

# Fundamentalna analiza dionica na primjeru hrvatskih poduzeća: Implikacije za investicijske odluke

---

Vuksanić, Tea

Master's thesis / Diplomski rad

2024

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics and Business in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:403724>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-04**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni diplomski studij (*Financijski menadžment*)

Tea Vuksanić

**FUNDAMENTALNA ANALIZA DIONICA NA PRIMJERU  
HRVATSKIH PODUZEĆA: IMPLIKACIJE ZA  
INVESTICIJSKE ODLUKE**

Diplomski rad

Osijek, 2024.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni diplomski studij (*Financijski menadžment*)

Tea Vuksanić

**FUNDAMENTALNA ANALIZA DIONICA NA PRIMJERU  
HRVATSKIH PODUZEĆA: IMPLIKACIJE ZA  
INVESTICIJSKE ODLUKE**

Diplomski rad

**Kolegij: Vrijednosni papiri**

JMBAG: 1311028626

e-mail: [tvuksanic@efos.hr](mailto:tvuksanic@efos.hr)

Mentor: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov

Komentor: dr. sc. Ana Zrnić

Osijek, 2024.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics and Business in Osijek  
University Graduate Study (*Financial Management*)

Tea Vuksanić


**FUNDAMENTAL STOCK ANALYSIS ON THE EXAMPLE OF  
CROATIAN COMPANIES: IMPLICATIONS FOR  
INVESTMENT DECISIONS**

Graduate paper

Osijek, 2024.

## IZJAVA

### O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na vlastitim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna trajnom pohranjivanju i objavljivanju mog rada u Institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, Repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom Repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. Izjavljujem da sam autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan s dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studentice:** Tea Vuksanić

**JMBAG:** 1311028626

**OIB:** 59434157011

**e-mail za kontakt:** [tvuksanic@efos.hr](mailto:tvuksanic@efos.hr)

**Naziv studija:** Financijski menadžment

**Naslov rada:** Fundamentalna analiza dionica na primjeru hrvatskih poduzeća: Implikacije za investicijske odluke

**Mentorica rada:** prof. dr. sc. Dubravka Pekanov

U Osijeku, 2024. godine

Potpis

*Vuksanić T.*

# **Fundamentalna analiza dionica na primjeru hrvatskih poduzeća: Implikacije za investicijske odluke**

## **SAŽETAK**

Dionice predstavljaju osnovnu vrstu dugoročnih vrijednosnih papira s razvijenim sekundarnim tržištem. Ovaj rad istražio je financijske izvještaje hrvatskih turističkih poduzeća – Valamar Riviere d.d., Maistre d.d. te Jadrana d.d. s posebnim naglaskom na njihovu prilagodljivost, ali i vještu otpornost tijekom pandemije COVID-19. Kroz analizu ključnih financijskih pokazatelja poput likvidnosti, profitabilnosti i investiranja istraženo je cjelokupno financijsko stanje svakog pojedinog poduzeća. Nadalje, istražene su implikacije tih analiza potrebnih investitorima, uključujući potencijalne prilike za ulaganje, ali i rizike.

Primjenom metode diskontiranih novčanih tijekova (DCF metode) procijenjena je stvarna vrijednost dionica promatranih poduzeća te je uspoređena s trenutnom cijenom na tržištu, pružajući investitorima kvalitetniji pregled u njihovu potencijalnu vrijednost. Analizirani su financijskih izvještaji kako bi se utvrdila prilagodljivost poduzeća izazovima pandemije i kakva je financijska stabilnost u postpandemijskom razdoblju. Također, istraženo je kako su poduzeća uspjela održati stabilnost i profitabilnost unatoč nepovoljnim uvjetima. Na kraju je zaključeno koliko su poduzeća sigurna za ulaganje i postoji li potencijal za rast i razvoj, a na temelju detaljne analize investitorima je pružen prikaz u stvarnu vrijednost i isplativost ulaganja u dionice promatranih turističkih poduzeća. Naime, poduzeće Valamar Riviera d.d. najsigurnije je poduzeće za ulaganje, a ima potencijal i za dobar povrat sredstava u budućnosti. Također, poduzeće Maistra d.d. pruža sigurno ulaganje, ali i potencijalno ograničenje povrata jer je stvarna vrijednost dionice manja od trenutne tržišne cijene, a poduzeće Jadran d.d. ipak traži oprezniji pristup ulaganju i spremnost na veći rizik.

**Ključne riječi:** dionice, financijski pokazatelji, DCF metoda, investiranje

# **Fundamental Stock of Analysis on the Example of Croatian Companies: Implications for Investment Decisions**

## **ABSTRACT**

Stocks represent the fundamental type of long-term securities with a developed secondary market. In this thesis, the financial statements of the Croatian tourism companies – Valamar Riviera d.d., Maistra d.d. and Jadran d.d. were examined, focusing on their adaptability and resilience during the COVID-19 pandemic. By analyzing key financial indicators such as liquidity, profitability and investments, the overall financial situation of each company was examined. It also examined the implications of these analyzes for investors, including potential investment opportunities and risks.

Using the discounted cash flow method (DCF method), the intrinsic value of the observed companies stocks was estimated and compared with the current market price, providing investors with a better insight into their potential value. The financial statements were analyzed to determine the companies' ability to adapt to the challenges of the pandemic and their financial stability in the post-pandemic period. It also examined how the companies managed to maintain stability and profitability despite unfavorable conditions. Ultimately, it was determined how safe the companies are for investment and whether they have potential for growth and development. Based on a detailed analysis, investors were given an insight into the intrinsic value and profitability of an investment in the shares of the tourism companies monitored. In particular, Valamar Riviera d.d. was identified as the safest company to invest in, with the potential for a good return in the future. Maistra d.d. also offers a safe investment, but with potentially limited returns, as the intrinsic value of the share is lower than the current market price. Jadran d.d., on the other hand, requires a more cautious investment approach and a willingness to take a higher risk.

**Keywords:** stocks, financial indicators, DCF method, investing

# SADRŽAJ

1. Uvod .....	1
2. Fundamentalna analiza dionica .....	3
2.1. Dionice.....	3
2.2. Teorijski temelji fundamentalne analize .....	7
2.3. Uloga makroekonomskih faktora .....	11
2.4. Implikacije fundamentalne analize za investicijske odluke .....	12
3. Metodologija rada .....	13
4. Analiza finansijskih izvještaja i dionica poduzeća .....	14
4.1. Fundamentalna analiza dionica poduzeća Valamar Riviera d.d. ....	14
4.2. Fundamentalna analiza dionica poduzeća Maistra d.d. ....	18
4.3. Fundamentalna analiza dionica poduzeća Jadran d.d. ....	21
4.4. DCF projekcije za buduće investitore .....	24
5. Rasprava .....	30
6. Zaključak .....	33
Literatura .....	34
Popis tablica .....	37



## 1. Uvod

Dionice su ključni instrumenti financiranja i investiranja, a predstavljaju dugoročni instrument financiranja. Njihova svrha je vlasnički udio u poduzeću što dioničarima, odnosno investitorima daje pravo na dividende i sudjelovanje u upravljanju poduzećem stoga se nazivaju vlasničkim, odnosno korporacijskim vrijednosnim papirima. Važno je naglasiti kako su dionice permanentne i prenosive te tako omogućuju mobilnost i likvidnost na tržištu kapitala. Procjena vrijednosti dionica je složen proces, s obzirom na varijabilnost dividendi i dospeljeća, a postoje nominalna, knjigovodstvena i tržišna vrijednost dionica. Metode vrednovanja dionica uključuju različite pristupe, poput vrijednosti za razdoblje držanja, sadašnje vrijednosti dividendi i modela tržišne kapitalizacije.

Nadalje, važno je razumijeti i vezu između razine rizika i prinosa dionica. Beta koeficijent i standardna devijacija koriste se za mjerenje rizika, a viši rizik obično nosi i veće potencijalne dobitke, ali i gubitke poduzeća. Cilj ovog rada je detaljno analizirati financijske izvještaje putem ključnih financijskih pokazatelja. Naime, dugoročno financiranje dionicama pruža poduzećima kapital za dugoročne investicije, a fundamentalna analiza se temelji na financijskim izvještajima koji pružaju uvid u poslovanje poduzeća i ona je detaljno provedena u istraživačkom dijelu ovog rada. Drugi dio istraživačkog dijela primijenjuje DCF (engl. *Discounted Cash Flow*) metodu, odnosno metodu diskontiranih novčanih tijekova, koja je ključni element za procjenu vrijednosti poduzeća i njihovih dionica. DCF metoda procjenjuje buduće novčane tijekove i diskontira ih na sadašnju vrijednost koristeći ponderirani prosječni trošak kapitala – WACC (engl. *Weighted Average Cost of Capital*), a na temelju ove metode donijela se odluka o ulaganju jer se moglo kvalitetno procijeniti podcijenjenost ili precijenjenost tržišne cijene dionica u odnosu na stvarnu vrijednost poduzeća.

Istraživački dio ovoga rada, temeljen na fundamentalnoj analizi dionica poduzeća Valamar Riviera d.d., Maistra d.d. te Jadran d.d., ima veliku važnost jer prikazuje detaljan i sveobuhvatan prikaz procjene vrijednosti poduzeća. Navedeno olakšava razumijevanje složenih financijskih sustava i metoda vrednovanja kako bi bili pristupačniji investitorima. Kroz analizu financijskih izvještaja prikazana je otpornost i prilagodljivost turističkih poduzeća ekonomskim izazovima te kvalitetnije razumijevanje vrednovanja poduzeća. Ovaj rad pruža sveobuhvatan pregled fundamentalne analize dionica turističkih poduzeća te implikacije za buduće investitore. Nakon uvoda, opisuju se dionice i njihova važnost prilikom odluke investitora. Također, objašnjene su metode korištene u istraživanju, financijski pokazatelji te izvještaji kako bi se kvalitetnije

shvatila svrha istraživanja. Istraživački dio ovoga rada odnosi se na fundamentalno analiziranje dionica promatranih poduzeća kroz ključne financijske pokazatelje. Nakon toga, korištena je DCF metoda kako bi se točno procijenilo svako promatrano poduzeće te njegova vrijednost i na kraju se donio zaključak o potencijalnom ulaganju investitora u dionice tih poduzeća.

## 2. Fundamentalna analiza dionica

Fundamentalna analiza dionica prikazuje teorijski okvir ovog rada te se sastoji od mnoštva elemenata, a oni će biti detaljnije objašnjeni u idućim podnaslovima. Naime, detaljnije su opisani temeljni aspekti dionica, odnosno definicija i na koji način se vrednuju dionice. Također, razmotrena je međuovisnost rizika i nagrade dionica, kao i načini financiranja dionicama. Nadalje, razrađeni su teorijski temelji fundamentalne analize s ključnim naglaskom na temeljne metode, financijske pokazatelje i važnost financijskih izvještaja. Na kraju ovog teorijskog okvira analizirana je uloga makroekonomskih faktora u procjeni vrijednosti dionica te koje su implikacije fundamentalne analize u investicijskim odlukama.

### 2.1. Dionice

„Dionice su jedna od osnovnih vrsta dugoročnih vrijednosnih papira s razvijenim sekundarnim tržištem.“ (Orsag, 2015: 520). Pojednostavljeno rečeno, dionice predstavljaju dijelove vlasništva nekog poduzeća te tako dioničari imaju pravo na dividende, ali i na upravljanje poduzećem. Orsag (2015) navodi kako su dionice vlasnički, odnosno korporacijski vrijednosni papiri jer kupci pomoću njih imaju pravo vlasništva jednog dijela kapitala i ne mogu ga povući pa se dionice tako označuju kao permanentni vrijednosni papiri. Kod korporacijskih, odnosno vlasničkih dionica vlasnik se može naznačiti na različite načine – imenom i prezimenom, tvrtkom ili dionica može biti imenovana na donositelja, odnosno legalnog vlasnika koji koristi sva prava dionice.

Dionice su kao permanentni vrijednosni papiri dugoročne, odnosno bez unaprijed određenog dospjeća. Također, prenosive su što znači, prema Orsagu (2015), kako imaju naziv po vlasnikovoj naredbi. Dionice koje glase na ime se prenose indosamentom, a dionice koje glase na donosioca se, s druge strane, prenose fizičkom predajom. Kako se na donosioca prenose fizičkom predajom, poput novčanica, tako se mogu pojaviti poput fakultativnog novca, odnosno kao sredstvo plaćanja. Ovako definirane dionice, govori Orsag (2015), ukazuju na osnovne značajke dionica promatranih sa stajališta izdavatelja, ali i kupaca, odnosno investitora tih dionica. Dionice, uz sve navedeno, označavaju i instrumente pomoću kojih poduzetnici realiziraju poslovne ideje, a pri tome posjeduju svoju legalnu definiciju dionica također. Legalna definicija dionica, sukladno Orsagu (2015), upotpunjuje raspon društvenih normi poslovanja dionicama te se uređuje zakonskim propisima koji određuju sadržaj dionica. Shodno tomu, dionica se može definirati „kao pisana isprava o vlasništvu temeljenom na sredstvima

uloženim kod izdavača. Držatelj, odnosno imatelj dionice, njezin pravi vlasnik ima pravo sudjelovati u dobiti dioničkog društva, a može imati i pravo sudjelovanja u upravljanju putem glasovanja na skupštini dioničara. Ulog u društvo ostvaren kupnjom dionice ne može se povući iz društva osim ako ne dođe do likvidacije društva, odnosno ako dioničko otkupi dionice svojih vlasnika.“ (Orsag, 2015: 521).

Kako su dionice prenosivi vrijednosni papiri, to im omogućuje da budu tržišni vrijednosni papiri s visokim stupnjem mobilnosti. Dionice se tijekom emisije, prema HrPortfolio (2024), mogu kupiti na primarnom tržištu, ali se mogu kupiti pa i prodati na sekundarnom tržištu koje po svojoj prirodi može biti spontano ili organizirano. Spontano tržište kapitala je manje formalizirano, obično preko šaltera, dok je organizirano strogo formalizirano te se tada govori o burzama. Orsag (2015) također navodi kako dionice mogu biti korištene kao element osiguranja prilikom zaduživanja, kao element pologa tijekom aukcija, kao element plaćanja te kao element osiguranja plaćanja. Takve dionice omogućuju vlasnicima široki raspon poslovnih akcija, a na osnovi kupoprodaje dionica osobe mogu ostvariti kapitalne dobitke ako prodaju dionicu po višoj cijeni od kupovne. „Upravo je za ulaganje u dionice karakteristično da su investitori dvojako motivirani. S jedne strane, njihov motiv su očekivane dividende, a s druge očekivan rast tržišne vrijednosti, odnosno očekivani kapitalni dobitak“ (Orsag, 2015: 522). Akumulacija kapitala društva koje izdaje dionice doprinosi rastu tržišne vrijednosti poduzeća. Cijeli iznos akumuliranog kapitala, uključujući zadržanu zaradu i rezerve, pripada vlasnicima dionica. Kako su dionice tržišni vrijednosni papiri, postavlja se pitanje procjene vrijednosti dionica, a tu vrlo veliku ulogu predstavlja kamatna stopa prilikom ulaganja bez rizika. Ulaganje u dionice rizičnije je od ulaganja u državne obveznice ili bankovne depozite pa se očekuju i veći relativni prinosi na ulaganja, tj. očekuje se veća profitabilnost ulaganja.

### 2.1.1. Vrednovanje dionica

Dionice se, u odnosu na obveznice koje imaju fiksnu kamatnu stopu i točno određeno dospijeće, kompliciranije vrednuju. Miloš Sprčić (2024) tvrdi kako obične dionice nemaju fiksno određene dividende niti unaprijed određeno dospijeće. Obične dionice nemaju fiksno određene dividende niti unaprijed određeno dospijeće pa zato imaju mnoštvo nepoznanica koje bi se trebale predvidjeti u usporedbi s procjenom vrijednosti obveznica. Orsag (2015) navodi da dionice imaju nominalnu vrijednost koja se razlikuje od njihove tržišne i knjigovodstvene vrijednosti pa tako nominalna vrijednost nije toliko važna za ulaganje u dionice te mogu postojati na tržištu dionice bez nominalne vrijednosti. „Nominalna, odnosno određena

vrijednost uobičajeno u zakonodavstvima određuju minimalne cijene po kojima dioničko društvo može emitirati i prodavati svoje dionice investitorima“ (Orsag, 2015: 529). Nadalje, postoji knjigovodstvena vrijednost dionica koja se prikazuje u knjigama te je orijentirana nominalnom vrijednosti ovjerenih i u potpunosti plaćenih dionica. Orsag (2015) pojašnjava da ako se dionice prodaju skupa s premijom, odnosno njihova vrijednost je iznad nominalne vrijednosti, kapital će se u knjigama prikazati po nominalnoj vrijednosti dok će se razlika do prodajne vrijednosti prikazati u bilanci pod stavkom kapitalni dobitak. Naposljetku, postoji i tržišna vrijednost dionica koja je realizirana kupoprodajom dionica na tržištu i može se utvrđivati *ex-post* temeljem ostvarenih individualnih cijena tijekom promatranog razdoblja, a ono je dostupno u dnevnim publikacijama organiziranog tržišta kapitala. Kako je već ranije navedeno, vrednovanje dionica je složenije od vrednovanja obveznica te zbog toga postoji i više pristupa vrednovanju dionica, a to su „vrijednost za razdoblje držanja, sadašnja vrijednost dividendi, sadašnja vrijednost slobodnog novčanog toka, modeli tržišne kapitalizacije, vrednovanje poduzeća i opcijski pristup vrijednosti“ (Orsag, 2015: 535).

Za potrebe ovog rada, promatrat će se pristup vrijednosti za razdoblje držanja dionice uz diskontirane stope. Naime, ako investitor želi kupiti dionicu i držati ju tijekom određenog razdoblja tada će primiti određene novčane tijekomove od tih dionica, a njihova ekonomska vrijednost je određena sadašnjom vrijednosti. Iz tog razloga je potrebno izračunati diskontnu stopu koja je primjerena sistematskom riziku ulaganja u dionice. Kako je već ranije navedeno, dionice su rizičnije i procjena adekvatne diskontne stope je kompliciranija i teža za razliku od toga kakva je kod obveznica. Upravo zbog toga, polazi se od raznih teorija tržišta kapitala, tj. od različitih modela ponašanja kapitalnog tržišta. „Načelno, postoje dva osnovna pristupa određenja riziku prilagođene diskontne stope za vrednovanje dionica. To su pristup teorija tržišta kapitala i pristup tržišne vrijednosti“ (Orsag, 2015: 536).

### 2.1.2. Međuovisnost rizika i nagrade dionica

Međuovisnost rizika i nagrade dionica prikazuje povezanost razine rizika ulaganja u određenu dionicu i prinosa koji se ostvaruje ulaganjem. Sam prinos nije dovoljan da bi dionica bila atraktivna; bitna je i procjena odgovarajuće razine rizika povezane s tom investicijom. Analiza međuovisnosti rizika i nagrade dionica koristi se kako bi se procijenila isplativost ulaganja te donijela odluka u koju dionicu investirati. Ranije navedeni modeli vrednovanja dionica prikazuju međuovisnost pa se tako vrijednost za razdoblje držanja, u svrhu beskonačnog produljenja razdoblja držanja, izjednačuje s općim konceptom sadašnje, odnosno trenutne

vrijednosti dividende. Također, postoje i mjere prinosa, a jedna od mjera jest i prinos za razdoblje držanja. Usporedno s time, postoji i prinos od dividendi koji je posebno zanimljiv investitorima te prinos od zarada, a ono predstavlja mjeru ukupnog prinosa.

Ukoliko se promatra analiza prinosa na dionice, bitan je koncept troška vlastitog kapitala, tj. koncept troška glavnice cjelokupnog dioničkog društva. Postoje dva temeljna izračuna tog troška – korištenje modela trenutne vrijednosti dividendi te modela procjene kapitalne imovine. Antić (2020) i Bubalo, Zoričić i Pecina (2022) tvrde kako se međuovisnost rizika i nagrade dionica najčešće mjeri pomoću beta koeficijenta te standardne devijacije. Beta koeficijent mjeri osjetljivost dionice na promjene tržišta te prikazuje koliko se prinos dionice tada mijenja u odnosu na promjenu prinosa cjelokupnog portfelja tržišta. Ukoliko je beta veća od 1 tada je dionica rizičnija od portfelja tržišta i obratno, tj. ukoliko je beta manja od 1 onda je dionica manje rizična od tržišta. Također, dionice s visokim beta koeficijentom imaju i veći prinos, ali i veći rizik, a dionice s niskim beta koeficijentom imaju manji prinos, ali i manji rizik. Nadalje, standardna devijacija mjeri cjelokupni rizik dionice te prikazuje koliko je prinos dionice udaljen od očekivanog prinosa. Dionice koje imaju visoku standardnu devijaciju, također, imaju i viši prinos, ali i veći rizik i obratno. Istraživanja su pokazala kako je standardna devijacija pouzdanija mjera u odnosu na beta koeficijent, a to se posebno očituje u uvjetima visoke i niske volatilnosti tržišta (Trainor, 2012; Šego i Škrinjarić, 2018; Bubalo, Zoričić i Pecina, 2022).

### 2.1.3. Financiranje dionicama

Dugoročno financiranje je ključno za poduzeća koja planiraju dugoročne investicije, a omogućuje poduzećima dobivanje potrebnog kapitala putem financijskih institucija ili emisijom vrijednosnih papira. Financiranje s rokom dužim od pet godina jest dugoročno financiranje koje pruža stabilnost i kapacitet za realizaciju dugoročnih planova. Novak (2020) ukazuje kako se dugoročno financiranje dionicama dijeli na financiranje emisijom redovnih dionica te financiranje emisijom povlaštenih dionica. Emisija redovnih dionica predstavlja osnovni izvor trajnog kapitala za dionička društva. S jedne strane, emisija redovnih dionica, omogućuje prikupljanje temeljnog kapitala za osnivanje i razvoj poduzeća, a s druge ima značajnu ulogu u promjeni strukture kapitala i poboljšanju solventnosti i profitabilnosti poduzeća.

Osobe koje posjeduju redovne dionice imaju pravo sudjelovati u upravljanju poduzećem, pravo na dividende te pravo na imovinu u slučaju propasti poduzeća. Motiv za emisiju redovnih dionica uključuje potrebu za trajnim kapitalom, promjenom strukture kapitala u korist

samofinanciranja te poboljšanjem solventnosti i profitabilnosti. Povlaštene dionice pružaju fiksnu dividendu i određena prava u upravljanju poduzećem. Ovakve dionice imaju povlašteni položaj u odnosu na redovne dionice, posjedujući hibridne značajke koje ih čine kombinacijom dužničkih instrumenata i vlasničkog kapitala. Povlaštene se dionice emitiraju uz mogućnost pretvorbe u obične dionice ili s dodatnim pravima. Prednosti financiranja emisijom povlaštenih dionica uključuju fleksibilnost novčanih tijekova te zaštitu kontrole postojećih dioničara. Međutim, nedostaci uključuju neporezne odbitke prioritetnih dividendi i fiksne troškove koji mogu povećati financijski rizik i troškove financiranja.

## **2.2. Teorijski temelji fundamentalne analize**

Fundamentalna analiza predstavlja temeljnu analizu financijskih izvještaja, upravljačke učinkovitosti i cijeli koncept poslovanja poduzeća. Kroz temeljnu analizu sektora i makroekonomskog okruženja, analitičari teže prepoznavanju pravih vrijednosti poduzeća, odnosno teže prepoznati podcijenjenost ili precijenjenost poduzeća za buduće investitore. Komel (2019) napominje kako postoje dva osnovna cilja fundamentalne analize, a to su pronalaženje idealnih investicija i razumijevanje temeljnih poslovnih čimbenika. Osim razmatranja same vrijednosti dionica, fundamentalna analiza uključuje i dublje koncepte poput sektorske analize i makroekonomske politike kako bi se ustanovile investicije s najvišim potencijalom. Razumijevanje temeljnih poslovnih čimbenika predstavlja analizu koja pruža temeljne poglede na poslovanje poduzeća, pomažući tako investitorima da saznaju više informacija o financijskom položaju poduzeća. Financijski su izvještaji, nadalje, polazište svake fundamentalne analize i omogućuju izračunavanje financijskih pokazatelja koji služe kao osnova za dublju analizu poduzeća. Komel (2019) dalje ističe kako se financijski pokazatelji u fundamentalnoj analizi mogu podijeliti u tri ključne skupine. Prvu skupinu čine pokazatelji sigurnosti poslovanja, odnosno pokazatelji likvidnosti i zaduženosti te pružaju uvid u stabilnost i solventnost poduzeća. U drugoj skupini su pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i investiranja ocjenjujući tako učinkovitost poslovanja poduzeća i oni predstavljaju pokazatelje efikasnosti poslovanja. Zadnju, treću, skupinu čine pokazatelji aktivnosti koji prikazuju dinamiku poslovanja tako što kombiniraju elemente sigurnosti i efikasnosti. Potencijalni investitori koriste prethodno navedene pokazatelje kako bi procijenili prinos na ulaganje. Kroz fundamentalnu analizu, investitori dobivaju informacije koje im omogućuju predviđanje sadašnjih i budućih trendova u poslovanju te donošenje kvalitetnih i sigurnih investicijskih odluka.

### 2.2.1. Metode fundamentalne analize

Fundamentalna analiza omogućuje detaljan uvid u financijski položaj poduzeća te omogućuje investitorima donošenje odluke s dovoljno informacija o ulaganju u dionice. Lazibat i Matić (2002) tvrde kako postoji nekoliko metoda koje se primjenjuju u fundamentalnoj analizi, a prva od njih je analiza financijskih izvještaja. Analiza financijskih izvještaja je ključna metoda koja uključuje detaljnu analizu poduzeća kako bi se procijenila financijska stabilnost. Proučavanjem financijskih elemenata poput prihoda, dobiti i novčanih tokova dobiva se dublje razumijevanje karakteristika poduzeća. Iduća metoda je ekonomska analiza koja istražuje makroekonomske čimbenike, industrijske trendove i konkurenciju kako bi se donijele pravovaljane investicijske odluke. Procjenjuje se i utjecaj vanjskih čimbenika na poslovanje poduzeća te potencijalni rast poduzeća. Analiza financijskih izvještaja prikazuje temeljne karakteristike poslovanja, a omogućuje i otkrivanje potencijalnih rizika i prilika poduzeća uz cjelokupno financijsko stanje poduzeća. Naposljetku postoji metoda diskontiranih novčanih tijekova, odnosno DCF metoda koja koristi fundamentalne pokazatelje, ali i vanjske čimbenike poput likvidnosti tržišta, makroekonomske, ali i političke stabilnosti. DCF metoda prikazuje kontinuirano poslovanje analiziranog poduzeća na neograničen vremenski period, odnosno prikazuje koncept stalnog poslovanja (Orsag, 2021). Riječ je o metodi koja se temelji na „pro forma prognozi očekivanih budućih novčanih tokova procjenjivanog poduzeća koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost. DCF metoda počiva na vjerovanju da profitabilna imovina vrijedi onoliko koliko vrijede buduća novčana tokovi koje će ta imovina generirati.“ (Jurić, 2023). DCF metoda procjenjuje očekivanu profitabilnost poduzeća, odnosno njegovu sposobnost stvaranja dobiti. Navedena metoda se oslanja na sustav neto sadašnje vrijednosti i zaključuje koliko investitorima vrijedi platiti danas za očekivane novčane tokove koje će poduzeće stvoriti u budućnosti. Zbog toga, postoji dva ključna elementa DCF metode, a to su slobodni novčani tokovi te diskontna stopa prilagođena riziku. (Orsag, 2021).

Slobodni novčani tokovi imaju dva modela – jednoperiodni i višeperiodni. Za potrebe ovoga rada korišten je višeperiodni model koji pretpostavlja više razdoblja rasta novčanih tokova promatranih poduzeća, a računa se po formuli: (Jurić, 2023)

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

EV – vrijednost poduzeća



$FCFF_t$  – očekivani novčani tijekovi u razdoblju  $t$

WACC – ponderirani prosječni trošak kapitala,

$g$  – konstantna očekivana stopa rasta očekivanih novčanih tijekova

Prilikom procjene ukupne vrijednosti poduzeća, kako navodi Jurić (2023), ključno je odrediti trošak kapitala, a najprikladnija metoda za izračunavanje troška kapitala jest ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) koji se računa po formuli:

$$WACC = (k_s * W_s) + (k_p * W_p) + (k_d * W_d)$$

$k_s$  – trošak običnog kapitala

$k_p$  – trošak povlaštenog kapitala (ukoliko postoji)

$k_d$  – trošak duga nakon poreza

$W_i$  – udio svakog navedenog troška,  $i = s, p, d$

WACC uključuje trošak duga i trošak običnog kapitala, a ukoliko poduzeće emitira povlaštene dionice, i trošak povlaštenog kapitala. Svaku od navedenih komponenti je potrebno posebno izračunati kako bi se dobio točan WACC. Prvi korak u procjeni troška duga je određivanje zahtijevanog prinosa investitora te je važno uključiti i planirano povećanje duga u izračun troška kapitala. Trošak duga mjeri se kamatnom stopom koju poduzeće plaća svojim investitorima, a vjerodostojna je diskontna stopa ili prinos do dospijeca. Navedeni trošak smanjuje se za porezne olakšice pa se naziva trošak duga nakon poreza. Trošak duga se računa po idućoj formuli: (Jurić, 2023)

$$k_d = k_b * (1 - s_p)$$

$k_d$  – trošak duga nakon poreza

$k_b$  – prinos do dospijeca

$s_p$  – stopa poreza na dobit

Trošak kapitala od običnih dionica uključuje dividende i povećanje vrijednosti dionica, a to čini procjenu složenijom. Postoje tri temeljna pristupa procjeni troška kapitala – model vrednovanja, teorija tržišta kapitala – CAPM (engl. *Capital Asset Pricing Model*) i pristup troška duga i premije rizika. Za potrebe ovoga rada koristi se teorija tržišta kapitala, odnosno CAPM po formuli: (Jurić, 2023)

$$k_s = k_F + \beta * (k_M - k_F)$$

$k_s$  – trošak običnog kapitala

$k_F$  – nerizična kamatna stopa

$\beta$  – beta koeficijent

$k_M - k_F$  – tržišna premija rizika

### 2.2.2. Važnost financijskih izvještaja u fundamentalnoj analizi

Financijski izvještaji ključni su element fundamentalne analize i pružaju detaljan prikaz karakteristika poduzeća. Svako je poduzeće u Republici Hrvatskoj obvezno sastavljati i objavljivati financijske izvještaje u skladu sa Zakonom o računovodstvu, a njihova svrha je prikazati informacije o imovini, obvezama, prihodima, rashodima te dobitcima, odnosno gubitcima poduzeća. Ministarstvo financija (2024) prikazuje kako postoji pet glavnih financijskih izvještaja u cijeloj godini, a oni su bilanca, račun dobiti i gubitka, izvještaj o novčanom toku, izvještaj o promjeni kapitala te bilješke uz financijske izvještaje.

Bilanca prikazuje imovinu, obveze i kapital poduzeća na određeni datum te omogućuje procjenu financijskog položaja i sigurnosti poslovanja. Račun dobiti i gubitka prikazuje prihode, rashode i rezultat poslovanja tijekom određenog razdoblja, odnosno uobičajeno je to jedna kalendarska godina. Račun dobiti i gubitka omogućuje analizu profitabilnosti poslovanja. Izvještaj o novčanim tijekovima prati načine prikupljanje i trošenja novca u poduzeću pri čemu prikazuje likvidnost i sposobnost poduzeća da kvalitetno upravlja novčanim sredstvima. Izvještaj o promjeni kapitala zapisuje promjene u dioničkom kapitalu poduzeća tijekom određenog razdoblja te daje informacije o promjenama u strukturi kapitala. U konačnici, bilješke pružaju dodatne informacije o stavkama koje su navedene u temeljnim financijskim izvještajima kako bi se kvalitetnije razumjelo poslovanje poduzeća. Provođenje fundamentalne analize poduzeća zahtijeva prikupljanje vjerodostojnih podataka iz financijskih izvještaja, a koriste se i različite metode poput ekonomske analize, procjene buduće zarade, DCF analize i sl. kako bi se dobila potpuna slika poslovanja poduzeća. Komel (2019) ističe kako su komparativna analiza, strukturalna analiza i analiza financijskih pokazatelja vrlo kvalitetne i vjerodostojne metode za donošenje pravih odluka o investiranju.

### 2.2.3. Ključni financijski pokazatelji u analizi

Financijski pokazatelji predstavljaju temeljne instrumente u analizi financijskih izvještaja kako bi se kvalitetno razumjelo poslovanje poduzeća, ali i donijele kvalitetne odluke koje će pomoći rastu poduzeća. Važnost pokazatelja je u tome što pružaju objektivne informacije o elementima poduzeća što menadžmentu poduzeća omogućava kvalitetnije upravljanje strategijama poduzeća. Pokazatelji likvidnosti su neophodni za procjenu sposobnosti poduzeća u podmirenju kratkoročnih obveza. Upravo ti pokazatelji prikazuju koliko je poduzeće likvidno i sposobno izbjeći financijske rizike. Pokazatelji zaduženosti prikazuju upotrebu tuđih sredstava za financiranje poslovanja u odnosu na vlastiti kapital, a to su koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja, koeficijent financiranja, pokrivače troškova kamata te stupanj pokriva I i II. Pokazatelji zaduženosti pomažu procijeniti razinu rizika povezanog sa zaduženosti poduzeća. Pokazatelji ekonomičnosti, nadalje, procjenjuju učinkovitost korištenja resursa poduzeća u stvaranju prihoda i oni pomažu procijeniti profitabilnost poslovanja i otkriti što se može poboljšati u poslovanju. Pokazatelji profitabilnosti prikazuju učinkovitost korištenja resursa poduzeća u stvaranju dobiti te omogućuju usporedbu s konkurencijom. Na kraju, pokazatelji investiranja procjenjuju uspješnost ulaganja u dionice poduzeća i oni pomažu investitorima u donošenju odluka o ulaganjima na temelju financijskih elemenata poduzeća. Korištenjem ovih financijskih pokazatelja analitičari mogu razumjeti poslovanje poduzeća, otkriti snage poduzeća, ali i njihove slabosti te pružiti bitne informacije za budućnost poslovanja.

### 2.3. Uloga makroekonomskih faktora

Analiza poslovanja poduzeća traži duboko razumijevanje vanjskog okruženja u kojem poduzeće posluje. Analitičar, odnosno investitor mora kvalitetno proučiti i procijeniti utjecaj makroekonomskih faktora poput inflacije, rasta BDP-a i kamatnih stopa na buduće poslovanje poduzeća. Inflacija, opće povećanje cijena, ima značajan utjecaj na ekonomsku stabilnost i poslovanje poduzeća. Naime, povećanje inflacije smanjuje stvarnu vrijednost novca što, posljedično, dovodi do smanjenja potrošnje, rasta troškova proizvodnje i negativnog utjecaja na poslovne rezultate. Očekivani prinos od dionica također opada u uvjetima visoke inflacije, što nadalje rezultira smanjenjem povjerenja investitora i padom cijena na tržištu kapitala. Investitori često koriste različite pokazatelje za procjenu inflacije pa tako koriste odnos cijene i dobiti po dionici kao pokazatelj investicijskog optimističnog razmišljanja (Skorić Drezga, 2017).

Uz navedeno, nominalna kamatna stopa, zbroj realne kamatne stope i stope inflacije, ima značajnu ulogu u oblikovanju ekonomske politike, ali i investitorskih odluka. Rast bruto domaćeg proizvoda (BDP-a) obično prikazuje pozitivno poslovno okruženje, a pad može označavati potencijalne probleme u poslovanju. Indikator gospodarskog rasta i aktivnosti jest industrijska proizvodnja koja predstavlja mjeru fizičkih parametara u gospodarstvu. Kamatne stope, također, imaju značajan utjecaj na poslovne odluke i cjelokupno poslovanje poduzeća. Visoke kamatne stope povećavaju troškove zaduživanja i potencijalno smanjuju profitabilnost poduzeća, a niske kamatne stope, s druge strane, potiču ulaganja i ekonomski rast. Zaključno, dubinska i kvalitetna analiza makroekonomskih faktora i njihov utjecaj na poslovno okruženje ključna je za donošenje pravih poslovnih odluka, ali i za postizanje uspjeha na tržištu.

#### **2.4. Implikacije fundamentalne analize za investicijske odluke**

Kako je fundamentalna analiza ključan alat za investitore u donošenju investicijskih odluka pa tako mora sadržavati nekoliko glavnih implikacija za investicijski proces. Prva implikacija jest identifikacija podcijenjenih dionica. Naime, glavni cilj fundamentalne analize jest identificiranje dionica poduzeća koje su potencijalno podcijenjene na tržištu. Pažljiva analiza financijskih izvještaja, poslovnih modela i makroekonomskih faktora otkriva investitorima dionice koje imaju veliki potencijal za rast vrijednosti u budućem razdoblju. Također, fundamentalna analiza fokusira se na procjenu potencijalne buduće zarade poduzeća uz korištenje različitih financijskih pokazatelja i vanjskih čimbenika koji utječu na poslovanje poduzeća. Procjena potencijalne buduće zarade pomaže u određivanju fer vrijednosti dionica i donošenju odluka o kupnji ili prodaji dionica što omogućuje investitorima maksimizaciju povrata na ulaganje. Fundamentalna se analiza obično primjenjuje za donošenje dugoročnih investicijskih odluka te se fokusira na temeljne aspekte poslovanja poput konkurentске prednosti, financijske stabilnosti i tržišnog potencijala. Nadalje, fundamentalna analiza obuhvaća široki spektar makroekonomskih, ali i mikroekonomskih čimbenika koji utječu na poslovanje poduzeća i cjelokupnog tržišta. Navedeno uključuje analizu inflacije, kamatnih stopa, konkurencija i gospodarskog rasta, a omogućuje investitorima donošenje kvalitetnih odluka bez obzira na kompleksnost tržišta i njihovih uvjeta.

### 3. Metodologija rada

Metodologija korištena tijekom pisanja ovoga rada uključivala je kombinaciju analize sekundarnih podataka i autoričinih vlastitih izračuna DCF metode temeljenih na sekundarnim podacima. Sekundarni izvori podataka korišteni su za prikupljanje potrebnih informacija o financijskom stanju odabranih hrvatskih turističkih poduzeća – Valamar Riviera d.d., Maistra d.d. i Jadran d.d.. Navedena turistička poduzeća odabrana su zbog njihove značajne pozicije u hrvatskoj turističkoj industriji te njihove vjerodostojnosti na tržištu. Navedena poduzeća predstavljaju različite sektore turističkog tržišta i imaju značajan utjecaj na gospodarski razvoj Hrvatske. Vremenski period od 2019. do 2023. godine obuhvaćen je zbog analiziranja učinaka pandemije COVID-19 na poslovanje, odnosno analiziranja otpornosti, prilagodljivosti i sposobnosti oporavka promatranih poduzeća.

Uz to, vlastiti izračuni korištenjem DCF metode prikazuju procjenu unutarnje vrijednosti dionica koje su i bile predmet istraživanja ovoga rada. Različite istraživačke metode koje su primijenjene u pisanju rada osigurale su kvalitetnu i sveobuhvatnu analizu i, naposljetku, pouzdane zaključke o promatranim poduzećima. Primijenjene metode su obuhvaćale pregled literature, analizu financijskih izvještaja i kvantitativne tehnike poput DCF metode. Kroz cjelokupni pregled literature na temu dionica i financijskih izvještaja, dobiveni su relevantni pogledi u financijsko stanje i uspjeh poduzeća. Primijenjena DCF metoda olakšala je procjenu vrijednosti dionica diskontiranjem projiciranim budućih novčanih tijekova na njihovu sadašnju vrijednost. Beta koeficijent koji je bio potreban za izračun DCF metode preuzet je s mrežne stranice Damodaran, pružajući globalnu perspektivu na turistička poduzeća umjesto oslanjanja samo na Hrvatsku jer takav pristup poboljšava primjenjivost rezultata na šire tržište. Također, stopa prinosa na nerizična ulaganja (petogodišnjeg prinosa trezorskih zapisa) preuzeta je sa stranice Yahoo Finance osiguravajući tako pouzdanost u procjeni rizika jer su trezorski zapisi najmanje rizični zapisi za ulaganje. Efektivna kamatna stopa, ključna za određivanje troška kapitala, preuzeta je s mrežne stranice Hrvatske narodne banke. Hrvatska narodna banka osigurava točnost i relevantnost lokalnom financijskom okruženju. Zaključno, sve projekcije i prognoze prikazane u ovom istraživanju temelje se na povijesnim financijskim izvještajima osiguravajući njihovu vjerodostojnost.

## 4. Analiza financijskih izvještaja i dionica poduzeća

U nastavku su detaljno analizirani ključni financijski pokazatelji odabranih turističkih poduzeća – Valamar Riviere d.d., Maistre d.d. te Jadrana d.d. koji su temeljni elementi za investicijske odluke. Naime, detaljno su analizirani potrebni pokazatelji likvidnosti i solventnosti, pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti te pokazatelji investiranja. Nakon toga je primijenjena DCF metoda kako bi se procijenili budući novčani tijekovi i diskontirali na sadašnju vrijednost te su tako dobivene vrijednosti pružile detaljan uvid investitorima u diskontiranu vrijednost poduzeća i njihovih dionica.

### 4.1. Fundamentalna analiza dionica poduzeća Valamar Riviera d.d.

Valamar Riviera d.d. jedna je od vodećih turističkih poduzeća u Hrvatskoj te nudi kombinaciju bogate kulturne baštine i modernih sadržaja. Poduzeće upravlja s 37 hotela i ljetovališta diljem Hrvatske i Austrije te s 15 turističkih kampova duž jadranske obale. Poslovna se strategija Valamara fokusira na visokokvalitetne usluge, održiv razvoj i inovacije kako bi zadovoljili zahtjeve svojih klijenata. Dionice Valamara su rangirane na Zagrebačkoj burzi pod oznakom RIVP te su jedne od najlikvidnijih dionica na hrvatskom tržištu kapitala, a zbog toga koriste veliku zainteresiranost investitora. U nastavku je prikazana tablica koja sadrži temeljne pokazatelje likvidnosti i solventnosti poduzeća Valamar Riviera d.d. koji su ključni za procjenu sposobnosti poduzeća da pokrivaju svoje obveze.

Tablica 1. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Valamar Riviera d.d.

<b>LIKVIDNOST I SOLVENTNOST</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Novac i novčani ekvivalenti po dionici	0,37	0,72	0,98	1,11	0,74
Tekući omjer	0,72	0,88	1,63	1,56	1,05
Omjer duga i kapitala (u %)	116,64	150,45	151,81	125,69	104,92
Omjer neto duga i EBITDA-e	3,35	19,22	8,59	2,19	2,23
Pokriće troškova kamata	4,68	-1,51	-0,67	3,06	4,03

Izvor: Vlastita izrada autora prema Valamar Riviera (2024).

Promatrajući Tablicu 1. koja prikazuje glavne pokazatelje likvidnosti i solventnosti uočava se visok rast pokazatelja novca po dionici s 2019. na 2020. godinu, i to rast od 94,59 %. Povećani rast ovog pokazatelja prikazuje efikasnije upravljanje gotovinom tijekom 2020. godine. Nadalje, tekući omjer iznad 1 prikazuje dobru likvidnost, odnosno prikazuje sposobnost

poduzeća da pokrije svoje kratkoročne obveze pomoću kratkoročnih sredstava, a taj rast se očituje od 2021. godine pa na dalje. Primjećuje se pad tekućeg omjera 2023. godine od 32,69 % zbog većeg rasta kratkoročnih obveza.

Omjer duga i kapitala jest pokazatelj solventnosti, a prikazuje koliko je poduzeće ovisno o dugu s obzirom na vlastiti kapital, a visoki omjer može značiti veći financijski rizik. Rast u 2020. godini s obzirom na 2019. prikazuje povećano zaduživanje što je moguća posljedica pandemije COVID-19 kada se poduzeće zaduživalo i imalo manje prihode od svog poslovanja, ali bi trebalo detaljnije istražiti. Također, primjećuje se i pad ovog omjera od 2022. godine što znači da se dug smanjio i nastavlja se smanjivati te bi se u budućnosti mogao spustiti ispod razine vrijednosti vlastitog kapitala. Još jedan pokazatelj solventnosti je omjer neto duga i dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije, odnosno EBITDA-e, a prikazuje sposobnost poduzeća da otplati svoje dugove koristeći operativne prihode te visoki omjer ovog pokazatelja može značiti probleme u otplati duga. Vrlo je primjetan visoki rast ovog omjera u 2020. godini, i to porast od 473,13 % s obzirom na godinu ranije te je rezultat smanjenja EBITDA-e zbog mogućih posljedica pandemije COVID-19, dok se već godinu kasnije vidi pad i prikazuje oporavak operativnih prihoda. Na kraju, pokriće troškova kamata mjeri koliko puta poduzeće može pokriti svoje kamatne troškove pomoću operativne dobiti. Ponovno se primjećuje problem u 2020. godini kada je pokazatelj pao za 132,26 % i tada poduzeće nije moglo pokriti kamate što znači da su bili u ozbiljnim financijskim problemima nakon pandemije. No, nakon toga se primjećuje daljnji rast što pokazuje oporavak financijskog stanja poduzeća.

Nadalje, nakon detaljnog prikaza pokazatelja likvidnosti i solventnosti, prikazana je tablica koja sadrži ključne pokazatelje profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti promatranog poduzeća. Ovi pokazatelji prikazuju detaljan pregled efikasnosti poslovanja i sposobnosti stvaranja dobiti poduzeća, a to je investitorima najvažnije kako bi donijeli pravovaljanu odluku.

Tablica 2. Pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Valamar Riviera d.d.

<b>PROFITABILNOST, EKONOMIČNOST I AKTIVNOST</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
EBIT marža (u %)	11,77	-23,04	-14,24	8,35	9,80
EBITDA marža (u %)	33,55	23,17	35,48	32,16	28,62
Neto profitna marža (u %)	9,01	-18,71	-7,11	5,44	6,54
ROA (u %)	3,19	-1,13	-0,21	1,78	2,68

ROE (u %)	8,22	-3,82	-0,69	5,45	7,75
Koeficijent obrta ukupne imovine	0,36	0,20	0,17	0,31	0,41
Koeficijent obrtaja zaliha	15,36	28,25	33,34	20,05	22,78
Koeficijent obrtaja potraživanja	29,15	35,79	37,67	54,54	62,09
Dani naplate potraživanja	12,53	10,37	10,10	6,72	5,89
Dani plaćanja obveza	79,70	152,84	105,64	62,33	59,13

Izvor: Vlastita izrada autora prema Valamar Riviera (2024).

Dobit prije kamata i poreza, tj. EBIT marža jest pokazatelj profitabilnosti i pokazuje koliko poduzeće zarađuje prije plaćanja kamata i poreza kao postotak ukupnih prihoda. Promatrajući Tablicu 2. primjećuje se pad od 34,81 postotnih bodova u 2020. godini s obzirom na 2019. godinu što označuje velike gubitke poduzeća, no već 2021. godine se taj gubitak smanjuje i prikazuje oporavak i nadalje dobitak, odnosno prikazuje se ponovni povratak profitabilnosti poduzeća. EBITDA marža je također pokazatelj profitabilnosti i mjeri operativnu profitabilnost tvrtke, ali bez amortizacije. Stabilna marža iznad 20 % prikazuje operativnu efikasnost unatoč tome što ovaj pokazatelj varira tijekom promatranog razdoblja. Neto profitna marža, nadalje, prikazuje udio neto dobiti u ukupnim prihodima te prikazuje profitabilnost poduzeća. Negativne vrijednosti tijekom 2020. i 2021. godine prikazuju neto gubitke kao mogući odgovor na pandemiju COVID-19 i sve izazove koje je ona donijela, ali se 2022. godine poduzeće oporavilo i počelo ostvarivati dobitke. Povrat na ukupnu imovinu, odnosno ROA je ključni pokazatelj koji mjeri koliko učinkovito poduzeće koristi svoju imovinu za stvaranje profita. Negativne vrijednosti tijekom 2020. i 2021. godine ukazuju na financijske poteškoće i neprofitabilnost poduzeća što je rezultat smanjenja prihoda, ali i povećanja troškova u tom razdoblju. S druge strane, daljnje pozitivne vrijednosti označuju oporavak poduzeća, odnosno poduzeće je povećalo prihode, smanjilo troškove i bolje upravljalo postojećim resursima. Još jedan pokazatelj profitabilnosti jest ROE, tj. povrat na kapital koji mjeri koliko učinkovito poduzeće koristi kapital svojih dioničara za stvaranje profita. Može se primjetiti oporavak tijekom 2021. godine bez obzira na negativne vrijednosti, ali se taj oporavak nastavlja i tijekom idućih godina i prikazuje stabilizaciju poslovanja te ponovno stvaranje profita za dioničare poduzeća.

Nadalje, koeficijent obrta ukupne imovine mjeri koliko puta poduzeće obrne svoju imovinu kroz prodaju tijekom godine, odnosno pokazuje aktivnost tvrtke. Više vrijednosti ovog pokazatelja prikazuju kvalitetnije i efikasnije korištenje imovine te se pad u 2020. godini očituje u smanjenju broja gostiju i korištenja hotela zbog pandemije, dok oporavak u godinama nakon



prikazuje povećanje prodaje, odnosno povratak gostiju i njihovo ponovno korištenje hotela i ostalih turističkih sadržaja. Koeficijent obrtaja zaliha mjeri koliko puta poduzeće proda svoje zalihe, odnosno hranu, piće, suvenire, poklone i sl. tijekom godine. Rast nakon 2020. godine prikazuje brži obrtaj zaliha zbog povratka gostiju i povećane potražnje za hotelima i ljetovalištima, no 2022. godine se primjećuje pad što upućuje na smanjenje korištenja zaliha u tom razdoblju zbog rasta cijena hotela, ljetovanja i povećanog životnog standarda. Koeficijent obrtaja potraživanja mjeri koliko puta poduzeće naplati svoja potraživanja tijekom godina te je pad u 2020. godini moguća posljedica ekonomske nesigurnosti nakon pandemije. Dani naplate potraživanja su usko povezani s prethodnim koeficijentom i mjeri koliko je dana u prosjeku potrebno kako bi se potraživanja naplatila. Pad broja dana od 2019. do 2020. godine, ali i od 2022. do 2023. godine prikazuje efikasniju naplatu potraživanja, odnosno povoljnije tržišne uvjete. Naposljetku, dani plaćanja obveza mjere prosječan broj dana potrebnih za plaćanje obveza prema dobavljačima. Naime, visoki rast u 2020. godini od 73 dana u odnosu na godinu ranije prikazuje produženje rokova plaćanja kako bi se očuvala likvidnost tijekom kriznih situacija. No, već 2021. godine se primjećuje stabiliziranje financijskog stanja poduzeća te, posljedično, poboljšanje likvidnosti poduzeća. Pokazatelji investiranja poduzeća Valamar Riviera d.d., prikazani su u Tablici 3. te su jedni od ključnih pokazatelja koji su potrebni investitoru kako bi odlučio isplati li se investirati ili ne.

Tablica 3. Pokazatelji investiranja poduzeća Valamar Riviera d.d.

<b>INVESTIRANJE</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Omjer cijene i zarade (P/E)	26,40	9,82	-8,09	45,08	25,94
Dobit po dionici (EPS) (u %)	3,79	10,18	-12,37	2,22	3,86
Omjer cijene i prihoda (P/S)	2,21	2,22	4,43	2,06	1,56
Omjer vrijednosti poduzeća i EBITDA-e (EV/EBITDA)	10,58	33,16	37,80	10,32	9,18
Omjer vrijednosti poduzeća i EBIT-e (EV/EBIT)	30,01	54,80	-10,03	50,98	29,61

Izvor: Vlastita izrada autora prema Valamar Riviera (2024).

Omjer cijene i zarade daje investitorima informacije o tome koliko trebaju platiti za svaku jedinicu zarade koju dionica ostvari. Primjetan je veliki pad ovog omjera iz 2020. u 2021. godinu i on je rezultat negativne dobiti po dionici u toj godini, no daljnji oporavak od 2022. godine na dalje prikazuje povrat pozitivne zarade, ali i povećanje povjerenja investitora u budućnost uspjeha tvrtke. Dobit po dionici prikazuje dio dobiti poduzeća koji pripada jednoj

dionici. Pozitivne vrijednosti prikazuje kako je poduzeće profitabilno, a promatrajući Tablicu 3. sve pozitivne vrijednosti osim u 2021. godini tijekom koje su se povećali troškovi pa je vrijednost te godine negativna.

Omjer cijene i prihoda procjenjuje koliko dionice vrijede u odnosu na prihod poduzeća. Primjećuje se najviša vrijednost omjera tijekom 2021. godine što ukazuje na visoku cijenu dionice, a to znači kako se povećala zainteresiranost za dionice poduzeća. S druge strane, 2023. godina prikazuje nešto niže vrijednosti što znači da je prihod poduzeća porastao. Omjer vrijednosti poduzeća i EBITDA-e prikazuje investitorima procjenu vrijednosti tvrtke u odnosu na njezinu operativnu dobit. Rast vrijednosti ovog omjera u 2020. i 2021. godini posljedica je povećanja operativne dobiti, odnosno povećanje EBITDA-e, dok pad u 2022. pa na dalje prikazuje povećanje ukupne vrijednosti poduzeća. Posljednji omjer pokazatelja investiranja jest omjer vrijednosti poduzeća i EBIT-e, odnosno dobiti prije kamata i poreza. Ono što se ističe u tablici jer 2021. godina kada poduzeće ostvaruje negativne vrijednosti ovog omjera što je rezultat loše vrijednosti EBIT-e, dok oporavak tijekom idućeg razdoblja prikazuje njegovo poboljšanje vrijednosti.

#### 4.2. Fundamentalna analiza dionica poduzeća Maistra d.d.

Maistra d.d. također je jedno od vodećih turističkih poduzeća u Hrvatskoj. Za razliku od Valamar Riviera d.d., Maistra d.d. posluje samo u Hrvatskoj i većinom na području Istre. Poduzeće pruža svojim korisnicima, uz poslovanje hotelima, kampovima i apartmanima, različite turističke usluge poput organizacije važnih životnih događaja, iznajmljivanje plovila te razne rekreacijske aktivnosti. Dionice ovog poduzeća također su rangirane na Zagrebačkoj burzi pod nazivom MAIS te njihova cijena ovisi o kvaliteti turističke sezone. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Maistra d.d. prikazani su u Tablici 4.

Tablica 4. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Maistra d.d.

<b>LIKVIDNOST I SOLVENTNOST</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Novac i novčani ekvivalenti po dionici	0,49	0,62	3,23	4,87	5,55
Tekući omjer	0,20	0,22	0,80	1,14	0,88
Omjer duga i kapitala (u %)	63,52	73,04	72,19	54,17	39,94
Omjer neto duga i EBITDA-e	2,70	8,13	5,68	1,50	0,95
Pokriće troškova kamata	6,07	-0,27	2,22	8,82	12,30

Izvor: Vlastita izrada autora prema Maistra d.d. (2024).

Novčani tijek po dionici prikazuje koliko novca poduzeću stvori svaka dionica. Primjećuje se rast ovog koeficijenta u promatranom razdoblju i ono prikazuje povećanje likvidnosti poduzeća što je vrlo važno jer to znači kako poduzeće može podmirit svoje kratkoročne obveze, ali i ulagati u nove projekte i prilike na tržištu. Tekući omjer poduzeća Maistra d.d. također ima rast do 2023. godine kada je imao nižu vrijednost od godine prije. Ovaj pad prikazuje smanjenje sposobnosti podmirenja kratkoročnih obveza iz obrtnih sredstava.

Omjer duga i kapitala prvi je pokazatelj solventnosti u Tablici 4. i uviđa se pad od 23,58 postotnih bodova od 2021. do 2023. godine. Pad ovog omjera prikazuje smanjenje financijskog rizika koji je važan za dugoročnu stabilnost, ali i održivost poslovanja. Omjer neto duga i EBITDA-e tijekom 2020. godine ima najvišu vrijednost i ukazuje na manju solventnost poduzeća u odnosu na ostala promatrana razdoblja. Posljednji pokazatelj solventnosti, pokriće troškova kamata, najviše se ističe 2020. godine kada iskazuje negativne vrijednosti što prikazuje poteškoće u podmirenju kamata, no nakon toga rastu vrijednosti ovog pokazatelja što prikazuje poboljšanje solventnosti promatranog poduzeća. Poказatelj profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Maistra d.d. prikazani su u Tablici 5. i prikazuju efikasnost poslovanja i sposobnost stvaranja dobiti.

Tablica 5. Pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Maistra d.d.

<b>PROFITABILNOST, EKONOMIČNOST I AKTIVNOST</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
EBIT marža (u %)	17,64	-5,95	3,05	17,79	16,93
EBITDA marža (u %)	33,84	24,90	30,73	35,17	32,45
Neto profitna marža (u %)	21,17	-12,04	2,49	15,21	17,35
ROA (u %)	7,89	-1,76	1,81	5,99	7,74
ROE (u %)	14,79	-3,31	3,44	10,69	12,69
Koeficijent obrta ukupne imovine	0,37	0,25	0,27	0,39	0,45
Koeficijent obrtaja zaliha	11,32	12,95	10,89	8,67	9,52
Koeficijent obrtaja potraživanja	30,48	40,76	52,54	48,37	51,81
Dani naplate potraživanja	11,99	9,20	6,97	7,59	7,06
Dani plaćanja obveza	82,74	65,37	59,68	57,64	61,13

Izvor: Vlastita izrada autora prema Maistra d.d. (2024).

Operativna profitabilnost poduzeća kao postotak prihoda prikazuje EBIT maržu, a prema Tablici 5. može se zaključiti kako je 2020. godine negativna vrijednost mogući rezultat pandemije COVID-19 koja je negativno utjecala na operativne prihode poduzeća. Rast u idućim razdobljima prikazuje oporavak operativne profitabilnost zbog bolje kontrole troškova poduzeća, ali i povećanja turističkih aktivnosti. EBITDA marža ima podjednake rezultate i razdoblje rasta, odnosno pada ovog koeficijenta iz istih razloga kao EBIT marža. Negativna vrijednost neto profitne marže u 2020. godini prikazuje financijske izazove u razdoblju pandemije, dok rast u idućim razdobljima znači oporavak i poboljšanje neto profitabilnosti promatranog poduzeća. Povrat na imovinu (ROA) tijekom 2020. godine također prikazuje negativne vrijednosti te posljedično prikazuje neprofitabilnost poduzeća. Postupan rast od 2021. godine prikazuje poboljšanje efikasnost u korištenju vlastite imovine i ponovnu profitabilnost. ROE, tj. povrat na kapital prikazuje gubitke za dioničare zbog pandemije, što je vidljivo iz Tablice 5., a veliko povećanje od 2020. do 2023. godine od 16 postotnih bodova prikazuje veći povrat za dioničare.

Nadalje, prvi koeficijent aktivnosti jest koeficijent obrta ukupne imovine i on prikazuje relativno jednake vrijednosti, odnosno blago povećanje prikazuje bolju efikasnost korištenja imovine poduzeća. Koeficijent obrta zaliha prikazuje najveću vrijednost 2020. godine kada je poduzeće efikasnije upravljalo zalihama, dok smanjenje ovog koeficijenta 2022. godine prikazuje prilagodbu uvjetima tržišta kapitala. Koeficijent obrtaja potraživanja ima tendenciju rasta tijekom promatranog razdoblja što prikazuje bržu i efikasniju naplatu potraživanja što je vrlo pozitivno za likvidnost poduzeća Maistra d.d.. Promatrajući dane naplata potraživanja primjetan je pad tijekom promatranog razdoblja što prati ranije navedeni koeficijent. Na kraju, dani plaćanja obveza imaju pad do 2023. godine kada je primjetan blagi porast, odnosno produžen je rok plaćanja. Tablica 6. prikazuje ključne pokazatelje investiranja poduzeća Maistra d.d. te pomažu investitorima u donošenju kvalitetnih odluka.

Tablica 6. Pokazatelji investiranja poduzeća Maistra d.d.

<b>INVESTIRANJE</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Omjer cijene i zarade (P/E)	10,92	-201,11	-28,04	17,91	10,67
Dobit po dionici (EPS) (u %)	9,16	-0,50	-3,57	5,58	9,37
Omjer cijene i prihoda (P/S)	2,59	2,80	4,39	2,48	2,04
Omjer vrijednosti poduzeća i EBITDA-e (EV/EBITDA)	10,84	18,32	28,14	8,58	7,20

Omjer vrijednosti poduzeća i EBIT-e (EV/EBIT)	20,44	15,75	-35,41	17,35	14,02
---	-------	-------	--------	-------	-------

Izvor: Vlastita izrada autora prema Maistra d.d. (2024).

Omjer cijene i zarade prikazuje drastičan pad za 212,03 što je vidljivo u Tablici 6. te je on vjerojatno rezultat velikih gubitaka zbog pandemije COVID-19, a to bi trebalo detaljnije istražiti, pa je tako zarada po dionici bila negativna. Nadalje se primjećuje rast koeficijenta, odnosno došlo je do oporavka zarade po dionici, ali i do stabilizacije tržišne vrijednosti dionica. Dobit po dionici, odnosno EPS, do kraja promatranog razdoblja prikazuje poboljšanje profitabilnosti i oporavak poslovanja poduzeća, a to ujedno i povećava dobit po dionici. Promatrajući omjer cijene i prihoda uočava se porast u 2021. godini koji se može objasniti povećanjem prihoda poduzeća, a blagi pad 2023. godine prikazuje brži porast prihoda u odnosu na tržišnu vrijednost dionica. Idući koeficijent, omjer vrijednosti poduzeća i EBITDA-e prikazuje povećani rast u 2021. godini kada je smanjena vrijednost promatranog poduzeća, a omjer vrijednosti poduzeća i EBIT-e prikazuje iste godine negativnu vrijednost koja je rezultat operativnih gubitaka promatranog poduzeća.

#### 4.3. Fundamentalna analiza dionica poduzeća Jadran d.d.

Poznato turističko poduzeće u Hrvatskoj, Jadran d.d., sa glavnim sjedištem u Crikvenici bavi se pružanjem turističkih i ugostiteljskih usluga. Jadran d.d. nudi svojim klijentima boravak u hotelima, kampovima i turističkim naseljima u Crikvenici, Makarskoj te na otocima Krku i Braču. Jadran d.d. investira u unapređenje svojih objekata kako bi se povećala kvaliteta usluga te ulaže u infrastrukturu koja osigurava zadovoljstvo turista. Dionice Jadrana d.d. također su rangirane na Zagrebačkoj burzi te se njima trguje pod oznakom JDRN te mogu biti vrlo atraktivne novim investitorima koji traže izloženost turizmu u Hrvatskoj. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Jadran d.d. prikazuju određene koeficijente koji su vrlo važni za pregled financijskog stanja (Tablica 7).

Tablica 7. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Jadran d.d.

LIKVIDNOST I SOLVENTNOST	2019	2020	2021	2022	2023
Novac i novčani ekvivalenti po dionici	0,19	0,22	0,14	0,12	0,10
Tekući omjer	0,51	1,36	0,99	0,75	0,45
Omjer duga i kapitala (u %)	21,67	38,16	47,03	43,11	66,95
Omjer neto duga i EBITDA-e	6,66	50,02	24,44	3,02	4,52

Pokriće troškova kamata	0,43	-3,09	-1,37	1,69	2,21
-------------------------	------	-------	-------	------	------

Izvor: Vlastita izrada autora prema Jadran d.d. (2024).

Promatrajući Tablicu 7. primjećuje se smanjenje novca po dionici tijekom promatranog razdoblja što je razlog kontinuirane upotrebe novca za otplatu dugova, a da pri tome prihod slabo raste što dovodi do nemogućnosti potpunog pokrivanja troškova. Promatrajući tekući omjer može se primjetiti pad od 2020. godine što je posljedica rasta kratkoročnih obveza u tom razdoblju.

Omjer duga i kapitala kontinuirano raste u promatranom razdoblju što znači da se poduzeće više zadužuje u odnosu na vrijednost vlastitog kapitala, a to povećava financijski rizik i obveze poduzeća. Omjer neto duga i EBITDA-e ovog poduzeća prikazuje vrlo visoku vrijednost u 2020. godini koja je rezultat značajnog pada EBITDA-e zbog pandemije COVID-19, a oporavak nakon 2020. godine prikazuju smanjenje neto duga promatranog poduzeća. Naposljetku, pokriće troškova kamata ima negativne vrijednosti tijekom 2020. i 2021. godine, a to prikazuje nedovoljno dobiti za pokriće kamata zbog smanjenih prihoda. No, od 2022. godine primjećuje se porast ovog koeficijenta. Pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Jadran d.d. prikazani su u Tablici 8.

Tablica 8. Pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Jadran d.d.

<b>PROFITABILNOST, EKONOMIČNOST I AKTIVNOST</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
EBIT marža (u %)	2,85	-26,56	-18,05	6,88	11,48
EBITDA marža (u %)	15,04	7,81	21,64	31,88	31,81
Neto profitna marža (u %)	0,47	-34,81	-27,61	1,72	5,06
ROA (u %)	0,11	-2,84	-2,50	0,67	1,45
ROE (u %)	0,17	-4,50	-4,51	1,21	2,64
Koeficijent obrta ukupne imovine	0,12	0,10	0,13	0,23	0,25
Koeficijent obrtaja zaliha	25,80	18,19	8,44	6,57	15,37
Koeficijent obrtaja potraživanja	17,43	11,21	4,96	9,26	24,28
Dani naplate potraživanja	22,03	32,64	74,65	40,73	17,41
Dani plaćanja obveza	252,02	230,38	125,03	102,32	83,14

Izvor: Vlastita izrada autora prema Jadran d.d. (2024).

EBIT marža prikazuje operativnu profitabilnost poduzeća i pokazatelj je profitabilnosti. Promatrajući ovaj pokazatelj u Tablici 8. primjetan je veliki pad 2020. godine zbog smanjenja prihoda i velikih operativnih izazova tijekom pandemije. Oporavak u razdoblju nakon 2020. godine prikazuje poboljšanje operativnih prihoda, ali i povećanje prihoda. EBITDA marža prati prethodni pokazatelj i prikazuje bolje upravljanje troškovima i povećanje profitabilnosti nakon 2021. godine. Promatrano poduzeće ostvaruje gubitke tijekom 2020. i 2021. godine što prikazuju negativne vrijednosti neto profitne marže. Povrat na imovinu prikazuje oporavak tijekom 2022. i 2023. godine nakon negativnih vrijednosti koje upućuju na neprofitabilnost poduzeća, ali i kvalitetnije upravljanje vlastitom imovinom. Povrat na kapital koji su uložili dioničari mjeri pokazatelj ROE te je primjetan oporavak i ostvarivanje ponovne dobiti za dioničare nakon 2022. godine.

Koeficijent obrta ukupne imovine raste od 2020. godine što je primjetno u Tablici 8. te taj rast prikazuje bolju efikasnost u korištenju imovine. Pandemija COVID-19 primjetna je i u koeficijentu obrtaja zaliha kada su zalihe povećane, odnosno poduzeće Jadran d.d. nije iskoristilo svoje zalihe dovoljno puta tijekom godine. Koeficijent obrtaja potraživanja prikazuje oscilacije u svojim vrijednostima te pad u 2021. godini znači sporiju naplatu potraživanja, a to se primjećuje i u idućem koeficijentu (Dani naplate potraživanja) kada se 2021. godine ostvaruje najviša vrijednost tog koeficijenta od 74,65. Posljednji koeficijent aktivnosti jest Dani plaćanja obveza te je primjetno smanjenje tijekom promatranog razdoblja i ono prikazuje brže plaćanje obveza prema dobavljačima, a to je posljedica poboljšanja likvidnosti poduzeća. Pokazatelji investiranja poduzeća Jadran d.d. prikazani su Tablicom 9. te se primjećuju velike oscilacije prvog omjera, odnosno omjera cijene i zarade.

Tablica 9. Pokazatelji investiranja poduzeća Jadran d.d.

<b>INVESTIRANJE</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Omjer cijene i zarade (P/E)	333,77	237,71	-65,74	-41,16	16,52
Dobit po dionici (EPS) (u %)	0,30	0,42	-1,52	-2,43	6,05
Omjer cijene i prihoda (P/S)	4,52	3,15	3,69	1,84	1,25
Omjer vrijednosti poduzeća i EBITDA-e (EV/EBITDA)	41,10	-2,71	181,11	9,13	7,18
Omjer vrijednosti poduzeća i EBIT-e (EV/EBIT)	-40,00	48,37	11,73	153,26	17,16

Izvor: Vlastita izrada autora prema Jadran d.d. (2024).

Naime, tijekom 2019. i 2020. godine primjetan je pad navedenog omjera što prikazuje smanjenje cijene dionica zbog nepovoljnih uvjeta na tržištu. Nadalje, negativne vrijednosti omjera cijene i zarade prikazuje gubitke, što se vidi i u dobiti po dionici gdje tijekom 2021. i 2022. godine ostvaruju također negativne vrijednosti što je razlog povećanja troškova tijekom pandemije. Naposljetku, 2023. godina u oba koeficijenta prikazuje oporavak poslovanja i povećanje profitabilnosti. Omjer cijene i prihoda prikazuje kontinuirani pad tijekom promatranog razdoblja što znači smanjenje cijena dionica, odnosno povećanu efikasnost poslovanja promatranog poduzeća. Omjer vrijednosti poduzeća i EBITDA-e prikazuje veliki rast 2021. godine što je posljedica povećanja EBITDA-e, ali iduća razdoblja s nižim i realnijim vrijednostima ovoga omjera ukazuju na povratak profitabilnosti poduzeća Jadran d.d.. Zadnji pokazatelj investiranja promatranog poduzeća jest omjer vrijednosti poduzeća i EBIT-e čija je najviša vrijednost 2022. godine i rezultat je povećanja vrijednosti poduzeća, no pad 2023. godine prikazuje poboljšanje profitabilnosti poduzeća Jadran d.d.

#### 4.4. DCF projekcije za buduće investitore

DCF metoda iliti metoda diskontiranih novčanih tijekova jedna je od najkorištenijih metoda za procjenu vrijednosti poduzeća. Ova metoda se temelji na projekciji novčanih tijekova poduzeća koji se, uz diskontnu stopu, svode na sadašnju vrijednost te se na temelju toga izvodi zaključak o procijenjenoj vrijednosti poduzeća. Projekcije podataka, prikazani u idućoj tablici (Tablica 10), bili su potrebni za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Valamar Riviera d.d. te donošenje kvalitetnih implikacija za buduće investitore.

Tablica 10. Projekcije podataka potrebnih za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Valamar Riviera d.d.

<b>PROJEKCIJE</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
Slobodni novčani tok	69.302. 500	84.107. 500	98.912. 500	113.717. 500	128.522. 500
Tržišna vrijednost kapitala	221.915. 351	221.915. 351	221.915. 351	221.915. 351	221.915. 351
Tržišna vrijednost duga	276.735. 000	259.500. 000	242.265. 000	225.030. 000	207.795. 000
Beta	1,34				
Očekivani tržišni prinos (u %)	5,39	6,92	8,46	9,99	11,53
Stopa prinosa na nerizična ulaganja (u %)	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53



Trošak kapitala (u %)	5,68	7,74	9,80	11,85	13,91
Trošak duga (u %)	2,60	2,41	3,64	3,57	4,14
Porezna stopa (u %)	3,25				
WACC (u %)	3,93	4,82	6,52	7,62	9,12

Izvor: Vlastita izrada autora prema Valamar Riviera d.d. (2024).

Promatrajući Tablicu 10. primjećuje se tendencija rasta slobodnog novčanog tijeka do 2028. godine, a tržišna vrijednost duga pada kroz naredno razdoblje. Važno je za istaknuti kako su ovo projekcije temeljene na prošlim godinama i kako se izračuni koriste za buduće investitore i njihova potencijalna ulaganja. Rast slobodnog novčanog tijeka upućuje na porast operativne efikasnosti i profitabilnosti poduzeća. Također, primjećuje se kako bi trošak kapitala kroz godine trebao rasti te se može očekivati i rast tržišnih prinosa, ali i potencijalni veći rizik koji bi mogao utjecati na odluku investitora. Također, trošak duga bi porastao za skoro 2 %, ali i dalje predstavlja nizak rizik za investitore i promjene u kamatnim stopama u budućnosti. Naposljetku, promatrajući ponderirani prosječni trošak kapitala, odnosno WACC, može se uočiti porast koji govori da poduzeće očekuje rast troškova financiranja, točnije porast ovog koeficijenta smanjuje sadašnju vrijednost budućih novčanih tijekova. Temeljem ovih projekcija izračunate su diskontirane vrijednosti poduzeća prikazane u Tablici 11., a koje će investitorima pomoći pri odluci o potencijalnom ulaganju u dionice poduzeća Valamar Riviera d.d..

Tablica 11. Diskontirane vrijednosti poduzeća Valamar Riviera d.d.

Sadašnja vrijednost (PV)		396.355.166,72
Stopa dugoročnog rasta (g) (u %)		3
Rezidualna (terminalna) vrijednost (TV)		2.095.665.519,72
Sadašnja vrijednost terminalne (rezidualne) vrijednosti (PV(TV))		1.375.482.264,44
Vrijednost poduzeća (EV)		3.471.147.784,17
Vrijednost kapitala		3.263.352.784,17
Vrijednost dionice		25,89

Izvor: Vlastita izrada autora.

Temeljem Tablice 10. izračunata je ukupna vrijednost aktivnosti poduzeća prikazana u Tablici 11. od 3.471.147.784,44 eura i koja je dobivena pomoću projekcija od 2024. do 2028. godine i

pomoću stope dugoročnog rasta. Stopa dugoročnog rasta koristi se za procjenu terminalne, odnosno rezidualne vrijednosti poduzeća nakon razdoblja projekcije te ova projekcija stope rasta prikazuje stabilan i održiv rast u dugom roku. Oduzimanjem tržišne vrijednosti duga od izračunate vrijednosti poduzeća dobije se vrijednost kapitala koji se podijeli s brojem izdanih dionica poduzeća kako bi se dobila vrijednost dionice. Ukoliko se uspoređi izračunata vrijednost dionice s trenutnom tržišnom vrijednosti od 5,14 eura (Zagrebačka burza, 2024) može se zaključiti kako su dionice trenutno podcijenjene na tržištu i kako su velika investicijska prilika za ulagače jer će u budućnosti moći ostvariti značajan povrat na svoje ulaganje. Projekcije podataka potrebnih za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Maistra d.d. prikazani su u Tablici 12.

Tablica 12. Projekcije podataka potrebnih za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Maistra d.d.

<b>PROJEKCIJE</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
Slobodni novčani tok	43.181. 250	55.002. 500	66.823. 750	78.645. 000	90.466. 250
Tržišna vrijednost kapitala	169.617. 833	169.617. 833	169.617. 833	169.617. 833	169.617. 833
Tržišna vrijednost duga	118.187. 500	107.645. 000	97.102. 500	86.560. 000	76.017. 500
Beta	1,34				
Očekivani tržišni prinos (u %)	13,38	17,39	21,40	25,41	29,42
Stopa prinosa na nerizična ulaganja (u %)	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53
Trošak kapitala (u %)	16,39	21,77	27,14	32,51	37,89
Trošak duga (u %)	0,00	3,06	3,61	4,14	5,13
Porezna stopa (u %)	3,25				
WACC (u %)	9,66	14,46	18,53	22,88	27,70

Izvor: Vlastita izrada autora prema Maistra d.d. (2024).

Projekcije slobodnog novčanog tijeka, vidljivog u Tablici 12., prikazuju stalan rast. Ono što se primjećuje jest da je taj rast manji od porasta poslovanja poduzeća Valamar Riviera d.d. zbog manjeg opsega poslovanja. Naime, Valamar je proširio svoje poslovanje u Austriju što potencijalno može rezultirati dodatnim prihodima i poslovnim prilikama koji utječu na slobodni novčani tijek i financijsku stabilnost. Nadalje, primjećuje se pad tržišne vrijednosti duga što

zapravo smanjuje financijski rizik poduzeća, a i znači potencijalne niže kamatne troškove u budućnosti. Na kraju, primjećuje se veći porast WACC-a koji može utjecati na procjene vrijednosti poduzeća, a posljedično i na investicijske odluke tako što će smanjiti atraktivnost investicije, odnosno investicija će biti manje isplativa, a to bi značilo da će poduzeće morati osigurati ulaganje koje će stvoriti dovoljno prihoda da bi se pokrili povećani troškovi kapitala. Upravo to zahtijeva prilagodbu koncepcije ulaganja i pažljivo upravljanje financijama poduzeća da se osigura dugoročna održivost poslovanja poduzeća Maistra d.d.. Tablica 13 prikazuje ključne pokazatelje za investitore kako bi imali uvid u budućnost poduzeća Maistra d.d..

Tablica 13. Diskontirane vrijednosti poduzeća Maistra d.d.

Sadašnja vrijednost (PV)		182.622.380,09
Stopa dugoročnog rasta (g) (u %)		2,50
Rezidualna (terminalna) vrijednost (TV)		368.000.428,58
Sadašnja vrijednost terminalne (rezidualne) vrijednosti (PV(TV))		108.375.655,42
Vrijednost poduzeća (EV)		476.376.084,00
Vrijednost kapitala		400.358.584,00
Vrijednost dionice		36,58

Izvor: Vlastita izrada autora.

Sadašnja vrijednost očekivanih budućih tijekova jest 186.622.380, 09 eura i ona je osnova za daljnju analizu investiranja u ovo poduzeće, ali i za procjenu ukupne vrijednosti. Vrijednost dionice poduzeća prema DCF metodi iznosi 36,581 euro što je manje od trenutne tržišne cijene dionice poduzeća koja iznosi 44,00 eura (Zagrebačka burza, 2024). Navedeno znači da je dionica promatranog poduzeća precijenjena i da investitori trenutno na tržištu plaćaju više za dionicu nego što bi trebali. Viša trenutna tržišna cijena dionice može biti rezultat povjerenja investitora u budućnost poduzeća jer mogu vjerovati kako Maistra d.d. ima potencijal za rast u budućnosti i kako će ostvariti bolje rezultate od očekivanih.

Projekcije financijskih podataka za iduće petogodišnje razdoblje prikazano je u Tablici 14., a primjetan je rast slobodnog novčanog tijeka koji prikazuje sposobnost poduzeća Jadran d.d. da stvara novac i novčane ekvivalente iz operativnog poslovanja, odnosno da maksimizira profitabilnost. Primjećuje se i porast troška duga i troška kapitala tijekom godina, odnosno

poduzeće bi u budućnosti moglo plaćati veće iznose za trošak kapitala kako bi financirali svoje projekte i dodatna ulaganja u poslovanje, a to je primjetno i u tome što raste ponderirani prosječni trošak kapitala, tj. WACC.

Tablica 14. Projekcije podataka potrebnih za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Jadran d.d.

<b>PROJEKCIJE</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
Slobodni novčani tok	11.542. 500	17.420. 000	23.297. 500	29.175. 000	35.052. 500
Tržišna vrijednost kapitala	64.039. 780	64.039. 780	64.039. 780	64.039. 780	64.039. 780
Tržišna vrijednost duga	57.447. 500	63.165. 000	68.882. 500	74.600. 000	80.317. 500
Beta	1,34				
Očekivani tržišni prinos (u %)	5,39	6,92	8,46	9,99	11,53
Stopa prinosa na nerizična ulaganja (u %)	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53
Trošak kapitala (u %)	5,68	7,74	9,80	11,85	13,91
Trošak duga (u %)	1,52	4,07	4,88	6,94	5,96
Porezna stopa (u %)	3,25				
WACC (u %)	3,69	5,85	7,17	9,09	9,38

Izvor: Vlastita izrada autora prema Jadran d.d. (2024).

Prema Zagrebačka burza (2024) trenutna tržišna vrijednost dionice poduzeća Jadran d.d. iznosi 1,50 eura. Tablica 15. prikazuje diskontirane vrijednosti poduzeća Jadran d.d. i donosi kvalitetne informacije za daljnje odluke investitora. Promatrajući Tablicu 15. i izračunatu vrijednost dionice temeljem projekcija vidi se velika razlika, i to čak od 26,23 eura, a to znači da je cijena dionice na tržištu značajno ispod izračunate vrijednosti dionice te može ukazivati na potencijalnu priliku za investitore. Izračunata vrijednost je viša što znači kako je trenutno dionica podcijenjena, ali i da investitori bi u budućnosti mogli dobiti veći povrat na ulaganje.

Tablica 15. Diskontirane vrijednosti poduzeća Jadran d.d.

Sadašnja vrijednost (PV)		88.601.419,27
Stopa dugoročnog rasta (g) (u %)		2,50
Rezidualna (terminalna) vrijednost (TV)		522.277.864,94

Sadašnja vrijednost terminalne (rezidualne) vrijednosti (PV(TV))		333.600.633,67
Vrijednost poduzeća (EV)		855.878.498,61
Vrijednost kapitala		775.560.998,61
Vrijednost dionice		27,73

Izvor: Vlastita izrada autora.

## 5. Rasprava

Ulaganje je temeljna aktivnost za rast poslovnih, ali i osobnih financija. Promatrano razdoblje obuhvaća i razdoblje pandemije COVID-19 koja je najviše utjecala na turističku industriju što se i znatno primjećuje u financijskim pokazateljima promatranih hrvatskih turističkih poduzeća – Valamar Riviera d.d., Maistra d.d. i Jadran d.d.. Fundamentalna analiza financijskih izvještaja navedenih poduzeća otkriva kako je svako pojedino poduzeće odgovorilo na izazove pandemije i, na kraju, postupno oporavila od pandemije.

Valamar Riviera d.d. prikazuje veliku otpornost na sve izazove koje je pandemija donijela te se uspjela prilagoditi te vrlo brzo oporaviti financijsko stanje poduzeća. Naime, unatoč početnom šoku koji je pandemija COVID-19 izazvala, poduzeće je uspjelo poboljšati svoju likvidnost što se najkvalitetnije vidi kroz rast novca po dionici za 94,59 % od 2019. do 2020. godine. Tekući omjer prikazuje dobru sposobnost podmirenja kratkoročnih obveza iako je 2023. godine zabilježen pad zbog rasta kratkoročnih obveza. Smanjenje omjera duga i kapitala od 2022. godine implicira smanjenje duga i bolju financijsku stabilnost, a poboljšanja u omjeru neto duga i EBITDA-e te pokriću troškova kamata također naglašavaju oporavak poslovanja. Profitabilnost je također prikazala pozitivan trend poput likvidnosti. Primjećuje se kako je EBITDA marža stabilna tijekom promatranog razdoblja iznad 20 %, dok se neto profitna marža, koja je bila negativna 2020. i 2021. godine, oporavila već godinu kasnije. Povrat na imovinu (ROA) i povrat na kapital (ROE) iskazivali su negativne vrijednosti tijekom pandemije, ali su od 2022. godine vratili pozitivne vrijednosti. Pokazatelji investiranja, poput omjera cijene i zarade te dobiti po dionici, pružaju investitorima uvid u profitabilnost i vrijednost poduzeća. Primjetan je pad tih pokazatelja u 2021. godini zbog negativne dobiti, ali se nakon toga primjećuje oporavak što prikazuje povrat povjerenja investitora. Promatrani pokazatelji prikazuju poduzeće Valamar Riviera d.d. sposobnim jer je preživjelo krizu, ali je i nakon nje postalo puno jače i spremno za daljnje izazove. Put oporavka ovog turističkog poduzeća je posljedica dugoročnih vizija i posvećenosti uprave održivom razvoju poslovanja. DCF metoda je prikazala kontinuirani rast slobodnog novčanog tijeka uz istodobni pad tržišne vrijednosti duga. Diskontirane vrijednosti bi trebale pomoći investitorima u odluci o ulaganju, a potrebno je naglasiti kako su dionice ovog poduzeća trenutno podcijenjene na tržištu te predstavljaju investicijsku priliku za ulagače zbog potencijalnog velikog povrata na ulaganje u budućnosti.

Iduće promatrano turističko poduzeće, Maistra d.d., također je pokazalo otpornost na ekonomski napad pandemije. Rast novca po dionici tijekom promatranog razdoblja ukazuje na

bolju likvidnost. Tekući omjer je rastao do 2023. godine kada je zabilježen pad, ali je omjer duga i kapitala značajno smanjen od 2021. godine i to za 23,58 postotnih bodova što ukazuje na smanjenje duga poduzeća. Negativne vrijednosti pokrića troškova kamata i omjera neto duga i EBITDA-e tijekom 2020. godine pokazali su uspješan oporavak u nadolazećem razdoblju. Profitabilnost promatranog poduzeća pokazuje sličan odnos pokazatelja kao poduzeće Valamar Riviera d.d.. Naime, EBIT i EBITDA marža iskazivale su negativne vrijednosti u 2020. godini, ali su se značajno poboljšale nakon tog razdoblja. Neto profitna marža također je pokazala pozitivan trend nakon 2020. godine, dok su se ROA i ROE oporavili od negativnih vrijednosti iste godine. Omjer cijene i zarade, jedan od pokazatelja investiranja, prikazuje veliki pad zbog gubitaka uzrokovanih pandemijom, ali nakon toga bilježi oporavak. Dobit po dionici i omjer cijena i prihoda pokazuju postupno poboljšanje profitabilnosti i stabilizaciju tržišne vrijednosti dionica. Projekcija DCF metode prikazuje veći porast ponderiranog prosječnog troška kapitala (WACC) što potencira smanjivanje atraktivnosti investicije, a to prikazuje i vrijednost dionice. Naime, trenutna tržišna cijena dionice Maistra d.d. veća je od procijenjene vrijednosti te sugerira na precijenjenost dionica na tržištu. Navedeno može biti razlog povjerenja investitora u budućnost ovog poduzeća, ali s druge strane može značiti kako investitori neće ostvarivati dovoljan povrat na ulaganje u budućnosti.

Posljednje promatrano turističko poduzeće, Jadran d.d., suočilo se s većim izazovima u usporedbi s poduzećima Valmar Riviera d.d. te Maistra d.d.. Naime, novac po dionici se smanjivao tijekom promatranog razdoblja, a tekući omjer bilježi pad od 2020. godine. Kontinuirani rast omjera duga i kapitala prikazuje rastuće financijske obveze, ali se omjer neto duga i EBITDA-e smanjio nakon 2020. godine što sugerira potencijalni oporavak. Profitabilnost Jadrana d.d. pokazuje veće oscilacije. EBIT i EBITDA marža su se oporavile nakon negativnih vrijednosti 2020. godine, a neto profitna marža, ROA i ROE prikazuju znakove oporavka nakon 2021. godine. Svi ovi pokazatelji prikazuju sporiji, ali ipak prisutan oporavak poduzeća. Oscilacije u omjeru cijene i zarade prikazuju nestabilnost cijena dionica tijekom 2019. i 2020. godine, uz negativne vrijednosti u istom razdoblju zbog gubitaka u poslovanju, a vidljivih u dobiti po dionica. Pad omjera cijene i prihoda implicira efikasnije poslovanje, dok je rast omjera vrijednosti poduzeća i EBITDA-e u 2021. godini rezultat povećanja operativne dobiti. Smanjenje vrijednosti u kasnijim promatranim razdobljima prikazuje stabilnost i realnije pokazatelje profitabilnosti, a to također podržava pozitivan trend u poslovanju poduzeća. Projekcije za buduće petogodišnje razdoblje prikazuju stabilan rast slobodnog novčanog tijeka i ukazuju na sposobnost stvaranja profita i financijsku održivost

poduzeća. Trenutna tržišna cijena dionice iznosi 1,50 eura, a izračunata vrijednost iznosi 26,23 eura što ukazuje na potencijalnu priliku za investitore s obzirom na trenutnu značajnu podcijenjenost dionice na tržištu.



## 6. Zaključak

Na temelju fundamentalne analize financijskih izvještaja turističkih poduzeća Valamar Riviera d.d., Maistra d.d. i Jadran d.d., jasno je da su se sva tri poduzeća suočila s izazovima uzrokovanim pandemijom COVID-19, ali su pokazala i otpornost i sposobnost prilagodbe. Poduzeće Valamar Riviera d.d. istaknulo se kao izuzetno otporno poduzeće koje je brzo i kvalitetno oporavilo svoje financijsko stanje, a to je i vidljivo kroz povećanje likvidnosti i stabilizaciju profitabilnosti. Maistra d.d. također je pokazala značajan oporavak, dok je Jadran d.d. imao sporiji, ali ipak prisutan oporavak. Ključni pokazatelji poput omjera cijene i zarade te dobiti po dionici osiguravaju pogled u profitabilnost i vrijednost promatranih poduzeća. Iako su sva tri poduzeća pretrpjela negativne posljedice pandemije, projekcije za buduće razdoblje upućuju na stabilan rast slobodnog novčanog tijeka što implicira sposobnost stvaranja profita i financijsku održivost poslovanja.

Valamar Riviera d.d. se ističe kao izuzetno snažno i otporno poduzeće koje je pokazalo značajan oporavak i stabilnost što bi trebalo privući investitore koji traže stabilne uloge s dugoročnim potencijalom rasta. Maistra d.d. također nudi potencijal za rast, s pozitivnim trendovima u profitabilnosti i stabilizaciji financijskih pokazatelja. S druge strane, Jadran d.d. pokazuje izazove, ali i prisutan oporavak na tržištu kapitala što bi moglo biti privlačno za investitore koji su spremni preuzeti veći rizik za potencijalno veći povrat na ulaganje u budućnosti. Uzimajući u obzir trenutnu tržišnu cijenu dionica i izračunatu vrijednost dionica temeljem DCF metode, Valamar Riviera d.d. i Jadran d.d. trenutno pokazuju podcijenjene dionice na tržištu. Navedeno implicira da investitori koji će uložiti u ova poduzeća mogu ostvariti značajan povrat na svoje ulaganje u budućnosti. Dionice Jadrana d.d., za razliku od dionica Valamar Riviera d.d., imaju puno veći rizik radi većih izazova s kojima se poduzeće suočava. Maistra d.d. ima precijenjenu dionicu i to bi potencijalno moglo ograničiti povrat za investitore u budućnosti.

Zaključno, Valamar Riviera d.d. nudi relativno najsigurnije ulaganje s potencijalom za dobar povrat, turističko poduzeće Maistra d.d. nudi također sigurno ulaganje, ali potencijalno ograničenje povrata za investitore u budućnosti, dok Jadran d.d. zahtijeva oprezniji i izazovniji pristup te spremnost na veći rizik radi mogućeg većeg povrata. Odluka o ulaganju treba biti temeljena na dugoročnoj strategiji i individualnim ciljevima, ali i sklonosti riziku investitora uz pažljivo i detaljno promatranje financijskih trendova i projekcija.

## Literatura

1. Antić, I. (2020). *Analiza međuovisnosti prinosa i rizika na hrvatskom tržištu kapitala primjenom modela za vrednovanje kapitalne imovine*. (Doctoral dissertation, University of Zagreb. Faculty of Economics and Business).
2. Bubalo, D., Zoričić, D., Pecina, E. (2022). *Međuovisnost prinosa i rizika dionica u uvjetima visoke i niske volatilnosti tržišta na Zagrebačkoj burzi*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 20(1), 57-71.
3. Damodaran (2024). *Betas by sector*. Raspoloživo na: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) , [pristupljeno: 20.5.2024.]
4. Fincier (2024). *Fundamental Analysis: Advantages And Disadvantages*. Raspoloživo na: [https://www.fincier.com/learn/fundamental-analysis-advantages-and-disadvantages/?utm\\_content=cmp-true](https://www.fincier.com/learn/fundamental-analysis-advantages-and-disadvantages/?utm_content=cmp-true) , [pristupljeno: 27.2.2024.]
5. HNB (2024). *Objava statistike kamatnih stopa kreditnih institucija za siječanj 2024. godine*. Raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/-/objava-statistike-kamatnih-stopakreditnih-institucija-za-sijecanj-2024-godine> , [pristupljeno: 20.5.2024.]
6. HrPortfolio (2024). *Dionice*. Raspoloživo na: <https://hrportfolio.hr/dionice> , [pristupljeno: 18.5.2024.]
7. Investiramo (2024). *Jadran d.d.* Raspoloživo na: <https://investiramo.com/dionice/JDRN> , [pristupljeno: 15.4.2024.]
8. Investiramo (2024). *Maistra d.d.* Raspoloživo na: <https://investiramo.com/dionice/MAIS> , [pristupljeno: 15.4.2024.]
9. Investiramo (2024). *Valamar Riviera d.d. (RIVP)*. Raspoloživo na: <https://investiramo.com/dionice/RIVP> , [pristupljeno: 15.4.2024.]
10. Investopedia (19.12.2023.). *Fundamental Analysis: Principles, Types, and How to Use It*. Raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/f/fundamentalanalysis.asp> , [pristupljeno: 27.2.2024.]
11. Jadran d.d. (2024). *About us: Jadran Hotels & Camps*. Raspoloživo na: <https://www.jadran-crikvenica.hr/en/about-us> , [pristupljeno: 25.5.2024.]
12. Jadran d.d. (2024). *Financijski izvještaji*. Raspoloživo na: <https://www.jadran-crikvenica.hr/hr/investitori/financijski-izvjestaji> , [pristupljeno: 15.4.2024.]
13. Jurić, M. (2023). *Specifičnosti procjene vrijednosti hotelijerskih poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova*. (Doctoral dissertation, University of Zagreb. Faculty of Economics and Business. Department of Managerial Economics).

14. Komel, E. (2019). *Fundamentalna analiza poduzeća Maistra dd.* (Doctoral dissertation, University of Pula. Faculty of economics and tourism" Dr. Mijo Mirković").
15. Lazibat, T., Matić, B. (2002). *Fundamentalna i tehnička analiza cijena na terminskim tržištima.* Ekonomski pregled, 53(5-6), 507-524.
16. Maistra d.d. (2024). *Financijski izvještaji i GIKU.* Raspoloživo na: <https://www.maistra.com/kompanija/tromjesečna-izvješća/#/> , [pristupljeno: 15.4.2024.]
17. Maistra d.d. (2024). *Maistra.* Raspoloživo na: <https://www.maistra.com/kompanija/otvorenost/#/> , [pristupljeno: 25.5.2024.]
18. Miloš Sprčić, D. (2024). *Osnove financiranja poduzeća: dionice i njihovo vrednovanje.* Raspoloživo na: <https://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/OFP-5.DIONICE.pdf> , [pristupljeno: 18.5.2024.]
19. Ministarstvo financija (2024). *Financijsko izvještavanje.* Raspoloživo na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/državna-riznica/racunovodstvo/financijsko-izvještavanje-177/177> , [pristupljeno: 25.4.2024.]
20. Nirmal bang (2024). *Fundamental Analysis.* Raspoloživo na: <https://www.nirmalbang.com/knowledge-center/all-about-fundamental-analysis.html> , [pristupljeno: 27.2.2024.]
21. Novak, N. (2020). *Financiranje prioritetnim dionicama na primjeru Croatia osiguranja dd.* (Doctoral dissertation, University of Split. Faculty of economics Split).
22. Orsag, S. (2011). *Vrijednosni papiri: investicije i instrumenti financiranja.* Sarajevo: Revicon.
23. Orsag, S. (2015). *Investicijska analiza.* Zagreb: Avantis.
24. Orsag, S. (2021.) *Vrednovanje poduzeća.* Sarajevo: Revicon.
25. Skorić Drezga, F. (2017). *Analiza utjecaja računovodstvenih i makroekonomskih podataka na tržišno kretanje dionica.* (Doctoral dissertation, University of Split. Faculty of economics Split).
26. Šego, B., Škrinjarić, T. (2018). *Kvantitativna istraživanja Zagrebačke burze-pregled istraživanja od osnutka do 2018. godine.* Ekonomski pregled, 69(6), 655-743.
27. Trainor, W. (2012). *Volatility and compounding effects on beta and returns.* The International Journal of Business and Finance Research, 6(4), 1-11.
28. Valamar Riviera d.d. (2024). *Integrirana godišnja izvješća.* Raspoloživo na: <https://valamar-riviera.com/hr/mediji/integrirana-godišnja-izvješća/> , [pristupljeno: 15.4.2024.]
29. Valamar Riviera d.d. (2024). *Pioniri hrvatskog turizma.* Raspoloživo na: <https://www.valamar.com/hr/valamar-grupa> , [pristupljeno: 25.5.2024.]

30. Yahoo Finance (2024). *Treasury Yield 5 Years*. Raspoloživo na: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EFVX/>, [pristupljeno: 20.5.2024.]
31. Zagreb Stock Exchange (2024). *Objavljeni financijski izvještaji*. Raspoloživo na: <https://eho.zse.hr/financijski-izvjestaji>, [pristupljeno: 27.2.2024.]
32. Zagrebačka burza (2024). *Jadran d.d.* Raspoloživo na: <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRJDRNRB0002>, [pristupljeno: 25.5.2024.]
33. Zagrebačka burza (2024). *Maistra d.d.* Raspoloživo na: <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMAISRA0007>, [pristupljeno: 25.5.2024.]
34. Zagrebačka burza (2024). *Podaci: Vrijednosni papiri*. Raspoloživo na: [https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED\\_SECURITIES&model=ALL&type=SHARE](https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED_SECURITIES&model=ALL&type=SHARE), [pristupljeno: 27.2.2024.]
35. Zagrebačka burza (2024). *Valamar Riviera d.d.* Raspoloživo na: <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRRIVPRA0000>, [pristupljeno: 25.5.2024.]

## Popis tablica

Tablica 1. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Valamar Riviera d.d.....	14
Tablica 2. Pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Valamar Riviera d.d. .....	15
Tablica 3. Pokazatelji investiranja poduzeća Valamar Riviera d.d.....	17
Tablica 4. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Maistra d.d.....	18
Tablica 5. Pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Maistra d.d. ....	19
Tablica 6. Pokazatelji investiranja poduzeća Maistra d.d. ....	20
Tablica 7. Pokazatelji likvidnosti i solventnosti poduzeća Jadran d.d. ....	21
Tablica 8. Pokazatelji profitabilnosti, ekonomičnosti i aktivnosti poduzeća Jadran d.d.....	22
Tablica 9. Pokazatelji investiranja poduzeća Jadran d.d. ....	23
Tablica 10. Projekcije podataka potrebnih za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Valamar Riviera d.d.....	24
Tablica 11. Diskontirane vrijednosti poduzeća Valamar Riviera d.d. ....	25
Tablica 12. Projekcije podataka potrebnih za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Maistra d.d.....	26
Tablica 13. Diskontirane vrijednosti poduzeća Maistra d.d. ....	27
Tablica 14. Projekcije podataka potrebnih za računanje diskontiranih novčanih tijekova poduzeća Jadran d.d. ....	28
Tablica 15. Diskontirane vrijednosti poduzeća Jadran d.d. ....	28