%	11,52%	8,49%
6. Vrijednosna usklađenja	0,07%	0,12%	1,54%	0,13%	0,09%
7. Rezerviranja	0,43%	0,05%	0,02%	0,27%	0,28%
8. Ostali poslovni rashodi	0,41%	0,35%	0,25%	0,20%	0,24%
<b>III. FINANCUSKI PRIHODI</b>	<b>2,50%</b>	<b>1,88%</b>	<b>2,56%</b>	<b>1,96%</b>	<b>2,09%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima					
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima	2,37%	1,69%	2,40%	1,66%	1,97%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa					
4. Nerealizirani dobici (prihodi) od financijske imovine					
5. Ostali financijski prihodi	0,04%	0,09%	0,06%	0,10%	0,05%
<b>IV. FINANCUSKI RASHODI</b>	<b>2,32%</b>	<b>0,64%</b>	<b>1,14%</b>	<b>0,98%</b>	<b>0,94%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični rashodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični rashodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima					
4. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%	0,04%
5. Ostali financijski rashodi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>					
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>87,41%</b>	<b>84,85%</b>	<b>82,51%</b>	<b>83,09%</b>	<b>79,54%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>12,59%</b>	<b>15,15%</b>	<b>17,49%</b>	<b>16,91%</b>	<b>20,46%</b>
1. Dobit prije oporezivanja	12,59%	15,15%	17,49%	16,91%	20,46%
2. Gubitak prije oporezivanja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>2,57%</b>	<b>2,94%</b>	<b>3,42%</b>	<b>0,05%</b>	<b>0,30%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>10,02%</b>	<b>12,21%</b>	<b>14,07%</b>	<b>16,85%</b>	<b>20,15%</b>
1. Dobit razdoblja	10,02%	12,21%	14,07%	16,85%	20,15%
2. Gubitak razdoblja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka usmjerena je na stavljanje u odnos svih računovodstvenih kategorija računa dobiti u gubitka i ukupnih prihoda koji čine bazu za izračun (ukupni prihodi = 100 posto). Promatrajući strukturu prihoda, može se zaključiti da najveći udio zauzimaju poslovni prihodi koji dominiraju svake godine s više od 97% ukupnih prihoda tijekom cijelog razdoblja. Gotovo sav taj udio otpada na prihode od prodaje (izvan grupe). Financijski prihodi u ukupnim prihodima osciliraju na godišnjoj razini te u 2009. godini iznose 2,50% zatim iduće godine padaju ispod 2% da bi u 2011. dosegli najvišu razinu promatranog razdoblja j. 2,56%. U 2012. iznose manje od 2% ukupnih prihoda, a zatim u zadnjoj godini promatranog razdoblja iznova rastu malo iznad 2%.

Promatrajući rashode, zaključak je da najveći udio zauzimaju poslovni rashodi. Njihov udio je u ukupnim prihodima iznosi 85,09% 2009. godini te se smanjuje do 2013. s malim rastom nakon 2011. godine. U 2013. godini udio poslovnih rashoda u ukupnim prihodima iznosio je 78,61%. Financijski rashodi u 2009. godini iznosili su najviših 2,32% ukupnih prihoda te iduće godine naglo padaju ispod 1% zatim se stanje popravlja malo u 2011. na relativni iznos od 1,14% ukupnih prihoda da bi nastavili blagi pad u narednim godinama promatranog razdoblja.

Tablica 10: Vertikalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - aktiva

Naziv pozicije	udio 2009.	udio 2010.	udio 2011.	udio 2012.	udio 2013.
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)</b>	<b>96,46%</b>	<b>96,79%</b>	<b>95,59%</b>	<b>94,91%</b>	<b>95,10%</b>
<b>I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)</b>	<b>0,13%</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,54%</b>
1. Izdaci za razvoj					
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala pr	0,13%	0,17%	0,28%	0,28%	0,54%
3. Goodwill					
4. Predumovi za nabavu nematerijalne imovine					
5. Nematerijalna imovina u pripremi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Ostala nematerijalna imovina					
<b>II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)</b>	<b>95,22%</b>	<b>95,02%</b>	<b>94,22%</b>	<b>94,37%</b>	<b>94,31%</b>
1. Zemljište	7,29%	7,43%	7,31%	7,19%	0,00%
2. Građevinski objekti	80,21%	80,62%	80,12%	80,41%	94,31%
3. Postrojenja i oprema	6,46%	5,93%	5,85%	5,74%	0,00%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	1,20%	0,96%	0,84%	0,60%	0,00%
5. Biološka imovina					
6. Predumovi za materijalnu imovinu	0,01%	0,00%	0,02%	0,04%	0,00%
7. Materijalna imovina u pripremi	0,00%	0,03%	0,03%	0,33%	0,00%
8. Ostala materijalna imovina	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,00%
9. Ulaganje u nekretnine					
<b>III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,01%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe					
2. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom					
3. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom					
4. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim int	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ulaganja u vrijednosne papire	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Dani zajmovi, depoziti i slično					
7. Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela					
8. Ostala dugotrajna financijska imovina					
<b>IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,04%</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,04%</b>
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom					
3. Potraživanja od kupaca					
4. Ostala potraživanja	0,06%	0,06%	0,04%	0,03%	0,04%
<b>V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA</b>	<b>1,03%</b>	<b>1,51%</b>	<b>1,03%</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,20%</b>
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)</b>	<b>3,53%</b>	<b>3,19%</b>	<b>4,39%</b>	<b>5,07%</b>	<b>4,90%</b>
<b>I. ZALIHE (AOP 039 do 045)</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,11%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,16%</b>
1. Sirovine i materijal	0,11%	0,10%	0,11%	0,15%	0,16%
2. Proizvodnja u tijeku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Gotovi proizvodi					
4. Trgovačka roba	0,01%	0,01%	0,09%	0,06%	0,00%
5. Predumovi za zalihe	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji					
7. Biološka imovina					
<b>II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)</b>	<b>1,72%</b>	<b>1,11%</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,83%</b>	<b>2,43%</b>
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,43%
3. Potraživanja od kupaca	1,50%	0,72%	0,50%	0,38%	0,00%
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	0,13%	0,17%	0,13%	0,31%	0,00%
6. Ostala potraživanja	0,10%	0,21%	0,10%	0,12%	0,00%
<b>III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)</b>	<b>1,37%</b>	<b>1,75%</b>	<b>2,90%</b>	<b>3,46%</b>	<b>1,73%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar grupe					
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe					
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim int	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim int	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Ulaganja u vrijednosne papire	0,67%	1,55%	1,44%	0,27%	1,45%
8. Dani zajmovi, depoziti i slično					
9. Ostala financijska imovina	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,54%</b>	<b>0,56%</b>	<b>0,58%</b>
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,00%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>29,73%</b>	<b>32,85%</b>	<b>28,62%</b>	<b>24,98%</b>	<b>0,00%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Istraturist d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Vertikalnom analizom bilance Istraturista prije akvizicije vidljivo je da dugotrajna imovina čini oko 95% ukupne imovine poduzeća neovisno o tome koja se godina promatra. Točnije, riječ je o dugotrajnoj materijalnoj imovini jer ostali oblici dugotrajne imovine u pravilu ne prelaze 1% posto ukupne imovine. Takva struktura imovine poduzeća Istraturist ni najmanje ne iznenađuje. Naime, poduzeće posluje u turističkom sektoru za koje je karakteristična pojava velikog broja građevinskih objekata potrebnih za poslovanje (npr. hotelske zgrade). Takva struktura imovine posljedično dovodi i do nepovoljnih pokazatelja likvidnosti za čiju je analizu ipak potrebno uzeti u obzir specifičnu djelatnost (kapitalno intenzivna djelatnost) u kojoj poduzeće posluje koja zahtjeva dominaciju dugotrajne materijalne imovine. Kratkotrajna imovina isto tako oscilira tijekom perioda razmatranja te joj je prosjek malo iznad 1%. Minimum je iznosio 0,21%, 2012. i 2013. godine. Najveći udio u kratkotrajnoj imovini imala je financijska imovina i potraživanja, s tim da su to i dalje niski relativni iznosi koji ne prelaze 2%.

Tablica 11: Vertikalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - pasiva

PASIVA					
<b>A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)</b>	<b>56,97%</b>	<b>55,87%</b>	<b>56,70%</b>	<b>59,41%</b>	<b>61,18%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	36,32%	37,04%	36,44%	35,85%	33,76%
II. KAPITALNE REZERVE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	1,82%	1,85%	1,82%	1,79%	1,69%
1. Zakonske rezerve	1,82%	1,85%	1,82%	1,79%	1,69%
2. Rezerve za vlastite dionice	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Statutarne rezerve					
5. Ostale rezerve					
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1. Fer vrijednost financijske imovine raspoložive za prodaju					
2. Učinkoviti dio zaštite novčanih tokova					
3. Učinkoviti dio zaštite neto ulaganja u inozemstvu					
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	15,92%	19,21%	16,70%	18,15%	20,50%
1. Zadržana dobit	15,92%	19,21%	16,70%	18,15%	20,50%
2. Preneseni gubitak	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	2,92%	2,23%	1,74%	3,62%	5,23%
1. Dobit poslovne godine	2,92%	0,00%	1,74%	3,62%	5,23%
2. Gubitak poslovne godine					
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,09%</b>
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze					
2. Rezerviranja za porezne obveze					
3. Rezerviranja za započete sudske sporove					
4. Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava					
5. Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima					
6. Druga rezerviranja					
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)</b>	<b>33,72%</b>	<b>32,77%</b>	<b>30,60%</b>	<b>27,43%</b>	<b>28,35%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe					
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe					
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom					
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Obveze za zajmove, depozite i slično					
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	33,72%	33,42%	30,70%	27,08%	26,35%
7. Obveze za predujmove					
8. Obveze prema dobavljačima					
9. Obveze po vrijednosnim papirima					
10. Ostale dugoročne obveze					
11. Odgođena porezna obveza					
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)</b>	<b>9,30%</b>	<b>10,70%</b>	<b>12,60%</b>	<b>13,52%</b>	<b>12,38%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe					
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe					
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom					
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Obveze za zajmove, depozite i slično					
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	5,63%	6,55%	6,68%	7,01%	6,49%
7. Obveze za predujmove	0,21%	0,15%	0,36%	0,37%	0,00%
8. Obveze prema dobavljačima	1,99%	2,08%	2,77%	3,44%	5,24%
9. Obveze po vrijednosnim papirima	0,06%	0,58%	1,39%	1,11%	0,00%
10. Obveze prema zaposlenicima	0,74%	0,63%	0,76%	0,78%	0,00%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0,42%	0,44%	0,39%	0,53%	0,03%
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	0,05%	0,06%	0,05%	0,05%	0,00%
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji					
14. Ostale kratkoročne obveze	0,20%	0,20%	0,20%	0,23%	0,62%
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>29,73%</b>	<b>32,85%</b>	<b>28,62%</b>	<b>24,98%</b>	<b>0,00%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Istraturist d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Vertikalna analiza pasive govori na koji se način poduzeće financira. Istraturist se financira kroz podjednak udio kapitala i obvezu financiranja. U strukturi ukupnih obveza dominiraju dugoročne u odnosu na kratkoročne obveze ponajviše zbog dugoročnih zajmova, odnosno kredita. Kretanje kratkoročnih obveza determinirano je kretanjem kratkoročnih zajmova,

odnosno kredita, dok ostale kratkoročne obveze nisu značajne (izuzev obveza prema dobavljačima). U strukturi pasive, najveći udio imaju kapital i rezerve koji osciliraju oscilira na razini između 54% i 60%. Nakon kapitala i rezervi slijede dugoročne obveze, a zatim kratkoročne obveze.

Rezerviranja su najveća 2013. godine te se tu prvi puta pojavljuju rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze. Najveći udio unutar kapitala i rezervi ima upisani kapital čiji udio iznosi u prosjeku 36% ukupne pasive, a zatim zadržana dobit ili preneseni gubitak sa između 15% i 22% s tim da se gubitak prenio 2011. i 2012. godine.

Dugoročne obveze 2009. godine imale su najviši udio od 33,72% u ukupnoj strukturi pasive. Tijekom razdoblja su postupno smanjivane te dugoročne obveze čine isključivo obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama. Kratkoročne obveze se kreću od 119 do 200 milijuna kuna, a najveći udio bio je 2013. godine (15% ukupne pasive) budući da im je svake godine iznos rastao.

Tablica 12: Vertikalna analiza Računa dobiti i gubitka Istraturista prije spajanja

Naziv pozicije	udio 2009.	udio 2010.	udio 2011.	udio 2012.	udio 2013.
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>97,28%</b>	<b>98,69%</b>	<b>99,22%</b>	<b>97,99%</b>	<b>99,46%</b>
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	95,31%	96,88%	97,56%	96,94%	98,58%
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga		0,14%			
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe	1,97%	1,67%	1,65%	1,05%	0,88%
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)					
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>81,50%</b>	<b>82,51%</b>	<b>81,84%</b>	<b>81,97%</b>	<b>82,11%</b>
2. Materijalni troškovi	31,99%	33,54%	33,09%	34,08%	33,75%
3. Troškovi osoblja	23,14%	23,81%	23,13%	21,27%	25,24%
4. Amortizacija	14,83%	14,12%	12,97%	12,32%	12,71%
5. Ostali troškovi	8,78%	10,46%	11,94%	12,67%	0,00%
6. Vrijednosna usklađenja	1,48%	0,07%	0,00%	0,10%	0,00%
7. Rezerviranja	0,85%	0,00%	0,04%	1,02%	0,00%
8. Ostali poslovni rashodi	0,43%	0,51%	0,67%	0,51%	10,41%
<b>III. FINANCJSKI PRIHODI</b>	<b>2,72%</b>	<b>1,31%</b>	<b>0,78%</b>	<b>2,01%</b>	<b>0,54%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	0,78%	0,25%	0,27%	0,43%	0,00%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	0,70%	0,74%	0,38%	0,63%	0,54%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa					
4. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine					
5. Ostali financijski prihodi	1,18%	0,29%	0,11%	0,23%	0,00%
<b>IV. FINANCJSKI RASHODI</b>	<b>6,01%</b>	<b>26,10%</b>	<b>11,55%</b>	<b>5,08%</b>	<b>2,36%</b>
1. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi s povezanim poduzetnicima	4,08%	22,90%	7,83%	3,90%	0,00%
2. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi s nepovezanim poduzetnicima i drugim osobama	1,74%	1,51%	1,29%	0,98%	2,36%
3. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	0,19%	1,69%	2,43%	0,20%	0,00%
4. Ostali financijski rashodi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,01%</b>
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>					
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>87,52%</b>	<b>108,61%</b>	<b>93,39%</b>	<b>87,06%</b>	<b>84,47%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>12,48%</b>	<b>-8,61%</b>	<b>6,61%</b>	<b>12,94%</b>	<b>15,53%</b>
1. Dobit prije oporezivanja	12,48%	0,00%	6,61%	12,94%	15,53%
2. Gubitak prije oporezivanja	0,00%	8,61%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>2,74%</b>	<b>-1,44%</b>	<b>1,43%</b>	<b>2,76%</b>	<b>0,14%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>9,74%</b>	<b>-7,17%</b>	<b>5,18%</b>	<b>10,19%</b>	<b>15,39%</b>
1. Dobit razdoblja	9,74%	0,00%	5,18%	10,19%	15,39%
2. Gubitak razdoblja	0,00%	7,17%	0,00%	0,00%	0,00%

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Istraturist d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Kada se promatra struktura prihoda, može se zaključiti da najveći udio zauzimaju poslovni prihodi koji dominiraju svake godine s više od 97% ukupnih prihoda tijekom cijelog razdoblja. Gotovo sav taj udio otpada na prihode od prodaje usluga i smještaja. Zaključuje se da poduzeće prihode većinski ostvaruje kroz svoju poslovnu djelatnost, a manjinski na temelju financijskih aktivnosti.. Rashodi gledani kroz ukupne prihode kreću se oko 85 do 90% ukupnih prihoda ako izuzmemo 2010. godinu kada iznose više od 100 posto budući da je ostvaren gubitak poslovanja. Poslovni rashodi (materijalni troškovi i troškovi osoblja dominantni) kreću se svih godina na razini od oko 80 posto ukupnih prihoda, dok financijski rashodi 2010. godine čine čak 26 posto ukupnih prihoda (negativne tečajne razlike – aprecijacija CHF).

## **5.2 Analiza poslovanja poduzeća Plava laguna d.d. nakon akvizicije**

Naredno poglavlje prikazuje stanje poduzeća Plava laguna d.d. nakon akvizicije kroz horizontalnu i vertikalnu analizu te analizu uspješnosti poslovanja putem financijskih pokazatelja. Kao i u prethodnim poglavljima razdvojena je analiza bilance na analizu aktive i analizu pasive posebno.

### **5.2.1 Horizontalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. nakon spajanja pomoću bilance i računa dobiti i gubitka**

Tablica 13: Horizontalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - aktiva

Naziv pozicije	15/14	15/14%	16/15	16/15%	17/16	17/16%	18/17	18/17%
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)</b>	<b>(54.017)</b>	<b>-2,0%</b>	<b>(52.753)</b>	<b>-2,0%</b>	<b>63.616</b>	<b>2,5%</b>	<b>194.764</b>	<b>7,3%</b>
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)	(2.957)	-12,3%	(2.076)	-9,8%	1.715	9,0%	(1.046)	-5,0%
1. Izdaci za razvoj	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala prava	(2.915)	-28,8%	(767)	-10,7%	1.803	28,1%	(2.153)	-26,2%
3. Goodwill	-	-	-	-	-	-	12.480	-
4. Predujmovi za nabavu nematerijalne imovine	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Nematerijalna imovina u pripremi	-	0,0%	-	0,0%	(72)	-74,9%	(24)	-100,0%
6. Ostala nematerijalna imovina	(42)	-0,3%	(1.310)	-9,5%	(17)	-0,1%	(11.350)	-90,9%
II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)	(92.768)	-3,8%	(69.415)	-2,9%	42.118	1,8%	227.633	9,7%
1. Zemljište	3.814	1,4%	2.033	0,8%	3.426	1,3%	429	0,2%
2. Građevinski objekti	(80.553)	-4,0%	(70.154)	-3,6%	1.846	0,1%	191.734	10,2%
3. Postrojenja i oprema	(8.679)	-9,6%	(9.496)	-11,7%	5.198	7,2%	(38.847)	-50,4%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	(7.311)	-20,1%	(3.339)	-11,5%	(971)	-3,8%	50.880	205,5%
5. Biološka imovina	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Predujmovi za materijalnu imovinu	-	-	-	-	-	-	-	-
7. Materijalna imovina u pripremi	4.163	156,6%	15.906	233,2%	18.711	82,3%	(18.490)	-44,6%
8. Ostala materijalna imovina	(883)	-14,7%	(822)	-16,1%	648	15,1%	41.962	849,4%
9. Ulaganje u nekretnine	(3.318)	-9,5%	(3.543)	-11,2%	13.260	47,2%	(34)	-0,1%
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)	22.677	10,8%	37.342	16,1%	20.209	7,5%	(32.169)	-11,1%
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	22.031	10,8%	36.309	16,1%	19.032	7,3%	(33.977)	-12,1%
2. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	659	10,4%	1.064	15,3%	1.176	14,6%	1.846	20,0%
3. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ulaganja u vrijednosne papire	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Dani zajmovi, depoziti i slično	-	-12,8%	(32)	-35,5%	1	2,5%	(38)	-63,6%
7. Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Ostala dugotrajna financijska imovina	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)	-	-	-	-	-	-	-	-
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	19.030	-	(18.604)	-97,8%	(426)	-100,0%	345	-
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)</b>	<b>4.375</b>	<b>1,8%</b>	<b>12.522</b>	<b>5,0%</b>	<b>89.069</b>	<b>34,0%</b>	<b>(118.337)</b>	<b>-33,7%</b>
I. ZALIHE (AOP 039 do 045)	(512)	-10,7%	6	0,1%	624	14,7%	(322)	-6,6%
1. Sirovine i materijal	(506)	-11,2%	(75)	-1,9%	622	15,7%	(333)	-7,3%
2. Proizvodnja u tijeku	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Gotovi proizvodi	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Trgovačka roba	(5)	-2,2%	81	35,8%	2	0,6%	11	3,7%
5. Predujmovi za zalihe	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	-	-	-	-	-	-	-	-
7. Biološka imovina	-	-	-	-	-	-	-	-
II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)	(14.674)	-39,8%	(501)	-2,3%	(5.900)	-27,2%	25.720	162,6%
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	1.222	25,1%	(6.086)	-100,0%	-	-	-	-
3. Potraživanja od kupaca	-	-	4.711	-	4.477	95,0%	(904)	-9,8%
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	(175)	-45,6%	(13)	-6,2%	(117)	-59,7%	2	2,3%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	(9.021)	-41,1%	(6.387)	-49,4%	(338)	-5,2%	26.567	427,7%
6. Ostala potraživanja	(6.700)	-69,2%	7.274	243,5%	(9.922)	-96,7%	55	16,2%
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)	18.809	9,8%	7.535	3,6%	23.838	11,0%	(240.721)	-99,7%
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	-	0,0%	-	0,0%	(100)	-100,0%	(0)	-100,0%
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
7. Ulaganja u vrijednosne papire	84	5,7%	120	7,7%	157	9,3%	(1.840)	-100,0%
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	16.659	9,4%	(16.311)	-8,4%	61.333	34,4%	(238.876)	-99,7%
9. Ostala financijska imovina	2.066	17,6%	23.726	171,5%	(37.552)	-100,0%	(5)	-100,0%
IV. NOVAC U BANCIMA I BLAGAJNIMA	752	6,2%	5.483	42,6%	70.506	384,5%	96.985	109,2%
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>(779)</b>	<b>-41,1%</b>	<b>3.259</b>	<b>292,5%</b>	<b>(1.489)</b>	<b>-34,1%</b>	<b>1.738</b>	<b>60,3%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)</b>	<b>(50.421)</b>	<b>-1,7%</b>	<b>(36.972)</b>	<b>-1,3%</b>	<b>151.195</b>	<b>5,3%</b>	<b>78.165</b>	<b>2,6%</b>
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	(14.477)	-6,7%	(41.327)	-20,5%	(36.875)	-23,0%	(123.135)	-100,0%

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Poduzeće Plava Laguna d.d. bilježi rast ukupne aktive na kraju petogodišnjeg razdoblja što je rezultat povećanja financijske imovine uzrokovane kupnjom društva Istraturist d.d. U početku je vidljiv blagi pad ukupne imovine, ali nakon 2016. kreće tendencija rasta s najvećim rastom u 2017. godini od 5,3% (151.195.304 kn). 2015. godine likvidnost društva je smanjena, ali još uvijek zadovoljavajuća uz prisutnost radnog kapitala.

Iz tablice je vidljivo da je dugotrajna imovina relativno stabilna tijekom petogodišnjeg razdoblja, uz nešto veći rast 2018. godine (7,3%). Najveći rast vidljiv je kod materijalne



imovine, dok nematerijalna i financijska imovina bilježe pad. Kratkotrajna imovina bilježi pad tijekom razdoblja, najvećim dijelom zbog značajnog pada financijske imovine (2018/2017 pad 99,7%) - otplata dijela dugoročnog kredita poslovnoj banci iz vlastitih depozita.

U strukturi izvora imovine društvo nastavlja s politikom zadržavanja ostvarenih zarada i formiranja rezervi.

Tablica 14: Horizontalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - pasiva

PASIVA								
<b>A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)</b>	<b>173.164</b>	<b>10,9%</b>	<b>196.603</b>	<b>11,2%</b>	<b>225.361</b>	<b>11,5%</b>	<b>39.900</b>	<b>1,8%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	84.133	6,7%	37.824	2,8%	51.760	3,7%	7.619	0,5%
II. KAPITALNE REZERVE								
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	4.958	8,5%	4.214	6,6%	1.440	2,1%	51.890	74,9%
1. Zakonske rezerve	4.431	11,4%	3.393	7,8%	3.610	7,7%	2.588	5,1%
2. Rezerve za vlastite dionice	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	(10.748)	-93,6%
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	(10.748)	-93,6%
4. Statutarne rezerve	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ostale rezerve	527	2,7%	821	4,1%	1.062	5,1%	46.069	208,9%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE								
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	-	-	-	-	3.233	-	5	0,2%
1. Fer vrijednost financijske imovine raspoložive za prodaju	-	-	-	-	3.233	-	5	0,2%
2. Učinkoviti dio zaštite novčanih tokova	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Učinkoviti dio zaštite neto ulaganja u inozemstvu	-	-	-	-	-	-	-	-
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	(1.797)	-1,6%	125.337	114,4%	153.296	65,3%	(16.254)	-4,2%
1. Zadržana dobit	(1.797)	-1,6%	125.337	114,4%	153.296	65,3%	(16.254)	-4,2%
2. Preneseni gubitak	-	-	-	-	-	-	-	-
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	79.958	92,0%	41.868	25,1%	11.201	5,4%	56.715	25,8%
1. Dobit poslovne godine	79.958	92,0%	41.868	25,1%	11.201	5,4%	56.715	25,8%
2. Gubitak poslovne godine	-	-	-	-	-	-	-	-
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	5.913	9,5%	(12.641)	-18,5%	4.432	8,0%	(60.075)	-100,0%
<b>B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)</b>	<b>(3.231)</b>	<b>-85,7%</b>	<b>(537)</b>	<b>-100,0%</b>	<b>3.318</b>	<b>8,0%</b>	<b>1.253</b>	<b>37,8%</b>
1. Rezerviranja za mirovine, otpremine i slične obveze	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Rezerviranja za porezne obveze	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Rezerviranja za započete sudske sporove	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Druga rezerviranja	(3.231)	-85,7%	(537)	-100,0%	3.318	8,0%	1.253	37,8%
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)</b>	<b>(294.566)</b>	<b>-26,1%</b>	<b>(230.869)</b>	<b>-27,6%</b>	<b>(66.427)</b>	<b>-11,0%</b>	<b>53.135</b>	<b>9,9%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	(154.022)	-40,2%	(30.660)	-13,4%	(198.392)	-100,0%	-	-
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	(129.515)	-17,6%	(200.210)	-33,0%	121.498	29,9%	53.000	10,0%
7. Obveze za predujmove	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Obveze prema dobavljačima	-	-	-	-	-	-	-	-
9. Obveze po vrijednosnim papirima	-	-	-	-	-	-	-	-
10. Ostale dugoročne obveze	-	-	-	-	-	-	-	-
11. Odgođena porezna obveza	(11.028)	-100,0%	-	-	10.466	-	135	1,3%
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)</b>	<b>64.916</b>	<b>31,5%</b>	<b>(6.699)</b>	<b>-2,5%</b>	<b>(12.171)</b>	<b>-4,6%</b>	<b>(35.487)</b>	<b>-14,1%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	-	-	28.342	-	(28.342)	-100,0%	-	-
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	-	-	-	-	-	-	-	-
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	55.510	65,0%	(40.595)	-28,8%	(10.606)	-10,6%	(1.148)	-1,3%
7. Obveze za predujmove	(855)	-5,7%	4.679	33,1%	(556)	-3,0%	2.514	13,8%
8. Obveze prema dobavljačima	13.534	28,2%	56	0,1%	9.061	14,7%	(28.650)	-40,5%
9. Obveze po vrijednosnim papirima	(9.062)	-100,0%	-	-	-	-	-	-
10. Obveze prema zaposlenicima	3.364	15,1%	102	0,4%	2.795	10,9%	1.019	3,6%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	3.238	22,6%	365	2,1%	16.588	92,5%	(11.151)	-32,3%
12. Obveze s osnovne udjela u rezultatu	-	0,0%	(4)	-0,1%	-	0,0%	(2)	0,0%
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji	-	-	-	-	-	-	-	-
14. Ostale kratkoročne obveze	(813)	-13,0%	356	6,5%	(1.112)	-19,2%	1.932	41,1%
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>9.295</b>	<b>48,5%</b>	<b>4.532</b>	<b>15,9%</b>	<b>1.114</b>	<b>3,4%</b>	<b>19.364</b>	<b>56,8%</b>
<b>F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)</b>	<b>(39.393)</b>	<b>-1,3%</b>	<b>(36.972)</b>	<b>-1,3%</b>	<b>151.195</b>	<b>5,3%</b>	<b>78.165</b>	<b>2,6%</b>
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>(14.477)</b>	<b>-6,7%</b>	<b>(41.327)</b>	<b>-20,5%</b>	<b>(36.875)</b>	<b>-23,0%</b>	<b>(123.135)</b>	<b>-100,0%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Kapital i rezerve bilježe rast kroz promatrano razdoblje. Najveći razlog tome je rast temeljnog kapitala, ali i rezervi iz dobiti kako bi poduzeće poboljšalo strukturu izvora imovine.

Dugoročne obveze drastično su povećane u odnosu na 2013. godinu zbog financiranja transakcije kreditom poslovne banke i zajmom povezanog društva. Isto tako, one su znatno smanjene kroz razdoblje, uz najznačajnije smanjenje u prve dvije godine od 26,1% i 27,6%. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe su do kraja promatranog razdoblja uklonjene, dok su obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama smanjivane. Najznačajniji događaj 2017. godine je službeno potpisivanje Ugovora o pripajanju društva Istraturist d.d. čiji će efekti biti vidljivi u bilanci unutar stavke kapitala počevši od 1.1.2018.

Kratkoročne obveze su na početku perioda narasle zbog financiranja transakcije pripajanja kreditom te su se povećala ulaganja u podružnice i pridružena društva, međutim s krajem razdoblja kratkoročne obveze su smanjene na gotovo istu razinu kao i prve godine. Najviše su varirale obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama (rast 65% u drugoj godini) te obveze prema dobavljačima (smanjenje u 2018. godini za 40,5%, odnosno 28.650.111 kn).

Rezerviranja su tijekom početnog perioda smanjena, da bi se krajem razdoblja povećala.

Tablica 15: Horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune nakon spajanja

Naziv pozicije	15./14.	15/14%	16./15.	16/15%	17./16.	17/16%	18./17.	18/17%
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>498.782</b>	<b>102,43%</b>	<b>11.242</b>	<b>1,14%</b>	<b>87.220</b>	<b>8,75%</b>	<b>38.634</b>	<b>3,56%</b>
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	495.921	102,97%	8.258	0,84%	84.732	8,60%	28.192	2,63%
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	2.861	53,66%	2.984	36,43%	2.489	22,27%	10.442	76,42%
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>401.607</b>	<b>96,82%</b>	<b>(53.121)</b>	<b>-6,51%</b>	<b>59.753</b>	<b>7,83%</b>	<b>45.954</b>	<b>5,58%</b>
2. Materijalni troškovi	165.954	128,07%	(28.804)	-9,75%	26.849	10,07%	2.306	0,79%
3. Troškovi osoblja	115.341	100,72%	(877)	-0,38%	13.015	5,68%	4.431	1,83%
4. Amortizacija	60.944	54,40%	(8.472)	-4,90%	678	0,41%	47.363	28,67%
5. Ostali troškovi	42.473	79,63%	3.812	3,98%	2.831	2,84%	2.109	2,06%
6. Vrijednosna usklađenja	77	18,11%	(99)	-19,71%	3.311	825,00%	257	6,91%
7. Rezerviranja	1.803	(1.099)	(1.099)	-60,97%	224	31,86%	393	42,33%
8. Ostali poslovni rashodi	15.016	305,57%	(17.582)	-88,22%	12.844	547,17%	(10.903)	-71,77%
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>27.726</b>	<b>313,12%</b>	<b>(10.188)</b>	<b>-27,85%</b>	<b>(3.928)</b>	<b>-14,89%</b>	<b>(13.023)</b>	<b>-57,97%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	3.025	(631)	(631)	-20,86%	1.723	71,95%	(4.117)	-100,00%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima	(297)	-3,64%	5.859	74,56%	(655)	-4,78%	(4.583)	-35,09%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa	3	0,81%	(244)	-60,90%	218	139,35%	146	38,96%
4. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine	18.480	(15.177)	(15.177)	-82,13%	(3.139)	-95,07%	(163)	-100,00%
5. Ostali financijski prihodi	6.515	2165,11%	4	0,07%	(2.075)	-30,42%	(4.306)	-90,74%
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>71.393</b>	<b>1371,24%</b>	<b>(27.113)</b>	<b>-35,40%</b>	<b>(15.073)</b>	<b>-30,46%</b>	<b>(19.603)</b>	<b>-56,96%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični rashodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	16.046	740,02%	(6.249)	-34,31%	(9.142)	-76,41%	(2.823)	-100,00%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični rashodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima	54.690	2056,09%	(27.274)	-47,56%	(9.529)	-31,68%	(5.882)	-28,63%
4. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	(311)	-88,52%	6.450	15999,23%	(6.264)	-96,52%	(226)	-100,00%
5. Ostali financijski rashodi	968	3559,96%	(40)	-3,97%	9.863	1031,97%	(10.673)	-98,65%
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>9.668</b>	<b>78,20%</b>	<b>14.278</b>	<b>64,81%</b>	<b>(17.277)</b>	<b>-47,58%</b>	<b>9.381</b>	<b>49,29%</b>
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>536.175</b>	<b>105,51%</b>	<b>15.331</b>	<b>1,47%</b>	<b>66.015</b>	<b>6,23%</b>	<b>34.992</b>	<b>3,11%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>473.000</b>	<b>112,62%</b>	<b>(80.234)</b>	<b>-8,98%</b>	<b>44.680</b>	<b>5,50%</b>	<b>26.351</b>	<b>3,07%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>63.176</b>	<b>71,67%</b>	<b>95.565</b>	<b>63,15%</b>	<b>21.335</b>	<b>8,64%</b>	<b>8.641</b>	<b>3,22%</b>
1. Dobit prije oporezivanja	63.176	71,67%	95.565	63,15%	21.335	8,64%	8.641	3,22%
2. Gubitak prije oporezivanja	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>(23.751)</b>	<b>-1023,34%</b>	<b>55.518</b>	<b>-259,07%</b>	<b>8.903</b>	<b>26,12%</b>	<b>(42.752)</b>	<b>-99,44%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>86.927</b>	<b>101,28%</b>	<b>40.047</b>	<b>23,18%</b>	<b>12.432</b>	<b>5,84%</b>	<b>51.393</b>	<b>22,82%</b>
1. Dobit razdoblja	86.927	101,28%	40.047	23,18%	12.432	5,84%	51.393	22,82%
2. Gubitak razdoblja	-	-	-	-	-	-	-	-

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

Ukupni prihodi 2014. godine manji su u odnosu na 2013. godinu zbog povećanja stope PDV-a na usluge smještaja i ugostiteljstva s dotadašnjih 10% na 13%. Poslovni prihodi bilježe značajan rast tijekom razdoblja promatranja. Najveći rast primjetan je 2015. godine gdje su se poslovni prihodi povećali za 102,43% a za njihov porast zaslužno je između ostalog povećanje pensionskog prihoda. Najveći razlog udvostručenja prihoda je pripajanje poduzeća Istraturist Umag d.d. Gotovo svi prihodi su prihodi od prodaje (izvan grupe) koji su u 2015. udvostručeni. Do kraja perioda su imali kontinuirani rast.

Poslovni rashodi mijenjali su se sličnom dinamikom kao i poslovni prihodi. Što se tiče njihove strukture, kada se izuzme amortizacija, oni su na sličnoj razini i dokazuju uspješnost operativnih procesa. U početku je vidljiv rast u 2015. godini od 96,82% te blagi pad naredne 2016. godine (6,51%). Nastavili su rasti do kraja razdoblja promatranja. Najveći rast ostvarili su materijalni troškovi, troškovi osoblja te amortizacija.

Financijski prihodi su u 2015. godini zabilježili nagli rast (313,12%) te do kraja razdoblja kontinuirano padali (najviše 2018. godine 58%). Financijski rashodi mijenjali su se istom dinamikom sa snažnim rastom na početku razdoblja promatranja, te kontinuiranim padom do kraja 2018. godine.

Ukupni prihodi su snažno narasli od 2014. do 2018. godine (više nego dvostruko), najviše 2015. godine zbog pripajanja. Ukupni rashodi su također snažno narasli 2015. (pripajanje poduzeća Istraturist) i do kraja razdoblja rasli izuzevši pada 2016. godine od 9% (80 milijuna kn).

Budući da je rast rashoda manji od rasta prihoda, poduzeće je poslovalo s dobiti tijekom cijelog razdoblja te nije narušena ekonomičnost cjelokupnog poslovanja. Dobit je narasla za 190.798.577 kn od početka do kraja razdoblja. Najveći rast dosegnut je 2015. godine i iznosio je 71,67%. Značajan rast ostvaren je i u ostalim godinama uz minimalan rast 2018. godine od 3,22%.

### **5.2.2 Vertikalna analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Plava Laguna d.d. nakon spajanja pomoću bilance i računa dobiti i gubitka**

Tablica 16: Vertikalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - aktiva

Naziv pozicije	udio 2014.	udio 2015.	udio 2016.	udio 2017.	udio 2018.
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)</b>	<b>91,60%</b>	<b>91,33%</b>	<b>90,67%</b>	<b>88,22%</b>	<b>92,30%</b>
<b>I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)</b>	<b>0,82%</b>	<b>0,73%</b>	<b>0,67%</b>	<b>0,69%</b>	<b>0,64%</b>
1. Izdaci za razvoj					
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala pr	0,34%	0,25%	0,23%	0,27%	0,20%
3. Goodwill	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,40%
4. Predumovi za nabavu nematerijalne imovine					
5. Nematerijalna imovina u pripremi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Ostala nematerijalna imovina	0,47%	0,48%	0,44%	0,42%	0,04%
<b>II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)</b>	<b>83,66%</b>	<b>81,91%</b>	<b>80,54%</b>	<b>77,89%</b>	<b>83,30%</b>
1. Zemljište	9,07%	9,36%	9,55%	9,18%	8,97%
2. Građevinski objekti	68,81%	67,23%	65,64%	62,40%	67,03%
3. Postrojenja i oprema	3,06%	2,82%	2,52%	2,57%	1,24%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	1,24%	1,01%	0,90%	0,82%	2,45%
5. Biološka imovina					
6. Predumovi za materijalnu imovinu					
7. Materijalna imovina u pripremi	0,09%	0,24%	0,80%	1,38%	0,74%
8. Ostala materijalna imovina	0,20%	0,18%	0,15%	0,16%	1,52%
9. Ulaganje u nekretnine	1,19%	1,09%	0,98%	1,38%	1,34%
<b>III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)</b>	<b>7,12%</b>	<b>8,03%</b>	<b>9,44%</b>	<b>9,64%</b>	<b>8,35%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	6,90%	7,79%	9,16%	9,33%	7,99%
2. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	0,21%	0,24%	0,28%	0,31%	0,36%
3. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim int	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim int	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ulaganja u vrijednosne papire					
6. Dani zajmovi, depoziti i slično					
7. Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela					
8. Ostala dugotrajna financijska imovina					
<b>IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,66%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,01%</b>
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)</b>	<b>8,33%</b>	<b>8,63%</b>	<b>9,18%</b>	<b>11,68%</b>	<b>7,55%</b>
<b>I. ZALIH (AOP 039 do 045)</b>	<b>0,16%</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,16%</b>	<b>0,15%</b>
1. Sirovine i materijal	0,15%	0,14%	0,14%	0,15%	0,14%
2. Proizvodnja u tijeku					
3. Gotovi proizvodi					
4. Trgovačka roba	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
5. Predumovi za zalihe					
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji					
7. Biološka imovina					
<b>II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)</b>	<b>1,25%</b>	<b>0,77%</b>	<b>0,76%</b>	<b>0,53%</b>	<b>1,35%</b>
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe					
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	0,17%	0,21%	0,17%	0,00%	0,00%
3. Potraživanja od kupaca	0,00%	0,00%	0,00%	0,31%	0,27%
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	0,75%	0,45%	0,23%	0,21%	1,06%
6. Ostala potraživanja	0,33%	0,10%	0,36%	0,01%	0,01%
<b>III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)</b>	<b>6,50%</b>	<b>7,27%</b>	<b>7,63%</b>	<b>8,03%</b>	<b>0,02%</b>
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe					
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar grupe					
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe					
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom					
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom					
7. Ulaganja u vrijednosne papire	0,05%	0,05%	0,06%	0,06%	0,00%
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	6,05%	6,73%	6,25%	7,97%	0,02%
9. Ostala financijska imovina	0,40%	0,48%	1,32%	0,00%	0,00%
<b>IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI</b>	<b>0,41%</b>	<b>0,44%</b>	<b>0,64%</b>	<b>2,96%</b>	<b>6,03%</b>
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,04%</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,15%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>7,34%</b>	<b>6,96%</b>	<b>5,61%</b>	<b>4,10%</b>	<b>0,00%</b>

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

U strukturi aktive, najveći udio ima dugotrajna imovina kroz stavke nekretnina, postrojenja i opreme što je karakteristično za hotelijerska poduzeća s obzirom na visoku vrijednost infrastrukture smještaja. Tijekom cijelog razdoblja taj iznos je dominantan i zauzima oko 90% ukupne aktive. Najviše je iznosio 2018. godine (92,3%), a najmanje 2017. godine (88,22%).

Najveći udio je od materijalne imovine (77-83%). Financijska i nematerijalna imovina zajedno zauzimaju manje od 10% aktive.

Kratkotrajna imovina ima udio oko 10% tokom perioda razmatranja. Najveći udio bio je 2017. godine, a iznosio je 11,68%. Minimum je iznosio 7,55%, a dosegnut je 2018. godine. U početku razdoblja, najveći udio u kratkotrajnoj imovini imala je financijska imovina, a krajem razdoblja novac u banci i blagajni (2018. godine 6%).

Tablica 17: Vertikalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - pasiva

PASIVA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)</b>	<b>54,00%</b>	<b>60,72%</b>	<b>68,40%</b>	<b>72,46%</b>	<b>71,91%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	43,10%	46,60%	48,53%	47,81%	46,85%
II. KAPITALNE REZERVE	0,00%				
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	2,00%	2,20%	2,38%	2,30%	3,93%
1. Zakonske rezerve	1,33%	1,50%	1,64%	1,68%	1,72%
2. Rezerve za vlastite dionice	0,39%	0,40%	0,40%	0,38%	0,02%
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	0,39%	0,40%	0,40%	-0,38%	-0,02%
4. Statutarne rezerve					
5. Ostale rezerve	0,67%	0,70%	0,74%	0,63%	2,21%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	0,00%				
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%	0,11%
1. Fer vrijednost financijske imovine raspoložive za prodaju	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%	0,11%
2. Učinkoviti dio zaštite novčanih tokova					
3. Učinkoviti dio zaštite neto ulaganja u inozemstvu					
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	3,80%	3,79%	8,23%	12,92%	12,06%
1. Zadržana dobit	3,80%	3,79%	8,23%	12,92%	12,06%
2. Preneseni gubitak					
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	2,96%	5,77%	7,31%	7,32%	8,97%
1. Dobit poslovne godine	2,96%	5,77%	7,31%	7,32%	8,97%
2. Gubitak poslovne godine					
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	2,13%	2,36%	1,95%	2,00%	0,00%
<b>B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)</b>	<b>0,13%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,11%</b>	<b>0,15%</b>
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze					
2. Rezerviranja za porezne obveze					
3. Rezerviranja za započete sudske sporove					
4. Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava					
5. Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima					
6. Druga rezerviranja	0,13%	0,02%	0,00%	0,11%	0,15%
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)</b>	<b>38,57%</b>	<b>28,91%</b>	<b>21,19%</b>	<b>17,92%</b>	<b>19,19%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	13,07%	7,92%	6,95%	0,00%	0,00%
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe					
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom					
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Obveze za zajmove, depozite i slično					
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	25,12%	20,99%	14,24%	17,57%	18,84%
7. Obveze za predujmove					
8. Obveze prema dobavljačima					
9. Obveze po vrijednosnim papirima					
10. Ostale dugoročne obveze					
11. Odgođena porezna obveza	0,38%	0,00%	0,00%	0,35%	0,34%
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)</b>	<b>7,02%</b>	<b>9,36%</b>	<b>9,25%</b>	<b>8,38%</b>	<b>7,02%</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe					
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe					
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom					
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom					
5. Obveze za zajmove, depozite i slično					
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	2,92%	4,88%	3,52%	2,99%	2,87%
7. Obveze za predujmove	0,51%	0,49%	0,66%	0,61%	0,67%
8. Obveze prema dobavljačima	1,64%	2,13%	2,16%	2,35%	1,36%
9. Obveze po vrijednosnim papirima	0,31%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10. Obveze prema zaposlenicima	0,76%	0,89%	0,90%	0,95%	0,96%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0,49%	0,61%	0,63%	1,15%	0,76%
12. Obveze s osnovne udjela u rezultatu	0,18%	0,19%	0,19%	0,18%	0,17%
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji					
14. Ostale kratkoročne obveze	0,21%	0,19%	0,20%	0,16%	0,21%
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,98%</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,14%</b>	<b>1,73%</b>
<b>F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>7,37%</b>	<b>6,96%</b>	<b>5,61%</b>	<b>4,10%</b>	<b>0,00%</b>

U strukturi pasive, najveći udio imaju kapital i rezerve. Nakon kapitala i rezervi slijede dugoročne obveze, a zatim kratkoročne obveze.

Udio kapitala i rezervi tokom godina raste s 54% na 72%. Najveći udio unutar kapitala i rezervi ima temeljni kapital. Taj udio iznosi između 40 i 50% ukupne pasive.

Dugoročne obveze 2014. godine imale su udio 38,57% u ukupnoj strukturi pasive. Kao što je spomenuto u prethodnoj horizontalnoj analizi bilance, dugoročne obveze su znatno smanjene te je njihov udio zadnje godine iznosio 19,2%. Najveći udio unutar dugoročnih obaveza zauzimaju obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama.

U svim promatranim razdobljima udio kratkotrajne imovine je veći od udjela kratkoročnih obveza što ukazuje na likvidnost poduzeća i prisutnost radnog kapitala. S druge strane, poduzeće se dominantno financira vlastitim izvorima sredstava koje čine zadržana dobit i dionički kapital. Kratkoročne obveze imaju relativno konstantan udio (manje od 10%), a najveći udio bio je 9,36% 2015. godine.

U razdoblju od 2015. do 2017. godine društvo provodi politike zadržavanja dobiti kako bi se povećao udio kapitala i rezervi u izvorima imovine što pridonosi likvidnosti i stabilnosti poslovanja.

Tablica 18: Vertikalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune nakon spajanja

Naziv pozicije	udio 2014.	udio 2015.	udio 2016.	udio 2017.	udio 2018.
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>95,82%</b>	<b>94,39%</b>	<b>94,08%</b>	<b>96,31%</b>	<b>96,74%</b>
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe					
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	94,78%	93,60%	93,03%	95,10%	94,66%
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga					
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe					
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	1,05%	0,78%	1,05%	1,21%	2,08%
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>81,63%</b>	<b>78,17%</b>	<b>72,03%</b>	<b>73,11%</b>	<b>74,87%</b>
2. Materijalni troškovi	25,50%	28,30%	25,17%	26,08%	25,49%
3. Troškovi osoblja	22,53%	22,01%	21,61%	21,50%	21,23%
4. Amortizacija	22,05%	16,56%	15,52%	14,67%	18,31%
5. Ostali troškovi	10,50%	9,17%	9,40%	9,10%	9,01%
6. Vrijednosna usklađenja	0,08%	0,05%	0,04%	0,33%	0,34%
7. Rezerviranja	0,00%	0,17%	0,07%	0,08%	0,11%
8. Ostali poslovni rashodi	0,97%	1,91%	0,22%	1,35%	0,37%
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>1,74%</b>	<b>3,50%</b>	<b>2,49%</b>	<b>2,00%</b>	<b>0,81%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima					
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični prihodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima	1,60%	0,75%	1,29%	1,16%	0,73%
3. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa					
4. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine					
5. Ostali financijski prihodi	0,06%	0,65%	0,64%	0,42%	0,04%
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>1,02%</b>	<b>7,33%</b>	<b>4,67%</b>	<b>3,06%</b>	<b>1,28%</b>
1. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični rashodi iz odnosa s povezanim poduzetnicima	0,43%	1,74%	1,13%	0,25%	0,00%
2. Kamate, tečajne razlike, dividende, slični rashodi iz odnosa s nepovezanim poduzetnicima	0,52%	5,49%	2,84%	1,83%	1,26%
4. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	0,07%	0,00%	0,61%	0,02%	0,00%
5. Ostali financijski rashodi	0,01%	0,10%	0,09%	0,96%	0,01%
<b>V. UDIO U DOBITI OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>	<b>2,43%</b>	<b>2,11%</b>	<b>3,43%</b>	<b>1,69%</b>	<b>2,45%</b>
<b>VI. UDIO U GUBITKU OD PRIDRUŽENIH PODUZETNIKA</b>					
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>82,65%</b>	<b>85,51%</b>	<b>76,70%</b>	<b>76,17%</b>	<b>76,15%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>17,35%</b>	<b>14,49%</b>	<b>23,30%</b>	<b>23,83%</b>	<b>23,85%</b>
1. Dobit prije oporezivanja	0	14,49%	0	23,83%	0
2. Gubitak prije oporezivanja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>0,46%</b>	<b>-2,05%</b>	<b>3,22%</b>	<b>3,82%</b>	<b>0,02%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>16,89%</b>	<b>16,54%</b>	<b>20,08%</b>	<b>20,01%</b>	<b>23,83%</b>
1. Dobit razdoblja	0	16,54%	0	20,01%	0
2. Gubitak razdoblja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Izvor: Obrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Plava laguna d.d., dostupno na: <https://zse.hr/>

U svim promatranim razdobljima ostvareni prihodi nadmašuju rashode i ukazuju na ekonomičnost ukupnog poslovanja. Promatrajući strukturu prihoda, može se zaključiti da najveći udio zauzimaju poslovni prihodi koji dominiraju s gotovo više od 94% ukupnih prihoda tijekom cijelog razdoblja. Gotovo sav taj udio otpada na prihode od prodaje. Prihodi od prodaje odnose se na prihode od smještaja, hrane, šankova, trgovačke robe, sporta i veza, a najznačajniji su prihodi od smještaja. Financijski prihodi u ukupnim prihodima sudjeluju s 3,50% u 2015., te bilježe pad do kraja promatranog razdoblja. U 2018. iznose manje od 1% ukupnih prihoda.

Promatrajući rashode, zaključak je da najveći udio zauzimaju poslovni rashodi. Njihov udio je u ukupnim prihodima iznosi 81,63% 2014. godine te se smanjuje do 2016. godine nakon čega raste. U 2018. godini udio poslovnih rashoda u ukupnim prihodima iznosio je 74,87%. Rashodi od kamata su u 2015. godini najviši i iznose čak 57.350.001 kn. U narednim godinama su smanjeni, ali ekonomičnost financijskih aktivnosti je i dalje negativna u zadnje tri godine promatranja.

Financijski rashodi u 2015. godini iznosili su 7,33% ukupnih prihoda te od tada bilježe kontinuirani pad. Udio dobiti nakon oporezivanja u ukupnim prihodima raste od 16,89% na početku razdoblja do 23,83% 2018. godine.

### **5.2.3 Analiza Plave lagune nakon spajanja pomoću financijskih pokazatelja**

Financijski pokazatelji dijele se u skupine pokazatelja likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti, profitabilnosti, investiranja te pokazatelja temeljenih na izvještaju o novčanom toku. Pojedini pokazatelji izračunati su na temelju podataka iz bilance te su oni prikaz stanja na određeni dan i kao takvi mogu se nazivati statičnim pokazateljima. S druge strane, pokazatelji izračunati na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka nazivaju se dinamičkim pokazateljima obzirom da izvještaj prikazuje stanje poslovanja za određeno razdoblje. Analizom određenih stavki iz jednog ili dva financijska izvješća omogućeno je vrednovanje financijskog stanja i poslovanja tvrtke. Izračunati pokazatelji sami za sebe ne govore mnogo te ih je potrebno usporediti te s određenim veličinama koje predstavljaju bazu usporedbe. Financijski pokazatelji kojima ćemo provesti financijsku analizu kojom se može dobiti pregled poduzeća te ukazati na njegove slabosti ali i na njegovu snagu su:

1. Pokazatelji likvidnosti (engl. liquidity ratios)
2. Pokazatelji zaduženosti (engl. leverage ratios)
3. Pokazatelji aktivnosti (engl. activity ratios)
4. Pokazatelji ekonomičnosti
5. Pokazatelji profitabilnosti (engl. profitability ratios)

Na slici 5. je prikazan način izračuna navedenih pokazatelja.



Tablica 19: Računanje financijskih pokazatelja

	OPIS	Način izračunavanja
Pokazatelji likvidnosti	Koeficijent tekuće likvidnosti	kratkotrajna imovina / kratkotrajne obveze
	Koeficijent trenutačne likvidnosti	novac / kratkoročne obveze
	Koeficijent ubrzane likvidnosti	kratkotrajna imovina-zalihe / kratkoročne obveze
	Koeficijent financijske stabilnosti	dugotrajna imovina / (kapital+dugoročne obveze)
	Koeficijent novčani odnos	novac u banci i blagajni x100 / kratkoročne obveze
Pokazatelji zaduženosti	Koeficijent zaduženosti	ukupne obveze / ukupna imovina
	Koeficijent vlastitog financiranja	kapital i rezerve / ukupna imovina
	Koeficijent financiranja	ukupne obveze / kapital i rezerve
	Stupanj pokrića I	glavnica / dugotrajna imovina
	Stupanj pokrića II	glavnica + dugoročne obveze / dugotrajna imovina
Pokazatelji aktivnosti	Koeficijent obrtaja ukupne imovine	ukupni prihod / ukupna imovina
	Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	ukupni prihod / kratkotrajna imovina
	Koeficijent obrtaja potraživanja	prihodi od prodaje / potraživanja
	Trajanje naplate potraživanja	365 / koeficijent obrtaja potraživanja
	Koeficijent obrta obveza	rashodi od prodaje / obveze prema dobavljačima
	Prosječno razdoblje plaćanja obveza	365 / koeficijent obrta obveza
Pokazatelji ekonomičnosti	Ekonomičnost ukupnog poslovanja	ukupni prihod / ukupni rashodi
	Ekonomičnost poslovanja	prihodi od prodaje / rashodi prodaje
	Ekonomičnost financiranja	financijski prihodi / financijski rashodi
	Ekonomičnost izvanrednih aktivnosti	izvanredni prihodi / izvanredni rashodi
Pokazatelji profitabilnosti	Neto profitna marža	neto-dobitak + kamate / ukupni prihod
	Profitna marža prije oporezivanja	dobitak prije oporezivanja / prihodi od prodaje
	Neto-marža preostalog profita	dobitak poslije oporezivanja / tržišna cijena kapitala-1
	Povrat na ukupnu imovinu (ROA)	operativni dobitak / ukupna aktiva
	Povrat na ukupni kapital (ROE)	dobitak poslije oporezivanja / ukupni vlastiti kapital
	Neto rentabilnost imovine	neto-dobitak + kamate / ukupna imovina
	Rentabilnost vlastitog kapitala	neto-dobitak / vlastiti kapital

Izvor: izrada autora prema Belak, V. (2006) *Profesionalno računovodstvo: prema MSFI i hrvatskim poreznim propisima*. Zagreb

Tablica 20: Analiza pokazatelja likvidnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja

POKAZATELJI LIKVIDNOSTI	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	5-godišnji prosjek
Koeficijent tekuće likvidnosti (KTL)	1,19	0,92	0,99	1,39	1,08	1,11
Koeficijent trenutačne likvidnosti (KtL)	0,06	0,05	0,07	0,35	0,86	0,28
Koeficijent ubrzane likvidnosti (KUL)	1,17	0,91	0,98	1,37	1,05	1,10
Koeficijent financijske stabilnosti (KFS)	0,99	1,02	1,01	0,98	1,01	1,00
Koeficijent novčani odnos (KNO)	0,06	0,05	0,07	0,35	0,86	0,28

Izračun autora prema financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d., raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Prema pokazateljima likvidnosti poduzeće tijekom razdoblja promatranja pokazuje slabiju, ali još uvijek zadovoljavajuću likvidnost uz prisutnost radnog kapitala. Koeficijent ubrzane likvidnosti također ima tendenciju smanjenja nakon preuzimanja zbog iskorištavanja dijela visoko likvidnih depozita za financiranje transakcije. Koeficijent tekuće i koeficijent trenutačne likvidnosti su nešto niži, dok su koeficijent ubrzane likvidnosti i koeficijent financijske stabilnosti zadovoljavajući. Radi lakše usporedbe u tablici su podaci za 2014. godinu kada je zaključena transakcija preuzimanja koja je utjecala na povećanje obveza jer je financirana kreditom te na povećanje ulaganja u podružnice i pridružena društva. Iduće 2015. godine likvidnost društva je smanjena, ali još uvijek zadovoljavajuća uz prisutnost radnog kapitala.

Tablica 21: Analiza pokazatelja zaduženosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja

POKAZATELJI ZADUŽENOSTI	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	5-godišnji prosjek
Koeficijent zaduženosti (KZ)	0,45	0,38	0,30	0,26	0,26	0,33
Koeficijent vlastitog financiranja (KVF)	0,54	0,61	0,68	0,72	0,72	0,65
Koeficijent financiranja (KF)	0,84	0,63	0,45	0,36	0,36	0,53
Koeficijent stupnja pokrića I (KSP I)	0,59	0,66	0,75	0,82	0,78	0,72
Koeficijent stupnja pokrića II (KSP II)	1,01	0,98	0,99	1,02	0,99	1,00

Izračun autora prema financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d., raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Analizom koeficijenta vlastitog financiranja i koeficijenta financiranja uočava se kako društvo unatoč zaduženju, smanjuje udio tuđih izvora financiranja te zadržavanjem dobiti povećava vlastite izvore i na taj način postiže financijsku stabilnost. Prema pokazateljima zaduženosti, poduzeće nema problema sa prevelikom zaduženosti. Poduzeće se većinski financira iz vlastitih izvora (prosječni KVF iznosi 0,65).

Tablica 22: Analiza pokazatelja aktivnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja

POKAZATELJI AKTIVNOSTI	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	5-godišnji prosjek
Koeficijent obrtaja ukupne imovine (KOUI)	0,17	0,36	0,37	0,37	0,38	0,33
Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine (KOKI)	2,07	4,19	4,05	3,21	4,99	3,70
Koeficijent obrtaja potraživanja (KOP)	13,05	44,00	45,39	68,54	27,03	39,60
Trajanje naplate potraživanja	27,96	8	8	5	14	12,62
Koeficijent obrta obveza	2,80	5,12	4,36	4,37	7,14	4,76
Prosječno razdoblje plaćanja obveza	130,44	71	84	84	51	84,02

Izračun autora prema financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d., raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Od pokazatelja aktivnosti, unatoč kupnji kontrolnog interesa koeficijent obrta ukupne imovine bilježi porast te ukazuje na efikasno upravljanje imovinom. Hotelijerska poduzeća najčešće nemaju problematične koeficijente obrta potraživanja obzirom da je naplata izvršena u većini slučajeva odmah po odlasku gosta, a istu tvrdnju dokazuje i trajanje naplate potraživanja u danima.

Tablica 23: Analiza pokazatelja ekonomičnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja

POKAZATELJI EKONOMIČNOSTI	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	5-godišnji prosjek
<b>Ekonomičnost ukupnog poslovanja</b>	1,21	1,17	1,30	1,31	1,31	1,26
<b>Ekonomičnost poslovanja</b>	3,58	3,10	3,66	3,51	3,74	3,52
<b>Ekonomičnost financiranja</b>	1,70	0,48	0,53	0,65	0,64	0,80

Izračun autora prema financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d., raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Tablica 24: Analiza pokazatelja profitabilnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja

POKAZATELJI PROFITABILNOSTI	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	5-godišnji prosjek
<b>Neto profitna marža</b>	18,5%	17,6%	21,6%	20,8%	24,6%	20,6%
<b>Povrat na ukupnu imovinu (ROA)</b>	3,0%	5,2%	8,7%	7,5%	9,0%	6,7%
<b>Povrat na ukupni kapital (ROE)</b>	5,4%	9,8%	10,9%	10,3%	12,5%	9,8%

Izračun autora prema financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d., raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Prema pokazateljima ekonomičnosti i profitabilnosti, iako je poduzeće pod utjecajem okruženja koje se manifestira kroz promjene u stopama PDV-a i nametima te pod utjecajem porasta cijena smještaja, poslovanje je na zadovoljavajućoj razini. Ekonomičnost financiranja veća je od 1 kroz promatrano razdoblje te se nastavlja poboljšavati zbog dobrog upravljanja novčanim viškovima, ali i smanjivanja ukupnog duga, te povoljnih tečajnih kretanja.

Na temelju horizontalne i vertikalne analize financijskih izvještaja oba poduzeća prije i nakon sklapanja transakcije zaključuje se kako je ona pozitivno utjecala na sigurnost i uspješnost oba poduzeća. Za potrebe financiranja transakcije preuzimatelj se zadužio kod banke te uložio vlastita visoko likvidna sredstva što je utjecalo na smanjenje likvidnosti društva koja se već u drugoj godini nakon zaključenja Ugovora poboljšala. Zaključuje se kako je transakcija utjecala na likvidnost, ali ne i na uspješnost poslovanja preuzimatelja. Poduzeće meta je prije preuzimanja bilo slabije likvidnosti s nedostatkom radnog kapitala te značajne zaduženosti. U razdobljima nakon transakcije svi parametri za ocjenu sigurnosti i uspješnosti su se poboljšali.

### 5.3 Analiza uspješnosti akvizicije metodom kapitalizacije zarada

P/E multiplikator kao temelj za procjenu poduzeća objašnjen je u dijelu 3.3.2. Slijedi njegov izračun u svrhu vrednovanja akvizicije Istraturista od strane Plave lagune.

Prvi korak u analizi uspješnosti akvizicije metodom kapitalizacije zarada je izračun zarada po dionici, a podaci o njima su dostupni u izvještajima oba poduzeća te su svi podaci prikazani u tablici 27. za godinu prije akvizicije - 2013. te godine nakon akvizicije, 2014., 2015. i 2016.

Istraturist se konsolidira u izvještajima Plave lagune nakon 1.12.2014. godine. Iz tog se razloga u godinama nakon akvizicije računa isključivo vrijednost poduzeća Plava laguna d.d.

Tablica 25: Izračun prosječnog godišnjeg P/E pokazatelja pet najvećih konkurenata u hotelijerskom sektoru

P/E	VALAMAR RIVIERA D.D.	Arena Hospitality Group d.d.	MAISTRA	LIBURNIA RIVIERA HOTELI D.D.	TURISTHOTEL D.D.
PROSJEK 2013.	60,65	154,72	13,49	32,69	10,93
PROSJEK 2014.	95,49	280,34	15,42	28,58	13,08
PROSJEK 2015.	88,47	64,82	19,45	27,83	16,05
PROSJEK 2016.	20,21	49,56	17,51	62,96	14,14

Izračun autora prema podacima poduzeća Interkapital d.d. te financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d. i Istraturist d.d.(raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr))

Sektorski omjer cijene i zarade po dionici izračunat je pomoću podataka poduzeća Interkapital d.d. koje raspolaže javno dostupnim podacima o P/E pokazatelju za svaki dan, svake dionice sa Zagrebačke burze. Upravo je jedna od glavnih prednosti metode kapitalizacije zarada ta što su podaci o usporedivim poduzećima lako dostupni i procjena vrijednosti provodi se „izravno s tržišta“ bez potrebe za korištenjem različitih pretpostavki i prognoza.<sup>175</sup> Prosječni P/E pokazatelj izračunat je za svaku dionicu od pet vodećih poduzeća u sektoru turizma u tadašnje vrijeme, a to su: Maistra d.d., Valamar Riviera d.d., Arena Hospitality Group d.d., Liburnia Riviera Hoteli d.d. te Turisthotel d.d. Plava laguna d.d. također je pri vrhu u sektoru turizma po veličini, snazi i prihodima, ali je izuzeta iz sektorskog prosjeka radi preciznije analize.

Tablica 26: Izračun godišnjeg P/E sektorskog omjera

	2013.	2014.	2015.	2016.
P/E SEKTORSKI OMJER	32,69	28,58	27,83	20,21

Izračun autora prema podacima poduzeća Interkapital d.d. te financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d. i Istraturist d.d.(raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr))

Nakon uprosječivanja P/E pokazatelja svakog od navedenih poduzeća, izračunat je medijan za svaku godinu od 2013. do 2016. godine. Medijan je manje osjetljiv na ekstremne vrijednosti od aritmetičke sredine te je iz toga razloga korišten za svrhe ovoga rada. Izračunati medijan predstavlja P/E sektorski omjer za svaku godinu i prikazan je u tablici 26. Primjetna je tendencija pada vrijednosti P/E sektorskog omjera što znači pad cjelokupnog hotelijerskog sektora u promatrane četiri godine.

Tablica 27: Izračun vrijednosti akvizicije pomoću metode kapitalizacije zarada

	2013.	2013.	2014.	2015.	2016.
	PLAVA LAGUNA	ISTRATURIST	PLAG- NAKON SPAJANJA	PLAG- NAKON SPAJANJA	PLAG- NAKON SPAJANJA
EPS	186,2309	15,2757	135,3025	260,1500	325,3500
P/E	32,6923	32,6923	28,5768	27,8343	20,2103
VRIJEDNOST	6088,3176	499,3992	3866,5098	7241,0841	6575,4257

Izračun autora prema podacima poduzeća Interkapital d.d. te financijskim izvještajima poduzeća Plava Laguna d.d. i Istraturist d.d.(raspoloživo na [www.zse.hr](http://www.zse.hr))

<sup>175</sup> Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): *Procjena vrijednosti poduzeća*, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 151.

Umnožak EPS (zarade po dionici) za svaku godinu i godišnji P/E sektorski pokazatelj predstavljaju vrijednost poduzeća u svakoj od godina.

Jedna od mana metode kapitalizacije zarada je činjenica da analiza može biti netočna jer je u nju teško uključiti bilo kakve specifične planove vezane uz poduzeće koje se procjenjuje (poput primjerice, sinergije zbog preuzimanja ili promjena u strukturi kapitala).<sup>176</sup> Zanimljivo je tako primijetiti da je u 2014. godini, godini nakon akvizicije vrijednost Plave lagune manja nego prije same akvizicije. Vidljiv je pad zarada po dionici u 2014. godini te ta činjenica upućuje na smanjenu likvidnost poduzeća nakon akvizicije. Kao što je već pokazano u analizi pomoću financijskih pokazatelja, ali i analizi izvještaja, Plava laguna d.d. se za potrebe same akvizicije zadužila te se efekti akvizicije ne mogu vidjeti iste godine kada je zaključen ugovor o preuzimanju (26.08.2014.godine) već je sinergija vidljiva u drugoj godini nakon spajanja pa nadalje.

U 2014. godini se upravo iz razloga zaduženosti Plave lagune i financiranja akvizicije smanjuje dobit, a povećava se broj dionica poduzeća budući da se ostvaruje 93,04% vlasništva nad poduzećem metom Istraturist d.d pa samim time i padaju zarade po dionici. Od 2015. godine pa nadalje pak značajno rastu zarade po dionici dok sektorski P/E pokazatelj ima tendenciju pada te u 2016. godini bilježi pad vrijednosti od čak 61% u odnosu na 2013. godinu. Činjenica da je pokazatelj manji u 2014. u odnosu na 2013. godinu upućuje na to da je došlo do pada cjelokupnog turističkog tržišta 2014. godine. Iz tog je razloga također vrijednost Plave lagune nešto niža. Smanjenje zaduženosti i povećana likvidnost konsolidiranog poduzeća Plava laguna u 2015. godini pak upućuju na povećanje vrijednosti za više od 87% u odnosu na 2014. godinu te veću vrijednost za 19% od vrijednosti poduzeća prije akvizicije.

---

<sup>176</sup> Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): *Procjena vrijednosti poduzeća*, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 151.

## 6. ZAKLJUČAK

Akvizicija kao poslovna kombinacija predstavlja široko prepoznatu strategiju rasta i razvoja poduzeća. Unatoč svojoj primamljivosti i popularnosti, akvizicije su vrlo složene strategije širenja poduzeća. Radi lakšeg procjenjivanja investicijskih prilika, ekonomisti su razvili različite model pomoću kojih procjenjuju vrijednost poduzeća i donose odluke o tome treba li investirati u odabrano poduzeće ili pronaći neku drugu investicijsku priliku.

Na temelju analize procesa preuzimanja Istraturist d.d. od strane Plava Laguna d.d. zaključuje se kako se radi o prijateljskom preuzimanju konkurenta koje je ostvarilo planiranu sinergiju. Sinergijski efekt je vidljiv najviše u drugoj godini nakon zaključenja Ugovora kroz horizontalnu i vertikalnu analizu financijskih izvještaja prije i nakon preuzimanja te kroz analizu pomoću financijskih pokazatelja. Oba poduzeća posluju na istom geografskom području, a preuzimanjem Istraturist d.d. preuzimatelj je povećao koncentraciju na geografskom području i broj smještajnih jedinica. Kroz studiju slučaja metodom kapitalizacije zarada brojčano se prikazuje efekt sinergije te upućuje na činjenicu da je stjecanje poduzeća kao što je Istraturist d.d. bio velik izazov koji je Plava laguna uspješno izvršila. Kod procjene poduzeća metodom kapitalizacije zarada korišten je sektorski P/E pokazatelj te je vrlo važan odabir poduzeća koja posluju u sličnoj industriji ili imaju slična rizično profitna obilježja kako bi se stvorila skupina usporedivih poduzeća koja će poslužiti za izračun kapitalizacijskog koeficijenta.

Nakon prvotnog pada vrijednosti poduzeća preuzimatelja u godini preuzimanja kojemu je razlog smanjena likvidnost poduzeća i pad tržišta, u godini nakon je već vidljiv značajan rast u svim stavkama financijskih izvještaja ali i EPS pokazatelja. Tako se poduzeću Plava laguna povećala vrijednost te je ono ostvarilo svoj prvotni cilj i stvorilo rastuće i dugoročno održive poslove uz značajan investicijski potencijal.

## POPIS LITERATURE

1. Belak, V. (2006) *Profesionalno računovodstvo: prema MSFI i hrvatskim poreznim propisima*. Zagreb : Zgombić & Partneri
2. Bendeković, J., Lasić, V. (1991): *Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća*, Ekonomski institut Zagreb
3. Bertoneclj A., Kovač D.: *An integrated approach for a higher success rate in mergers and acquisitions*
4. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. i Schaefer, S. (2015) *Economics of Strategy*, 7th Edition, John Wiley & Sons Ltd, New Jersey
5. Bruner, R. F. (2004) *Applied mergers and acquisitions*. Hoboken: John Wiley & Sons
6. Buble, M. (2005) *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija
7. CFA Institute (2008) *Equity and Fixed Income*. Boston, MA: Pearson Custom Publishing
8. Checkley, M. (2007) *M&A as Risk*. U: Angwin, D. (ur.) *Mergers and Acquisitions*. Malden, MA: Blackwell Publishing
9. Coyle, B. *Mergers and acquisitions*. Canterbury : CIB Publishing : BPP Financial Education , 2000.
10. Cvjetković, N. (2010): *Procjena vrijednosti poduzeća i poslovnih rezultata*, RRIF, br. 5/10, Zagreb, str.
11. Čavlek, N; Kesar, O; Prebežac, D; Bartoluci, M. (2011.): *Turizam-ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga
12. Damodaran A. (2006.): *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd edition*. Wiley Finance
13. DePamphilis, D.M. (2010) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 5th ed. San Diego: Academic Press
14. De Pamphilis, D.M. (2010) *M&A Negotiations and Deal Structuring: All You Need to Know*. Boston: Elsevier
15. Filipović, D. (2012). *Izazovi integracijskih procesa – rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza*. Zagreb: Sinergija
16. Fučkan, Đ.; Sabol, A.: *Planiranje poslovnih dometa*, HUM Naklada, Zagreb, 2013.
17. Gleich, R., Hasselbach, T., Kierans, G. (2012). *Value in due diligence: contemporary strategies for merger and acquisition success*. Gower Publishing, Ltd.

18. Hampton J.J (2003.): *Financial Decision Making*, 4th edition Prentice Hall of India, New Delhi
19. Harding, D., Rovit, S. (2007.): *Preuzimanje i spajanje poduzeća*, Zagreb
20. Haspeslang, P.C. Jemison, D.B. (1991) *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*. New York: The Free Press
21. Howson, P.(2003.): *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, London: Economics, Finance, Business & Industry, Law, 1st ed.
22. Huff, A.S., Floyd, S.W.Sherman,H.D.,Terjesen, S. (2009) *Strategic Management: Logic and action*. Hoboken: John Wiley & Sons
23. Kaplan Schweser (2009) Book 3 – *Corporate Finance and Portfolio Management* – SchweserNotes™ 2009 CFA® Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser
24. Keown, A.J., Martin J.D., Petty, J.W., 2020., *Foundations of Finance*, 10th Edition
25. Koller, T., Dobbs, R., Huyett, B. (2011) McKinsey & Company: *The Four Cornerstones of Corporate Finance*, New Jersey: John Wiley & Sons
26. Meulbroek, K. L. (2002) *A Senior Manager's Guide to Integrated Risk Management*. Journal of Applied Corporate Finance, 14(4)
27. Miloš Sprčić. O. Orešković Sulje (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća - vodič za primjenu u poslovnoj praksi*: Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu.
28. Pirija, D. (2011.), *Moderni principi menadžmenta u hotelijerstvu*, Veleučilište u Šibeniku, Šibenik
29. Orsag, S., Gulin, D. (2001). *Financijska analiza hotelske tvrtke*, Zagreb: Infoinvest
30. Orsag, S., *Financijska poluga, Računovodstvo i financije*, Zagreb
31. Orsag, S., Gulin D. (1997.): *Poslovne kombinacije*. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika. Zagreb.
32. Orsag, S. (1997.): *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest
33. Orsag, S. (2011.): *Vrijednosni papiri*. Zagreb: Revicon
34. Porter, Michael E. (2008): *The five competitive forces that shape strategy*, Harvard business review, Vol. 86, 1, st. 92.
35. Reed Lajoux, A., Elson, C.M. (2000.): *The Art of M & A - Due diligence*, McGraw-Hill; 1st edition
36. Rezaee Z. (2001.): *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions: the Fair Value Approach, 2nd edition*. New Jersey, Hoboken: John Wiley & Sons
37. S. A. Ross i R. W. Westerfield, *Corporate Finance, 2nd edition*



38. Sherman, A. J., Hart, M.A. (2006) *Mergers and Acquisitions from A to Z, 2nd ed.* New York: AMACOM
39. Sikavica, P., Novak, M. (1999.), *Poslovna organizacija*, Informator, Zagreb
40. Šlibar, D. (2010.): *Instrumenti i postupci analize financijskih izvještaja*, *Financije* 5 / 2010.
41. Tipurić, D. i sur. (2008.), *Korporativno upravljanje*, Sinergija, Zagreb
42. Zakon o preuzimanju dioničkih društava NN 148/13
43. Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti, članak 4. i članak 8., NN (99/18), NN (25/19)
44. Žager, L., Mamić Sačer, I., Ježovita, A., Sever Mališ, S., Žager, K. (2017). *Analiza financijskih izvještaja: načela-postupci-slučajevi*. Treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje. Zagreb: HZRIF
45. Whittington, M., Bates, K. (2007) *M&A as Success*. U: Angwin, D., (ur.) *Mergers and Acquisitions*. Malden. MA: Blackwell Publishing

#### **Internet izvori:**

1. Adris grupa d.d., dostupno na: <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/> [18.7.2020.]
2. Državni zavod za statistiku: Kutak za medije: Turizam, dostupno na: <https://www.dzs.hr/> [20.07.2020.]
3. Hrvatska turistička zajednica: Turizam u brojkama, dostupno na: [https://www.htz.hr/sites/default/files/2019-06/HTZ%20TUB%20HR\\_%202018.pdf](https://www.htz.hr/sites/default/files/2019-06/HTZ%20TUB%20HR_%202018.pdf) [18.07.2020.]
4. Interkapital d.d, dostupno na: <https://inter.capital/hr/pocetna/>[01.09.2020.]
5. Istraturist d.d, Godišnji financijski izvještaji poduzeća Istraturist d.d., dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/pSubjektTrazi.do> [17.07.2020.]
6. Maistra d.d., dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama> [18.07.2020.]
7. Maistra (2019.). Godišnje izvješće za 2019. godinu. Dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama/izvjesca>
8. Ministarstvo turizma: Popis kategoriziranih objekata, dostupno na: <https://mint.gov.hr/pristup-informacijama/kategorizacija-11512/arhiva-11516/11516> [18.07.2020.]

9. Plava Laguna d.d., dostupno na: <http://biz.plavalaguna.hr/hr> [18.07.2020.]
10. Plava laguna d.d., Konsolidirani godišnji izvještaji poduzeća Plava laguna d.d.  
Dostupno na: <https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=20> [23.7.2020.]
11. Valamar, dostupno na: <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/> [18.7.2020.]
12. Valamar (2019.). Godišnje izvješće za 2019. godinu. Dostupno na: <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> (Datum pristupa: 18.7.2020.)
13. Zagrebačka burza d.d., dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=73641>  
[18.07.2020.]

## POPIS TABLICA

Tablica 1: Horizontalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - aktiva .....	38
Tablica 2: Horizontalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - pasiva .....	39
Tablica 3: Horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune prije spajanja .....	40
Tablica 4: Horizontalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - aktiva .....	42
Tablica 5: Horizontalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - pasiva.....	43
Tablica 6: Horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka Istraturista prije spajanja.....	44
Tablica 7: Vertikalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - aktiva .....	46
Tablica 8: Vertikalna analiza bilance Plave lagune prije spajanja - pasiva .....	48
Tablica 9: Vertikalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune prije spajanja .....	49
Tablica 10: Vertikalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - aktiva .....	51
Tablica 11: Vertikalna analiza bilance Istraturista prije spajanja - pasiva.....	53
Tablica 12: Vertikalna analiza Računa dobiti i gubitka Istraturista prije spajanja.....	54
Tablica 13: Horizontalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - aktiva .....	56
Tablica 14: Horizontalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - pasiva.....	57
Tablica 15: Horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune nakon spajanja.....	58
Tablica 16: Vertikalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - aktiva .....	60
Tablica 17: Vertikalna analiza bilance Plave lagune nakon spajanja - pasiva.....	61
Tablica 18: Vertikalna analiza Računa dobiti i gubitka Plave lagune nakon spajanja.....	63
Tablica 19: Računanje financijskih pokazatelja.....	65
Tablica 20: Analiza pokazatelja likvidnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja.....	66
Tablica 21: Analiza pokazatelja zaduženosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja.....	66

Tablica 22: Analiza pokazatelja aktivnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja.....	66
Tablica 23: Analiza pokazatelja ekonomičnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja .....	67
Tablica 24: Analiza pokazatelja profitabilnosti Plave Lagune d.d. nakon preuzimanja .....	67
Tablica 25: Izračun prosječnog godišnjeg P/E pokazatelja pet najvećih konkurenata u hotelijerskom sektoru .....	68
Tablica 26: Izračun godišnjeg P/E sektorskog omjera .....	68
Tablica 27: Izračun vrijednosti akvizicije pomoću metode kapitalizacije zarada.....	68

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Oblici akvizicije .....	4
Slika 2. Razlika između konsolidacije i fuzije .....	4
Slika 3. Dijagram toka procesa preuzimanja.....	6