

# Dugoročni izvori financiranja poduzeća na primjeru Valamar Riviera d.d.

---

**Barić, Lucija**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management / Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:191:777852>

*Rights / Prava:* [Attribution 4.0 International](#)/[Imenovanje 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-09**



*Repository / Repozitorij:*

[Repository of Faculty of Tourism and Hospitality Management - Repository of students works of the Faculty of Tourism and Hospitality Management](#)



**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Preddiplomski sveučilišni studij**

**LUCIJA BARIĆ**

**Dugoročni izvori financiranja poduzeća na primjeru Valamar  
Riviera d.d.**

**Long term sources of company financing on an example of the  
company Valamar Riviera d.d.**

Završni rad

Opatija, 2023.

**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Preddiplomski sveučilišni studij**  
Poslovna ekonomija u turizmu i ugostiteljstvu  
Studijski smjer: Menadžment u hotelijerstvu

**Dugoročni izvori financiranja poduzeća na primjeru Valamar  
Riviera d.d.**

**Long term sources of company financing on an example of the  
company Valamar Riviera d.d.**

Završni rad

Kolegij: **Financijski menadžment**

Student:

**Lucija Barić**

Mentor: Izv. prof. dr. sc. Goran Karanović

Matični broj:

**24583/18**

Opatija, srpanj 2023.



## IZJAVA O AUTORSTVU RADA I O JAVNOJ OBJAVI OBRANJENOG ZAVRŠNOG RADA

**Lucija Barić**

(ime i prezime studenta)

**24583/18**

(matični broj studenta)

Dugoročni izvori financiranja poduzeća poduzeća na primjeru Valamar Riviere d.d.

(naslov rada)

Izjavljujem da sam ovaj rad samostalno izradila/o, te da su svi dijelovi rada, nalazi ili ideje koje su u radu citirane ili se temelje na drugim izvorima, bilo da su u pitanju knjige, znanstveni ili stručni članci, Internet stranice, zakoni i sl. u radu jasno označeni kao takvi, te navedeni u popisu literature.

Izjavljujem da kao student–autor završnog rada, dozvoljavam Fakultetu za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci da ga trajno javno objavi i besplatno učini dostupnim javnosti u cjelovitom tekstu u mrežnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci.

U svrhu podržavanja otvorenog pristupa završnim radovima trajno objavljenim u javno dostupnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci, ovom izjavom dajem neisključivo imovinsko pravo iskorištavanja bez sadržajnog, vremenskog i prostornog mog završnog rada kao autorskog djela pod uvjetima *Creative Commons* licencije CC BY Imenovanje, prema opisu dostupnom na <http://creativecommons.org/licenses/>.

U Opatiji, 26.06.2023.

## Sažetak

Financiranje poduzeća jedno je od ključnih aspekata koje mora biti definirano kako bi se postigao rast i razvitak poduzeća. Podložno je promjenama jer je to dinamični proces koji mora pratiti trendove tržišta. Postoji više podjela financiranja poduzeća. Kratkoročno i dugoročno financiranje bazira se na vremenskom periodu, a financiranje pomoću vlastitog ili dužničkog kapitala odnosi se na izvor sredstava kojima će se poduzeće financirati, odnosno vlasničke strukture. Značaj dugoročnog financiranja uzima se u obzir kroz čitav niz faktora koji su prisutni prije donošenja odluke o financiranju. Poduzeće mora izabrati najpovoljniji način financiranja uzevši u obzir način poslovanja i tržište na kojem posluje. Uspoređujući prednosti i nedostatke svake opcije te uzimajući u obzir sve vanjske i unutarnje faktore koji su bitni za takvu odluku, treba odabrati najbolju metodu s minimalnim negativnim posljedicama. Vrlo je bitno naglasiti da poduzeće treba poštovati „Zlatno bankarsko pravilo“, kratkoročno financiranje koristi se za financiranje kratkotrajne imovine, a dugoročno financiranje provodi se na rok od pet godina i duže, za financiranje dugotrajne imovine. Korištenje dužničkih sredstava za financiranje nikada ne smije biti isključivo svrsishodno i ne smije se primjenjivati čim likvidnost počne opadati.

Ključne riječi: Dugoročni izvori financiranja; Oblici financiranja; Vrste financiranja; Zlatno bankarsko pravilo

## Summary

Financing a company is one of the key aspects that must be defined in order to achieve growth and development of the company. It is subject to change, as it is a dynamic process that must follow market trends. There are several divisions of corporate financing. Short-term and long-term financing are based on the time period, while financing through equity or debt capital refers to the source of funds with which the company will be financed, i.e., ownership structure. The importance of long-term financing is taken into account through a whole range of factors that are present before making a decision on financing. The company must choose the most favorable financing method, taking into account the way it operates and the market in which it operates. By comparing the advantages and disadvantages of each option and taking into account all external and internal factors that are important for such a decision, the best method with minimal negative consequences should be chosen. It is very important to emphasize that the company must respect the "Golden Banking Rule", short-term financing is used for financing short-term assets, and long-term financing is carried out for a period of five years and longer, for financing long-term assets. The use of debt funds for financing should never be exclusively purposeful and should not be applied as soon as liquidity begins to decline.

Key words: Long-term financing sources; Forms of financing; Types of financing; Golden Banking Rule

## SADRŽAJ

Uvod	1
1. Općenito o financiranju	3
1.1. IZVORI FINANCIRANJA	5
1.2. RAZLIKA IZMEĐU DUŽNIČKOG I VLASNIČKOG FINANCIRANJA	6
2. Kratkoročni izvori financiranja	8
3. Dugoročni izvori financiranja	11
3.1. ČIMBENICI UTJECAJA NA DUGOROČNO FINANCIRANJE PODUZEĆA	11
3.2. PODJELA DUGOROČNIH IZVORA FINANCIRANJA	13
3.3. DIONICE	16
3.4. RAZLIKE IZMEĐU IPO-A I SEO-A	19
3.5. OBVEZNICE	20
3.5.1. Rangiranje obveznica	23
3.6. DUGOROČNI KREDITI	25
3.7. MEZZANINE FINANCIRANJE	27
3.8. POVLAŠTENE DIONICE	28
4. Dugoročni izvori financiranja na primjeru Valamar Riviera d.d.	30
4.1. OSNOVNI PODACI O VALAMAR RIVIERA D.D.	30
4.2. DUGOROČNI IZVORI FINANCIRANJA VALAMAR RIVIERE D.D.	31
4.2.1. Dionice Valamar Riviere	32
4.2.2. Dugoročni krediti Valamar Riviere	37
4.2.3. Pokazatelji uspješnosti poslovanja	39
Zaključak	46
Bibliografija	48

## Uvod

U ovom završnom radu pod naslovom "Dugoročni izvori financiranja poduzeća na primjeru Valamar Riviera d.d." razraditi će se analiza i proučavanje strategija financiranja koje poduzeće Valamar Riviera d.d. koristi kako bi osigurala stabilnost, rast i razvoj samog poslovanja. U suvremenom poslovnom okruženju, održavanje financijske stabilnosti i osiguravanje kontinuiranog rasta ključni su čimbenici uspješnosti poduzeća. Stoga je nužno identificirati i razumjeti različite izvore dugoročnog financiranja koji poduzeća mogu koristiti za svoje potrebe.

U prvom dijelu rada, teoretski će se razmotriti različiti dugoročni izvori financiranja, njihove prednosti i rizici, te kako poduzeća mogu odlučiti o najprikladnijim opcijama za svoje poslovanje. Na temelju proučene literature bolje će se razumjeti dugoročni izvori financiranja i njihova važnost za održivost poslovanja.

U drugom dijelu rada analizira se dugoročno financiranje Valamar Riviera d.d., jednog od vodećih turističkih poduzeća u Hrvatskoj. Putem analize korištenja dugoročnih izvora financiranja daje se pregled financijske strategije Valamar Riviere d.d. te način korištenja dugoročnih izvora financiranja kako bi ostvarilo svoje poslovne ciljeve i osiguralo dugoročni rast. Proučavanje Valamar Riviere d.d. pružit će praktičan primjer kako jedno uspješno poduzeće koristi dugoročne izvore financiranja u svrhu održivog razvoja.

U izradi ovog završnog rada koriste se različite metode kako bi se postigla sveobuhvatna analiza dugoročnih izvora financiranja poduzeća na primjeru Valamar Riviera d.d. Metode koje će se koristiti uključuju: analizu financijskih izvještaja (Financijski izvještaji Valamar Riviere d.d. kao što su bilanca, račun dobiti i gubitka te izvještaj o novčanim tokovima bit će temelj za razumijevanje financijskog položaja i rezultata poslovanja poduzeća. Kroz analizu financijskih pokazatelja, identificirat će se ključni dugoročni izvori financiranja koje poduzeće koristi, kao i njihov utjecaj na poslovanje), pregled literature (Temeljno istraživanje i pregled relevantne literature, uključujući knjige, znanstvene članke, istraživačke radove i druge znanstvene publikacije. Pregled literature pružit će teorijski okvir za analizu praktičnog slučaja Valamar Riviere d.d.), studiju slučaja (Primjenom stečenog teorijskog znanja i analize financijskih izvještaja, provest će se detaljna studija slučaja Valamar Riviere d.d.), analizu i sintezu (Ovim metodama će se opći pojmovi podijeliti na



svoje sastavne dijelove kako bi se kasnije spojili u cjelinu), deduktivnu metodu (Ovom će se metodom na temelju općih sudova izvoditi pojedinačni zaključci.), metodu komparacije (Ovom će se metodom uspoređivati poslovanje Valamar Riviere d.d. u petogodišnjem razdoblju.), te statističke metode (Koristit će se za obradu podataka potrebnih za analizu dugoročnog financiranja Valamar Riviere d.d.).

Kroz ovaj završni rad, cilj je istražiti, analizirati i razumjeti ulogu dugoročnih izvora financiranja u poslovanju poduzeća te primijeniti ta saznanja na primjeru Valamar Riviera d.d. Ovim radom želi se pridonijeti boljem razumijevanju važnosti strateškog pristupa financiranju u suvremenom poslovnom svijetu te doprinijeti daljnjem razvoju znanstvene literature o dugoročnom financiranju poduzeća.

# 1. Općenito o financiranju

Marković navodi da se financiranje poduzeća odnosi na proces prikupljanja sredstava potrebnih za pokretanje, razvoj, rast i održivost poslovanja.<sup>1</sup> Isti autor navodi da postoje različiti načini financiranja poduzeća, koji se mogu klasificirati prema izvorima sredstava, vremenskom razdoblju i vrsti financijskih instrumenata. Općenito, načini financiranja poduzeća mogu se podijeliti u sljedeće kategorije<sup>2</sup>:

Na temelju vremenskog razdoblja, kratkoročno financiranje poduzeća odnosi se na izvore kapitala koji su dostupni na kratke rokove, obično manje od godinu dana, poput nenamjenskih i gotovinskih kredita, faktoringa ili odgoda plaćanja dobavljačima. Kratkoročni izvori financiranja koriste se za financiranje kratkoročnih obveza poduzeća poput obrtnog kapitala, zaliha, plaćanja računa i slično.

Prema Markoviću, dugoročno financiranje poduzeća uključuje izvore kapitala koji su na raspolaganju na duži rok, obično više od pet godina. Takvi izvori financiranja mogu uključivati izdavanje obveznica, izdavanje dionica, kredite poslovnih banaka, leasing, kredite poslovnih banaka, međunarodne kredite i drugo. Dugoročni izvori financiranja koriste se za financiranje dugoročnih projekata, poput kupnje nekretnina, opreme, razvoja novih proizvoda i drugih dugoročnih obveza.<sup>3</sup>

Financiranje pomoću vlastitog kapitala: financiranje putem vlastitog kapitala uključuje prikupljanje sredstava od vlasnika poduzeća ili dioničara. To uključuje izdavanje dionica, reinvestiranje zadržane dobiti ili doprinos vlasnika. Glavna prednost ovog načina financiranja je da poduzeće ne preuzima dugove, a sredstva ne moraju biti vraćena. Međutim, vlasnici moraju dijeliti dobit s ostalim dioničarima te se mijenja vlasnička struktura.

Suprotno tome, dužničko financiranje podrazumijeva zaduživanje kod poduzeća komercijalnih banaka, financijskih institucija ili putem izdavanja obveznica. To poduzeću

---

<sup>1</sup> Marković, I.: Financiranje - teorija i praksa financiranja trgovačkih društava, Računovodstvo, revizija i financija, Zagreb, 2000, str. 3.

<sup>2</sup> Ibidem

<sup>3</sup> Ibidem

omogućuje pristup velikim iznosima sredstava bez razrjeđivanja vlasničkog udjela. Međutim, poduzeće mora vraćati dug s kamatama, što može opteretiti njegove financijske resurse (kapital) s kojima raspolaže. Financijski resursi su novčana imovina poduzeća.

Uz to važno je navesti i hibridne instrumente koji kombiniraju karakteristike vlastitog kapitala i dužničkog financiranja. Primjeri uključuju konvertibilne obveznice i povlaštene dionice. Hibridni instrumenti omogućuju poduzećima fleksibilnost u financiranju te predstavljaju čest oblik financiranja današnjih poduzeća.

Osiguranje optimalnih financijskih sredstava nužno je za opstanak poduzeća. Kada se govori o potrebi financiranja poslovanja jednog poduzeća obično se naglašava problem i važnost dugoročnog financiranja. Uz to, upravljanje financijama i financiranje poduzeća vrlo su važni za uspjeh poduzeća jer omogućuju poduzeću da ostane likvidno, financira svoje poslovanje i rast te ostvari svoje ciljeve. Međutim, odabir pravog izvora financiranja za poduzeće zahtijeva pažljivo razmatranje različitih opcija i prilagođavanje odabira potrebama i ciljevima poduzeća. Osim dugoročnog financiranja, važno je i kratkoročno financiranje. Vidučić, Pepur i Šimić Šarić naglašavaju da uspješni menadžeri prije donošenja odluke o načinu financiranja razmotriti će sljedeće podatke:

- kolika je količina financijskih sredstava potrebna iz vanjskih izvora,
- hoće li tvrtka reinvestirati dobitak ili isplatiti dividende, te ako ih isplati kolika će biti stopa isplate,
- treba li se financijska sredstva prikupljati na tržištu vrijednosnica ili na bankovnim tržištima,
- je li potrebno sredstva prikupljati na nacionalnom tržištu ili je bolje prikupljati sredstva na međunarodnom tržištu,
- financijska sredstva je poželjno prikupljati na duži rok ili ipak na kraći,
- koje vrste vrijednosnica emitirati i kada<sup>4</sup>

Ako se donose kvalitetne i promišljene odluke, veća je vjerojatnost smanjenja poslovnih troškova, pravovremene naplate potraživanja, povećanja likvidnosti i solventnosti poduzeća i rasta dobiti. Međutim, ako se donose loše financijske odluke ili ako se uopće ne donose, to

---

<sup>4</sup> Vidučić, Lj., Pepur, S. i Šimić Šarić, M.: Financijski menadžment, Sveučilište u Splitu, Split, 2015, str. 163.

može rezultirati značajnim posljedicama za uspješnost poslovanja. Buljan naglašava da loše financijske odluke mogu dovesti do smanjenja likvidnosti i solventnosti poslovanja, povećanja dugova, pada vrijednosti dionica i sličnih negativnih posljedica.<sup>5</sup>

Važno je naglasiti da financiranje poslovanja ne obuhvaća samo pokrivanje poslovnih troškova i osiguravanje održivosti na tržištu. Također je bitno donositi odluke o financiranju koje se odnose na povećanje kapitala i ulaganje u kapital poduzeća s ciljem povećanja dobiti. Horvat i Tintor ističu da bi financiranje u užem smislu predstavljalo financiranje za potrebe poslovanja, a financiranje u širem smislu se odnosi na ulaganje novčanih sredstava za potrebe nabave materijala i imovine koja će se kasnije koristiti za aktivnosti poduzeća.<sup>6</sup>

## 1.1. Izvori financiranja

Izvori financiranja mogu se kategorizirati na temelju različitih kriterija, ali najčešće se dijele na interne i eksterne izvore financiranja.

Vlastiti kapital: To su sredstva koja potječu od vlasnika ili dioničara poduzeća. Vlastiti kapital uključuje izdavanje dionica, zadržavanje dobiti ili reinvestiranje dobiti u poslovanje. Vlastiti kapital nema fiksni rok otplate i ne zahtijeva redovite kamatne isplate. Ovaj način financiranja preporučljiv je jer nema troška za kamate. Međutim, ima troškove za dividende.

Vidučić, Pepur i Šimić Šarić definiraju dužničko financiranje. Dužničko financiranje: Ovo uključuje zaduživanje sredstava od vanjskih izvora, poput banaka ili drugih financijskih institucija, putem dugoročnih ili kratkoročnih kredita, obveznica ili komercijalnih zapisa. Dužničko financiranje zahtijeva redovite kamatne isplate i povrat glavnice na kraju roka otplate. Postoji i izravno i neizravno financiranje. Izravno financiranje obuhvaća financiranje emisijom vrijednosnih papira, a to su dionice ili obveznice. Neizravno financiranje je financiranje uz pomoć kredita koje odobravaju banke.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Buljan, I.: Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, Čakovec, 2014, str. 7.

<sup>6</sup> Horvat, Đ. i Tintor, Ž.: Poduzetnička ekonomija. Kako učiniti prvi korak, Trgovačka akademija, Zagreb, 2006, str.140.

<sup>7</sup> Vidučić, Pepur, i Šimić Šarić, op.cit., str. 66.

## 1.2. Razlika između dužničkog i vlasničkog financiranja

Dužničko (debt) i vlasničko (equity) financiranje su dva glavna oblika financiranja koji se koriste za prikupljanje kapitala za poduzeće. Glavne razlike između dužničkog i vlasničkog financiranja uključuju strukturu financiranja, troškove, rizik i prava vlasništva.

Vlasničko financiranje:

- Prava vlasništva: Vlasničko financiranje uključuje prikupljanje kapitala kroz izdavanje dionica ili udjela u vlasništvu tvrtke. Investitori koji pružaju vlasničko financiranje postaju suvlasnici tvrtke i imaju pravo na udio u dobiti, kao i glas na skupštini dioničara ako se radi o emisiji redovitim dionicama, a ako se radi o povlaštenima, u pravilu, nemaju prava glasa.
- Rizik: Vlasničko financiranje podrazumijeva veći rizik za investitore i vezano je uz redosljed isplate uslijed likvidacije d.d.-a, jer njihov povrat ulaganja ovisi o uspjehu tvrtke. Ako tvrtka posluje uspješno, investitori mogu ostvariti značajan povrat, ali ako tvrtka propadne, mogu izgubiti sav uloženi kapital.
- Utjecaj na bilancu: Vlasničko financiranje povećava kapital tvrtke, što može doprinijeti boljem financijskom zdravlju. Međutim, razvodnjavanje vlasništva može dovesti do smanjenja kontrole osnivača ili postojećih dioničara.
- Troškovi: U vlasničkom financiranju nema fiksnih troškova poput kamata, ali se može isplaćivati dividenda. Ako se dividenda ne isplaćuje, investitorima je poduzeće manje atraktivno u odnosu na situaciju u kojoj se dividenda isplaćuje. Također, vlasničko financiranje može biti skuplje u smislu pravnih i administrativnih troškova, posebno ako se radi o izdavanju dionica na burzi.

Dužničko financiranje:

- Prava vlasništva: Dužničko financiranje ne uključuje prava vlasništva. Kada tvrtka podiže sredstva putem dužničkog financiranja (kao što su krediti ili obveznice), ne dodjeljuje udjele u vlasništvu svojim kreditorima. Kreditore nemaju pravo na dobit,

već samo na isplatu glavnice i kamata. U slučaju likvidacije, kreditori imaju prednost nad dioničarima prilikom raspodjele imovine

- Rizik: Dužničko financiranje nosi manji rizik za investitore, jer se očekuje da će im biti vraćeni glavnica i kamate, bez obzira na uspjeh tvrtke. Međutim, u slučaju likvidacije, kreditori imaju prednost nad dioničarima prilikom raspodjele imovine.
- Utjecaj na bilancu: Dužničko financiranje povećava dugove tvrtke, što može utjecati na njezinu kreditnu sposobnost i financijske omjere. Ipak, kontrola nad poslovanjem ostaje u rukama osnivača i postojećih dioničara.
- Troškovi: Dužničko financiranje zahtijeva redovito plaćanje kamata, što predstavlja trošak za poduzeće. Kamate su obično fiksne ili promjenjive, a u većini slučajeva se smatraju poreznim odbitkom.

**Tablica 1 Razlike između dužničkog i vlasničkog financiranja**

Karakteristike	Kreditni izvori	Dionička glavnica
Kontrola	Odredbe ugovora o obveznicama/ kreditnog ugovora	Pravo glasa
Trošak izvora	Kamate	Dividenda
Porezni tretman troška	Kamate su trošak poslovanja i porezno odbitna stavka	Dividende nisu trošak poslovanja i isplaćuju se iz dobiti nakon oporezivanja
Posljedice neplaćanja troška	Bankrot	Zakonske posljedice

Izvor: Vidučić, Pepur, i Šimić Šarić, Financijski Menadžment

U Tablici 1. su ilustrirane najbitnije razlike između dužničkog i vlasničkog financiranja na temelju objašnjenja iznad tablice.

## 2. Kratkoročni izvori financiranja

Vidučić, Pepur i Šimić Šarić navode da se kratkoročno financiranje poduzeća odnosi na financiranje poslovanja i potreba poduzeća u kratkom razdoblju, obično kraćem od jedne godine. Poduzeća se često oslanjaju na kratkoročno financiranje za rješavanje privremenih problema sa solventnošću, pokrivanje operativnih troškova ili financiranje inicijativa za rast i razvoj. Upravljanje kratkoročnim financiranjem poduzeća sastavni je dio menadžmenta radnog kapitala (kapital koji je na raspolaganju poduzeću za njegovo svakodnevno funkcioniranje). Menadžment radnog (obrtnog) kapitala predstavlja domenu kratkoročnog financiranja i odnosi se na odluke koje utječu na kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze.<sup>8</sup>

Vukićević ističe da postoji nekoliko opcija za kratkoročno financiranje poduzeća, uključujući:<sup>9</sup>

1. Trgovački kredit: Dobavljači mogu produljiti kreditne uvjete tvrtkama, dopuštajući im kupnju robe i usluga na kredit i plaćanje sa zakašnjenjem. Ova vrsta financiranja pomaže tvrtkama u upravljanju novčanim tokovima i obrtnim kapitalom.
2. Bankovno prekoračenje: bankovno prekoračenje omogućuje poduzeću privremeno podizanje većeg iznosa novca nego što je dostupno na računu poduzeća. To omogućuje fleksibilnu kreditnu liniju koja se može koristiti za pokrivanje kratkoročnih troškova, s kamatama koje se obračunavaju na prekoračeni iznos.
3. Kratkoročni krediti: Banke i druge financijske institucije nude kratkoročne kredite s rokom otplate kraćim od godinu dana. Ti zajmovi mogu biti osigurani ili neosigurani, ovisno o kreditnoj sposobnosti tvrtke i kolateralu.
4. Faktoring: Ova metoda financiranja uključuje prodaju nepodmirenih faktura trećoj strani, kao što su vanjske agencije za naplatu potraživanja, uz popust. Tvrtka odmah prima gotovinu, dok treća strana preuzima odgovornost za naplatu nepodmirenih plaćanja.

---

<sup>8</sup> Vidučić, Pepur, i Šimić Šarić, op.cit., str. 169.

<sup>9</sup> Vukićević, M.: *Financiranje poduzeća*, Golden marketing, Zagreb, 2006, str. 151

5. Kreditna linija: Kreditna linija je fleksibilan kreditni aranžman koji omogućuje pristup unaprijed određenom iznosu sredstava. Tvrtka može povući sredstva iz kreditne linije prema potrebi i zaračunava samo kamatu na posuđeni iznos.
6. Komercijalni zapis: Velike korporacije s jakim kreditnim rejtingom mogu izdati kratkoročne, neosigurane dužničke instrumente poznate kao komercijalni zapisi. Ovi instrumenti imaju dospijeće u rasponu od nekoliko dana do 270 dana i obično se prodaju s popustom na nominalnu vrijednost.
7. Gotovinski predujmovi trgovca: Poduzeća koja prihvaćaju plaćanja kreditnom karticom mogu dobiti gotovinski predujam na temelju svoje buduće prodaje kreditnim karticama. Trgovac koji pruža gotovinski predujam unaprijed će poduzeću dati paušalni iznos koji se zatim otplaćuje kroz postotak dnevne ili tjedne prodaje kreditnom karticom. Ova opcija može biti skupa, ali omogućuje brz pristup gotovini za tvrtke s većim postotkom korištenja kreditnih kartica.
8. Crowdfunding: Tvrtke mogu prikupiti kratkoročna sredstva putem platformi za crowdfunding nudeći nagrade, proizvode ili kapital ulagačima u zamjenu za financijske doprinose. Ova metoda može biti učinkovita za startupove i male tvrtke koje žele generirati kapital za određene projekte ili lansiranje proizvoda.
9. Potpore i EU fondovi: Europska unija, neke vladine agencije, neprofitne organizacije i druge organizacije nude potpore za male tvrtke i novoosnovane tvrtke. Ove potpore obično imaju posebne uvjete prihvatljivosti i mogu biti vezane uz određene industrije ili poslovne ciljeve. Iako konkurencija za bespovratna sredstva može biti intenzivna, ona predstavljaju vrijedan izvor financiranja za kvalificirana poduzeća.

Kao prednost kratkoročnog financiranja Van Horne navodi jednostavnost i brzinu pribavljanja sredstava, niže kamatne stope te fleksibilnost (nema nametanja ograničenja vezanih za donošenje poslovnih odluka od strane kreditora), dok kao nedostatke treba spomenuti povećani rizik refinanciranja u smislu porasta kamatnih stopa ili nesigurnosti produljenja kredita.<sup>10</sup>

Svaka opcija kratkoročnog financiranja ima svoje prednosti i nedostatke, a najbolji izbor za poduzeće ovisi o čimbenicima kao što su veličina, kreditna povijest, potrebe za novčanim

---

<sup>10</sup> Van Horne, J. C.: Financijsko upravljanje i politika, Mate, Zagreb, 1997, str. 484



tokovima i ciljevi rasta. Tvrke bi trebale pažljivo procijeniti svoje kratkoročne potrebe za financiranjem i odvagati troškove i koristi svake opcije prije donošenja odluke jer posljedice neplaćanja mogu dovesti do smanjenja likvidnosti i solventnosti, te kreditnog rejtinga.

### 3. Dugoročni izvori financiranja

U ovom dijelu rada cilj je pobliže objasniti dugoročne izvore financiranja poduzeća te raspraviti o različitim strategijama dugoročnog financiranja koje poduzeća mogu usvojiti kako bi zadovoljila svoje kapitalne zahtjeve.

World Bank navodi da dugoročno financiranje ima ključnu ulogu u podršci rastu, širenju i potrebama kapitalnih ulaganja poduzeća. Učinkovito upravljanje dugoročnim financiranjem osigurava financijsku stabilnost i smanjuje rizik.<sup>11</sup> Za poduzeće je na koncu najbitnija maksimizacija vrijednosti poduzeća, stoga je razumijevanje raznih strategija financiranja i njihovih posljedica ključno za financijske menadžere, investitore i upravu. Dugoročno financiranje predstavlja proces prikupljanja kapitala koji poduzeća koriste za financiranje svojih dugoročnih potreba, poput širenja, ulaganja u dugotrajnu imovinu ili istraživanje i razvoj. Kontuš ističe da dugoročno financiranje obično ima rok dospijeca duži od pet godina i podrazumijeva različite financijske instrumente i strategije.<sup>12</sup>

#### 3.1. Čimbenici utjecaja na dugoročno financiranje poduzeća

Izbor metode dugoročnog financiranja ovisi o nizu čimbenika, uključujući financijsku strukturu poduzeća, trošak kapitala, rizik, povrat, fleksibilnost i kontrolu. Važno je da poduzeće pažljivo razmotri sve opcije i odabere strategiju koja će mu osigurati optimalnu ravnotežu između rasta, rizika i povrata.

Naravno, važno je uzeti u obzir nekoliko dodatnih aspekata dugoročnog financiranja:<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> World Bank: Long-Term Finance, Global Financial Development Report 2016, <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/long-term-finance> (Pristupljeno 27.03.2023.)

<sup>12</sup> Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, op.cit., str. 164.–166.

<sup>13</sup> Kontuš, E.: Dugoročno financiranje rasta dioničkih društava, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2018, str. 45

- Utjecaj na bilancu: Izbor između dioničkog kapitala i duga može imati značajan utjecaj na bilancu poduzeća. Dug povećava financijsku polugu, što može dovesti do veće profitabilnosti, ali i većeg rizika. S druge strane, financiranje dioničkim kapitalom može poboljšati financijsku stabilnost poduzeća, ali istovremeno smanjiti povrat na kapital za postojeće dioničare.
- Regulatorni i porezni aspekti: Porezni režim i regulatorni okvir u kojem poduzeće posluje također mogu utjecati na odluku o dugoročnom financiranju. Na primjer, kamate na dug mogu biti porezno odbitne, što može smanjiti ukupni trošak kapitala za poduzeće.
- Tržišni uvjeti: Trenutačni uvjeti na tržištu kapitala i kreditnom tržištu također mogu utjecati na izbor dugoročnog financiranja. Ako su kamatne stope niske, zaduživanje može biti povoljnija opcija. Međutim, ako su tržišta kapitala pozitivna i postoji snažan interes investitora za dionicama, izdavanje dioničkog kapitala može biti privlačnija opcija.
- Strateški ciljevi poduzeća: Ciljevi i strategija rasta poduzeća također utječu na odluke o dugoročnom financiranju. Ako poduzeće teži brzom širenju ili akvizicijama, financiranje dioničkim kapitalom može mu pružiti veću fleksibilnost i manje ograničenja. S druge strane, poduzeća s stabilnim prihodima i manje ambicioznim planovima rasta mogu preferirati financiranje dugom, jer imaju manje rizika od nelikvidnosti ili neuspjeha u otplati duga.
- Očuvanje kontrole i vlasništva: Dugoročno financiranje može utjecati na stupanj kontrole i vlasništva koji menadžment i dioničari imaju nad poduzećem. Financiranje dioničkim kapitalom može dovesti do razrjeđenja vlasništva i smanjenja kontrole za postojeće dioničare, dok financiranje dugom to ne čini. Međutim, financiranje dugom često uključuje ugovorne uvjete koji mogu ograničiti upravljanje poduzećem i njegovu sposobnost donošenja strateških odluka, kao što su ograničenja u vezi s dividendama, investicijama ili dodatnim zaduživanjima.
- Pristup izvorima financiranja: Velika i dobro uspostavljena poduzeća obično imaju pristup širokom spektru izvora dugoročnog financiranja, dok manja i novija poduzeća često imaju manje opcija. Dostupnost izvora financiranja može utjecati na izbor dugoročnog financiranja. Na primjer, manja poduzeća s ograničenim pristupom

tržištu kapitala možda će se morati osloniti na zajmove od banaka ili alternativne izvore financiranja.

- Vremenski okvir: Dugoročno financiranje često je povezano s velikim projektima ili strateškim inicijativama koje zahtijevaju značajna ulaganja. Vremenski okvir za povrat tih ulaganja može utjecati na izbor financiranja. Ako se očekuje brz povrat, poduzeće može biti sklonije zaduživanju, dok će poduzeća s dugoročnijim horizontom vjerojatnije izabrati financiranje dioničkim kapitalom kako bi izbjegla pritisak na kratkoročne financijske rezultate.
- Utjecaj na kreditni rejting: Različiti izvori dugoročnog financiranja mogu utjecati na kreditni rejting poduzeća, što je važan čimbenik u određivanju cijene kapitala za buduće zaduživanje. Prekomjerno zaduživanje može dovesti do slabijeg kreditnog rejtinga i viših troškova kapitala, dok financiranje dioničkim kapitalom može poboljšati financijsku poziciju poduzeća i ojačati njegov kreditni rejting.
- Održivost financiranja: Važno je razmotriti održivost dugoročnog financiranja u kontekstu dugoročnih ciljeva poduzeća i mogućih promjena u poslovnim uvjetima. Dugoročno financiranje treba biti usklađeno s operativnim i financijskim kapacitetima poduzeća kako bi se osigurala njegova sposobnost ispunjavanja obveza prema vjerovnicima i dioničarima.

### **3.2. Podjela dugoročnih izvora financiranja**

Dugoročni izvori financiranja mogu se podijeliti na dvije glavne kategorije:

1. Vlastiti izvori financiranja (*Equity financing*), kako naglašavaju Vidučić, Pepur i Šimić Šarić „uključuje sredstva koja dolaze iz unutarnjih i vanjskih izvora vlastitog kapitala poduzeća što uključuje:
  - a. Unutarnje financiranje: Zadržana dobit i amortizacija. Zadržana dobit predstavlja dio neto dobiti koji se zadržava u poduzeću umjesto da se isplaćuje

kao dividenda. Amortizacija je raspodjela troškova dugotrajne imovine tijekom njezina životnog vijeka.

b. Vanjsko financiranje: Izdavanje dionica i udjela u kapitalu. Poduzeća proširuju svoj kapital prodajom dionica ili udjela na tržištu kapitala<sup>14</sup>.

2. Dužničko financiranje (*Debt financing*), prema Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, „uključuje sredstva koja poduzeća posuđuju od drugih subjekata, kao što su banke, financijske institucije i investitori, a to uključuje:

a. Obveznice: Poduzeća izdaju obveznice kako bi prikupila sredstva za svoje poslovne aktivnosti. Obveznice su fiksni instrumenti duga s definiranim kamatnim stopama i rokovima dospelja.

b. Bankovni krediti: Poduzeća mogu koristiti dugoročne bankovne kredite za financiranje svojih dugoročnih investicija. Ovi krediti obično imaju fiksne kamatne stope i rokove otplate.

c. Financiranje putem leasinga: Leasing omogućuje poduzećima da koriste dugotrajnu imovinu bez potrebe za kupnjom. Umjesto toga, poduzeće plaća redovite najamnine vlasniku imovine tijekom određenog razdoblja<sup>15</sup>. Leasing se dijeli na operativni i financijski. Karakteristike operativnog i financijskog leasinga prikazane su u Tablici 2.

**Tablica 2. Karakteristike operativnog i financijskog leasinga**

	<b>OPERATIVNI LEASING</b>	<b>FINANCIJSKI LEASING</b>
Objekt leasinga	<ul style="list-style-type: none"> <li>• amortizacija u poslovnim knjigama leasing društva</li> <li>• leasing društvo je pravni i ekonomski vlasnik objekta leasinga</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• amortizacija u poslovnim knjigama primatelja leasinga</li> <li>• primatelj leasinga je ekonomski vlasnik leasinga, a leasing društvo pravni vlasnik leasinga</li> </ul>
PDV	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PDV se obračunava mjesečno na uslugu leasinga uz R-1 račun</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PDV se obračunava na netto vrijednost objekta leasinga</li> <li>• primatelj leasinga po isporuci od leasing društva prima R-1 račun i može ostvariti pravo na povrat PDV-a ovisno o djelatnosti i objektu leasinga</li> </ul>

<sup>14</sup> Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, op.cit., str. 175.

<sup>15</sup> Ibidem str. 177-178.

Istek ugovora	• objekt leasinga se vraća leasing društvu te se može ugovoriti novi leasing za novi i moderniji objekt leasinga	• vlasništvo objekta leasinga se prenosi na primatelja leasinga (nakon otplate svih rata)
---------------	--	---

Izvor: Raiffeisen Leasing, Operativni leasing, <https://www.raiffeisen-leasing.hr/leasing/operativni-leasing> (pristupljeno 05. 06. 2023.)

Ovisno o potrebama poduzeća, može se koristiti i različita kombinacija vlastitih izvora financiranja i dugoročnog dužničkog kapitala za financiranje dugoročnih investicija i projekata iz čega proizlazi i treća kategorija, a to su hibridni modeli<sup>16</sup> financiranja poduzeća u koje spadaju:

- a. Mezzanine financiranje: "Mezzanine financiranje" je hibridni oblik financiranja koji kombinira karakteristike duga i kapitala. Često se koristi za financiranje ekspanzije ili akvizicija, a uključuje zajmove ili obveznice koje se mogu pretvoriti u dionice poduzeća ako nije moguće vratiti dug.<sup>17</sup>
- b. Povlaštene dionice: "Povlaštene dionice" (preferred stock) su vrsta dionica koja daje vlasnicima prednost nad vlasnicima običnih dionica u pogledu isplate dividendi i raspodjele imovine u slučaju likvidacije. Vlasnici prioritetnih dionica obično primaju fiksne dividende, ali nemaju pravo glasa u upravljanju poduzećem.
- c. Warranti i opcije: "Warranti" (warrants) i "opcije" (options) su financijski instrumenti koji daju vlasnicima pravo, ali ne i obvezu, da kupe ili prodaju određenu dionicu po unaprijed određenoj cijeni tijekom određenog vremenskog razdoblja. Warranti se obično izdaju zajedno s obveznicama ili dionicama, dok se opcije trguju na burzama i često se koriste za upravljanje rizikom ili špekulaciju.

<sup>16</sup> Ibidem

<sup>17</sup> Alpha Capitalis, : Karakteristike Mezzanine Financiranja, <https://alphacapitalis.com/2020/09/23/karakteristike-mezzanine-financiranja/> (Pristupljeno 28.03.2023.)

### 3.3. Dionice

Zakon o trgovačkim društvima navodi: „Dionica je vlasnički vrijednosni papir koji predstavlja udio vlasništva u dioničkom društvu.“<sup>18</sup>

Obične dionice omogućuju vlasnicima pravo sudjelovanja u odlučivanju na glavnim skupštinama dioničkog društva, pravo na primanje dijela dobiti u obliku dividendi te pravo na dio preostale imovine nakon što se društvo likvidira. Dionice se mogu kupiti i prodati na burzama vrijednosnih papira i predstavljaju način kako poduzeća mogu prikupiti kapital za financiranje svojih poslovnih aktivnosti, dok investitori imaju priliku ostvariti zaradu kroz rast vrijednosti dionica i isplatu dividendi.

Prema Zakonu o trgovačkim društvima, imatelji redovnih dionica uživaju nekoliko ključnih prava kao suvlasnici dioničkog društva:

- „Pravo glasa: Imatelji redovnih dionica imaju pravo glasa na glavnim skupštinama društva, gdje se donose važne odluke vezane uz poslovanje, kao što su izbor članova uprave i nadzornog odbora, odobravanje dividendi, te odluke o spajanju, akvizicijama ili likvidaciji.
- Pravo na dividende: Imatelji redovnih dionica imaju pravo na isplatu dijela dobiti društva u obliku dividendi. Dividende se obično isplaćuju na temelju odluke uprave ili glavne skupštine, a njihova visina može varirati ovisno o poslovanju i financijskom rezultatu društva.
- Pravo na ostatak imovine: U slučaju likvidacije društva, vlasnici redovnih dionica imaju pravo na isplatu vrijednosti preostale imovine nakon što su podmirene sve obveze društva i isplaćene prioritetne dionice. Ukoliko likvidacijska vrijednost imovine premašuje ukupne obveze i prioritetne dionice, vlasnici redovnih dionica mogu ostvariti dobit.
- Pravo prvokupa: Ako društvo odluči izdati dodatne dionice, postojeći vlasnici redovnih dionica imaju pravo prvokupa tih novih dionica, čime se osigurava očuvanje njihovog udjela u vlasništvu društva i minimizira se razrjeđivanje njihovog vlasničkog udjela.

---

<sup>18</sup> Zakon o trgovačkim društvima (ZTD), Narodne novine broj 111/93., čl. 167. NN 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23

- Pravo na informacije: Imatelji redovnih dionica imaju pravo na pristup važnim informacijama o poslovanju društva, uključujući godišnje i kvartalne financijske izvještaje, kao i druge relevantne informacije koje mogu utjecati na vrijednost njihovih dionica.<sup>19</sup>

Dionice se mogu vrednovati na temelju tržišne, knjigovodstvene i nominalne vrijednosti. Nominalna vrijednost nema sama po sebi ekonomsku vrijednost dionica, već predstavlja njihovu minimalnu vrijednost. Knjigovodstvena vrijednost dionica izračunava se kao omjer između dioničkog kapitala i broja dionica koje su trenutno u opticaju<sup>20</sup>

Financiranje emisijom dionica ima svoje prednosti i mane. Ovisno o situaciji i potrebama poduzeća, važno je razmotriti sve kriterije prije donošenja odluke o financiranju putem dionica.

Prednosti financiranja emisijom dionica, prema Brigham i Gapenski, su:<sup>21</sup>

- „Za razliku od kredita, izdavanje dionica ne stvara obvezu vraćanja glavnice ili plaćanja kamata. To znači da poduzeće nema fiksne financijske obveze prema investitorima, što može smanjiti rizik i olakšati upravljanje novčanim tijekovima.
- Budući da dioničko financiranje ne stvara dugove, može se poboljšati solventnost poduzeća, što dovodi do boljeg kreditnog rejtinga i povoljnijih uvjeta za buduće financiranje.
- Dionice predstavljaju dugoročni izvor financiranja koji može osigurati kapital za rast i ekspanziju poduzeća bez potrebe za redovitim vraćanjem sredstava što se može iskoristiti za proširenje poslovanja
- Izdavanje dionica omogućuje poduzeću da privuče širok spektar investitora, uključujući institucionalne i privatne investitore, koji mogu pridonijeti financijskoj stabilnosti i kredibilitetu poduzeća.“

---

<sup>19</sup> Ibidem

<sup>20</sup> Ibidem

<sup>21</sup> Brigham, E. F. i Gapenski, L. C.: Financijski menadžment: Teorija i praksa, The Dryden Press, London, 1991, str. 113.



S druge strane, moguće negativne posljedice financiranja emisijom dionica, prema Brigham i Gapenski, su:<sup>22</sup>

- „Izdavanjem dionica, poduzeće razrjeđuje postojeće vlasništvo, što može smanjiti kontrolu osnivača ili postojećih dioničara nad upravljanjem i odlukama poduzeća.
- Ako poduzeće isplaćuje dividende, to može predstavljati dodatni trošak. Iako nisu obvezni, investitori često očekuju isplatu dividendi kao povrat na svoj ulog u poduzeće.
- Kao dioničko društvo, poduzeće mora objavljivati financijske izvještaje i druge važne informacije, što može omogućiti konkurentima pristup osjetljivim poslovnim podacima.
- Emisija dionica može biti skup i složen proces, uključujući troškove pripreme, registracije, pravnih savjeta i drugih administrativnih troškova. Također, poduzeće mora udovoljiti regulatornim zahtjevima i pravilima korporativnog upravljanja.
- Cijena dionica podložna je fluktuacijama na tržištu, što može dovesti do nestabilnosti vrijednosti kapitala poduzeća. Tržišna volatilitnost može utjecati na percepciju poduzeća od strane investitora, što može rezultirati manjom atraktivnošću za buduće financiranje.
- Kao dioničko društvo, poduzeće mora udovoljiti strožim regulatornim i izvještajnim zahtjevima, što može značiti veću odgovornost uprave prema dioničarima. Također, uprava mora donositi odluke u najboljem interesu dioničara, što može dovesti do potencijalnih sukoba interesa.“

Uzimajući u obzir sve prednosti i mane financiranja emisijom dionica, poduzeća moraju pažljivo razmotriti svoje potrebe, ciljeve i kapacitet za upravljanje tim izazovima kako bi donijela najbolju odluku za svoj uspjeh na današnjem kompetitivnom tržištu.

---

<sup>22</sup> Ibidem str. 115.

### 3.4. Razlike između IPO-a i SEO-a

Ivanović navodi da je IPO (inicijalna javna ponuda) proces kojim poduzeće prvi put izlazi na burzu i nudi svoje dionice širokoj javnosti kako bi prikupilo kapital.<sup>23</sup> *Initial public offering* je ključan trenutak u životu poduzeća jer omogućava pristup većem izvoru financiranja, povećava vidljivost i kredibilitet poduzeća te može privući nove investitore. Prije izlaska na burzu, poduzeće mora proći kroz niz koraka: Prema Ivanoviću, navedeni koraci su:<sup>24</sup>

- Poduzeće angažira investicijsku banku koja će djelovati kao njihov posrednik u procesu IPO-a. Banka pruža savjete o strukturi ponude, cijeni dionica i vremenskom okviru. U suradnji s investicijskom bankom poduzeće priprema brošuru koji sadrži detaljne informacije o poduzeću, njegovim financijskim izvještajima, poslovanju, upravi, rizicima i drugim relevantnim podacima koji su važni za potencijalne investitore.
- Neovisni revizori pregledavaju financijske izvještaje poduzeća kako bi osigurali njihovu točnost i usklađenost sa zakonodavstvom. Također, regulatorno tijelo mora odobriti brošuru prije nego što poduzeće može izdati dionice.
- Prije samog izlaska na burzu, poduzeće i investicijska banka promoviraju IPO kroz niz prezentacija i sastanaka s potencijalnim investitorima. Cilj ovog koraka je privući investitore i odrediti interes za dionice.
- Na kraju investicijska banka određuje početnu cijenu dionica na temelju interesa potencijalnih investitora, tržišnih uvjeta i drugih čimbenika. Tada se dionice dodjeljuju institucionalnim i privatnim investitorima.

IPO može biti rizičan i skup proces, ali ako je uspješan, može pružiti poduzeću sredstva za rast, ekspanziju i ostvarenje dugoročnih ciljeva.

---

<sup>23</sup> Ivanović, Z.: *Financijski menadžment*, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci, Opatija, 1997, str. 363.

<sup>24</sup> *Ibidem* str. 372.

*Seasoned Equity Offerings* (SEO) predstavlja svako izdavanje dionica koje slijedi nakon početne javne ponude poduzeća.<sup>25</sup> To je način na koji poduzeća prikupljaju dodatni kapital prodajom novih dionica postojećim i potencijalnim investitorima. SEO se koristi kako bi se financirao rast, akvizicije, restrukturiranje ili smanjenje duga.

Razlikuju se od inicijalnih javnih ponuda (IPO) jer se u SEO-u radi o poduzećima koja već imaju dionice koje se trguju na burzi. SEO može dovesti do razrjeđivanja vlasništva postojećih dioničara, jer se broj dionica u opticaju povećava bez povećanja vrijednosti poduzeća. To može smanjiti udio postojećih dioničara u dobiti i kontroli poduzeća.

Rončević, Vuković, i Gregorić navode nekoliko vrsta Ponude postojećih dionica:<sup>26</sup>

- Pravo prvokupa: Ovo je SEO gdje postojeći dioničari dobivaju pravo na kupnju novih dionica po povlaštenoj cijeni, obično nižoj od tržišne cijene. Pravo prvokupa omogućuje postojećim dioničarima da održe svoj udio u poduzeću.
- Javna ponuda dionica (*Public Offering*): Nove dionice se nude široj javnosti putem burze. Ova metoda može privući širi spektar investitora, ali također može dovesti do većeg razrjeđivanja vlasništva.
- Privatna ponuda dionica (*Private Placement*): Nove dionice se nude odabranim institucionalnim ili privatnim investitorima bez potrebe za javnom ponudom na burzi. Ova metoda može biti brža i manje složena, ali može rezultirati nižom cijenom dionica zbog ograničenog broja potencijalnih kupaca.

Prije provođenja SEO-a, poduzeća moraju procijeniti svoje potrebe za kapitalom, moguću razrjeđivanja vlasništva, tržišne uvjete i troškove povezane s ponudom kako bi odredila najprikladniju strategiju za prikupljanje dodatnog kapitala.

### 3.5. Obveznice

---

<sup>25</sup> Abraham, R. i Harrington, C.: *Seasoned Equity Offerings: Characteristics of Firms*, *International Journal of Business, Humanities and Technology* 1(3), 2011, str. 26.

<sup>26</sup> Rončević, A., Vuković, J., i Gregorić, M: *Financiranje poslovanja poduzeća emisijom dionica*, *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo*, 11(2), 2021, str. 124.

„Obveznice (anglosaksonski naziv *bond*) kao oblik vrijednosnog papira, predstavljaju pismenu ispravu kojom se dokazuje određeni dužnički odnos odnosno postojanje duga, i kojom se izdavalac (obveznice) obvezuje da će kupcu odnosno vlasniku (obveznice) po unaprijed određenoj dinamici isplatiti novčane iznose naznačene u obveznici.“<sup>27</sup> Dakle, obveznica, ustvari, predstavlja jedan od načina prikupljanja novčanih sredstava odnosno kreditiranja emitenta.

Obveznice, kako naglašava Ivanović predstavljaju konzervativno ulaganje i njihove cijene imaju daleko manje fluktuacije od cijena dionica.<sup>28</sup> U pravilu se izdaju na period od trideset godina, ali rok dospijeca može varirati. U slučaju da ih izdaje neka državna institucija, ministarstvo ili središnja banka govori se o državnim vrijednosnicama. Kada ih izdaju privatna poduzeća, banke ili ostali građani govori se o privatno plasiranim vrijednosnim papirima.

Ivanović navodi: „obveznica se sastoji od dva dijela. Prvi dio je plašt obveznice u kojem su definirani svi bitni elementi od interesa za odnose izdavaoca i vlasnika obveznice, a drugi dio je talon obveznice. Plašt obveznice obuhvaća: 1) oznaku da se radi o obveznici, 2) naziv i sjedište emitenta obveznice, 3) naziv i sjedište vlasnika obveznice odnosno oznaku da glasi na donosioca, 4) novčanu svotu na koju obveznica glasi, 5) visinu kamatne stope ili naznaku udjela u financijskom rezultatu, 6) rokove za isplatu glavnice i kamata, 7) mjesto izdavanja, 8) datum izdavanja, 9) serijski broj s kontrolnim brojem obveznice, te 10) naznaku prava koja proizlaze iz obveznice.“<sup>29</sup>

Uobičajeno je da obveznice glase na donosioca pa njihovi vlasnici mogu njima trgovati. Obveznice, kao dugoročni financijski instrumenti, koriste se za prikupljanje kapitala od strane korporacija, država i lokalnih vlasti. Klasifikacija obveznica može pomoći investitorima da bolje razumiju rizike i povrate povezane s njima, te se klasificiraju prema različitim aspektima.

Prema bitnim klauzulama ugovora, obveznice se najčešće razvrstavaju na:

#### 1. Obveznice prema vrsti osiguranja:<sup>30</sup>

---

<sup>27</sup> Ivanović op.cit., str. 395.

<sup>28</sup> Ibidem

<sup>29</sup> Ibidem, str. 396

<sup>30</sup> Ibidem

Osiguranje obveznica predstavlja garanciju ili zaštitu za investitore u slučaju da izdavatelj obveznice ne može ispuniti svoje obveze.

Prema vrsti osiguranja, obveznice se mogu podijeliti na:

- Neosigurane obveznice: To su obveznice koje nisu osigurane nikakvim kolateralom. Investitori se oslanjaju na kreditni rejting i financijsku snagu izdavatelja obveznica. U slučaju neispunjenja obveza, investitori imaju manje garancija za povrat uloženog novca.
- Osigurane obveznice: Ove obveznice su osigurane sredstvima ili imovinom izdavatelja, što pruža dodatnu sigurnost investitorima. Ako izdavatelj ne ispuni svoje obveze, investitori imaju pravo na imovinu koja služi kao kolateral.

## 2. Obveznice prema karakteru naknade:<sup>31</sup>

Ovaj aspekt obveznica odnosi se na vrstu kamate ili naknade koju investitori dobivaju tijekom trajanja obveznice.

Prema karakteru naknade, obveznice se mogu podijeliti na:

- Fiksne kamatne stope: Obveznice s fiksnom kamatnom stopom imaju unaprijed određenu kamatnu stopu koja se isplaćuje redovito tijekom cijelog roka dospjeća. Kamatna stopa ostaje nepromijenjena bez obzira na promjene tržišnih kamatnih stopa.
- Varijabilne kamatne stope: Obveznice s varijabilnom kamatnom stopom imaju kamatne stope koje se mijenjaju tijekom vremena, obično temeljem referentne kamatne stope, poput LIBOR-a ili EURIBOR-a. Varijabilne kamatne stope omogućuju investitorima da imaju koristi od promjena tržišnih kamatnih stopa.

## 3. Obveznice prema načinu podmirenja obveza:<sup>32</sup>

Ova klasifikacija odnosi se na način na koji se obveznice isplaćuju na kraju razdoblja dospjeća.

Postoje dvije glavne vrste:

---

<sup>31</sup> Ibidem str. 400.

<sup>32</sup> Ibidem str. 402.

- Obveznice s isplatom na dospijeće (*bullet bonds*): Ove obveznice isplaćuju se u cijelosti na datum dospijeća. Investitori primaju redovite kamate tijekom razdoblja dospijeća, a zatim na kraju razdoblja dospijeća dobivaju isplatu glavnice. Ova vrsta obveznica pruža predvidljivost u pogledu isplata i jednostavan je oblik investiranja u obveznice.
- Obveznice s amortizacijom (*amortizing bonds*): Kod ovakvih obveznica, glavnica se isplaćuje postupno tijekom razdoblja dospijeća zajedno s kamatnim isplatama. Investitori primaju redovite isplate koje uključuju i dio glavnice i kamate, što znači da se ukupni iznos duga smanjuje tijekom vremena. Ovaj tip obveznica često se koristi za financiranje dugoročnih projekata, kao što su infrastrukturni projekti ili stambeni krediti.

Uz ove klasifikacije, obveznice se mogu razvrstavati i prema drugim aspektima, kao što su dospijeće, izdavatelj (korporativne, državne ili lokalne obveznice), konvertibilnost (konvertibilne obveznice koje se mogu pretvoriti u dionice) i druge značajke. Svi ovi čimbenici mogu utjecati na rizik, prinos i likvidnost obveznica te ih čine različitima u očima investitora.

### 3.5.1. Rangiranje obveznica

Na osnovi prikupljenih i proučenih relevantnih informacija, institucije koje se bave rangiranjem vrijednosnih papira, rangiraju obveznice na jedan od sljedećih načina: a) na obveznice vrhunske kvalitete, b) na obveznice srednje kvalitete, c) na obveznice špekulativne kvalitete, d) na obveznice slabe kvalitete te e) na obveznice sumnjive i nepouzdana kvalitete.<sup>33</sup>

U SAD-u, djelatnošću rangiranja (rating) dominiraju tri institucije: Moody's, Standard & Poor i Fitch. Ljestvice koje one koriste donekle se razlikuju. Kod Standard & Poor-a ljestvica

---

<sup>33</sup> Ibidem str. 406.

se kreće od AAA do D.<sup>34</sup> Moody's-ova ljestvica kreće se od Aaa do C. Fitch-ova ljestvica se kreće od AAA do DDD.<sup>35</sup> Viši kreditni rejting znači manji rizik i, u pravilu, niže kamatne stope, dok niži kreditni rejting ukazuje na veći rizik i potencijalno više kamatne stope kako bi se kompenzirao veći rizik za ulagače.

Iz sigurnosnih razloga konzervativni investitori kupuju samo obveznice koje su rangirane kao AAA ili kao državne obveznice. Obveznice koje izdaju vlade visoko industrijaliziranih zemalja poput SAD-a, Velike Britanije ili Nizozemske smatraju se među najsigurnijima na svijetu.

Kreditni rejtingi su ocjene koje kreditne rejting agencije dodjeljuju izdavateljima obveznica kako bi ocijenile njihovu sposobnost vraćanja duga i kamata. Rejtingi su vrlo važni za ulagače jer im pomažu procijeniti rizik povezan s ulaganjem u određenu obveznicu.<sup>36</sup>

AAA: Ovaj rejting predstavlja najvišu kvalitetu obveznica, s najmanjim rizikom od neispunjenja obveza. Izdavatelji s ovim rejtingom imaju iznimno snažnu sposobnost vraćanja duga i kamata.

AA: Obveznice s AA rejtingom također su visokokvalitetne i predstavljaju niski kreditni rizik. Izdavatelji s ovim rejtingom imaju vrlo snažnu sposobnost vraćanja duga, ali su nešto manje sigurni od izdavatelja s AAA rejtingom.

A: Obveznice s A rejtingom su još uvijek visokokvalitetne, ali s nešto većim rizikom od AA i AAA obveznica. Izdavatelji s A rejtingom imaju snažnu sposobnost vraćanja duga, ali su izloženi većim ekonomskim ili poslovnim rizicima.

BBB: Obveznice s BBB rejtingom su srednje kvalitete i predstavljaju umjereni kreditni rizik. Izdavatelji s BBB rejtingom imaju zadovoljavajuću sposobnost vraćanja duga, ali su osjetljiviji na nepovoljne ekonomske uvjete.

BB, B: Obveznice s BB i B rejtingom smatraju se spekulativnim ili "junk" obveznicama. Izdavatelji s ovim rejtingom imaju veći rizik od neispunjenja obveza i veću osjetljivost na nepovoljne ekonomske uvjete.

---

<sup>34</sup> S&P Global Ratings: S&P Global Ratings Definitions, str. 4-5, <https://www.maalot.co.il/Publications/GMT20160823145849.pdf> (pristupljeno 06. 06. 2023.)

<sup>35</sup> HNB: Kreditni rejting, 2016, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/kreditni-rejting> (pristupljeno 06.06.2023.)

<sup>36</sup> Ivanović, op.cit., str. 407.

CCC: Obveznice s CCC rejtingom imaju vrlo visok kreditni rizik. Izdavatelji s ovim rejtingom imaju slabe sposobnosti vraćanja duga i visok rizik od neispunjenja obveza.

CC: Obveznice s CC rejtingom imaju iznimno visok kreditni rizik. Izdavatelji s ovim rejtingom imaju vrlo slabe sposobnosti vraćanja duga i vrlo visok rizik od neispunjenja obveza.

C: Obveznice s C rejtingom predstavljaju iznimno visok kreditni rizik, s vrlo malo nade za vraćanje duga. Izdavatelji s ovim rejtingom obično su već propustili neke obveze ili su na rubu neispunjenja obveza.

D: Ovaj rejting dodjeljuje se obveznicama čiji je izdavatelj već u zadatku ili neuspjehu u ispunjavanju svojih obveza prema vjerovnicima. To znači da izdavatelj nije uspio isplatiti kamate ili glavicu na vrijeme ili je proglasio bankrot. Obveznice s D rejtingom smatraju se najrizičnijima i često se nazivaju "default" obveznicama.

Važno je napomenuti da različite rejting agencije, kao što su Standard & Poor's, Moody's i Fitch Ratings, mogu koristiti različite oznake i podjele unutar ovih rejtinga. Međutim, osnovna struktura i hijerarhija kreditnih rejtinga uglavnom ostaje ista među agencijama. Kreditni rejtingi igraju ključnu ulogu u procesu ulaganja u obveznice, jer pomažu ulagačima razumjeti kreditni rizik povezan s pojedinim izdavateljem i obveznicama. Ulagatelji trebaju uzeti u obzir kreditne rejtinge prilikom donošenja odluka o ulaganju, ali ih ne smiju smatrati jedinim čimbenikom. Također je važno razmotriti druge aspekte obveznice, kao što su dospjeće, kamatna stopa, likvidnost i kretanja na tržištu, kako bi se dobila cjelovita slika o potencijalnom ulaganju.

### **3.6. Dugoročni krediti**

Kredit kao izvor dugoročnog financiranja poduzeća igra ključnu ulogu u omogućavanju rasta i razvoja poslovanja. Kroz dugoročne kredite, poduzeća mogu financirati različite aspekte svog poslovanja, uključujući nabavu opreme, ulaganje u istraživanje i razvoj, širenje



proizvodnih kapaciteta, akvizicije ili ulaganje u radnu snagu.<sup>37</sup> Dugoročni krediti obično imaju rok otplate koji je duži od godinu dana, a često se proteže na nekoliko godina, ili čak desetljeća, ovisno o vrsti kredita i uvjetima koje nude financijske institucije.

Prednosti korištenja dugoročnih kredita kao izvor financiranja uključuju:<sup>38</sup>

- Dugoročni krediti omogućuju poduzećima da prilagode uvjete otplate prema svojim potrebama i očekivanom poslovnom rastu.
- Kako su dugoročni krediti obično osigurani dugotrajnom imovinom poduzeća, financijske institucije često nude niže kamatne stope u usporedbi s kratkoročnim kreditima.
- Dugoročni krediti mogu poboljšati bilancu poduzeća, jer dugoročni dugovi obično ne utječu negativno na likvidnost poduzeća.
- Kamate plaćene na dugoročne kredite često su porezna olakšica, što smanjuje ukupni porezni teret poduzeća.

Međutim, dugoročni krediti također dolaze s određenim nedostacima, kao što su:<sup>39</sup>

- Poduzeća koja se previše oslanjaju na dugoročne kredite mogu se suočiti s problemima u otplati duga, što može dovesti do financijskih poteškoća ili čak stečaja.
- Kako bi osigurale kredit, financijske institucije često zahtijevaju kolateral, poput nekretnina ili opreme, što može dovesti do gubitka imovine u slučaju neuspjeha otplate kredita.
- Poduzeća koja koriste dugoročne kredite mogu imati manju fleksibilnost u poslovnim odlukama, jer su često podložna uvjetima kreditiranja koji mogu uključivati ograničenja u vezi s ulaganjima ili raspodjelom profita.

Usprkos tim nedostacima, dugoročni krediti ostaju važan izvor financiranja za poduzeća, posebno za one koji traže stabilan i dugoročan pristup kapitalu. Kako bi se maksimizirale prednosti i minimizirali rizici povezani s korištenjem dugoročnih kredita, poduzeća trebaju pažljivo procijeniti svoje financijske potrebe, držati se zlatnog bankarskog pravila, planirati otplatu duga te razmotriti alternativne izvore financiranja.

---

<sup>37</sup> Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, op.cit., str. 188.

<sup>38</sup> Ibidem

<sup>39</sup> Ibidem

Prije podizanja dugoročnog kredita, poduzeća bi trebala razmotriti svoje poslovne planove i procijeniti koliko dugoročnog financiranja zaista trebaju, istražiti različite vrste kredita i financijskih institucija kako bi pronašli najpovoljnije uvjete i kamatne stope, izraditi detaljan plan otplate kredita, uključujući mjesečne iznose i trajanje otplate, kako bi se osiguralo da će poduzeće biti u mogućnosti ispunjavati svoje obveze prema kreditu, proučiti uvjete kredita kako bi razumjeli moguća ograničenja i uvjete koje financijske institucije mogu postaviti, te razmotriti alternativne izvore financiranja, kao što su izdavanje dionica, unutarnje financiranje ili suradnja s investitorima, kako bi se smanjila ovisnost o dugoročnim kreditima.

Korištenje dugoročnih kredita može biti korisno za rast i razvoj poduzeća ako se pravilno upravlja. Ključno je da poduzeća procijene svoje financijske potrebe i rizike te odaberu najprikladnije financijske instrumente za svoju situaciju.

### **3.7. Mezzanine financiranje**

Mezzanine financiranje je hibridni oblik dužničkog i vlasničkog financiranja, koji se obično koristi za financiranje širenja poduzeća. Unatoč činjenici da je mezzanine financiranje postalo praksa, do danas instrumenti mezzanine financiranja još uvijek nisu našli širu primjenu u nizu zemalja. Mezzanine se u Europi transformira iz nišnog instrumenta koji se koristi u ograničenom broju vrsta financiranja, u glavni, široko korišteni oblik posuđenog financiranja i dobavljača rastućeg kapitala. Mogući ciljevi financiranja su: financiranje za proširenje proizvodnje, troškove marketinga, poboljšanje proizvoda itd.<sup>40</sup>

Mezzanine mehanizam financiranja temelji se na korištenju klasičnih izvora financiranja – bankovnih kredita, korporativnih obveznica i redovnih dionica. Mezzanine financijski instrumenti umetnuti su u kapitalnu strukturu poduzeća između „poda” kapitala i „plafona” nadređenog duga. Klasifikacija mezzanine financiranja temelji se na različitim kriterijima,

---

<sup>40</sup> Cheredov, K., Tarkhanova, E. i Mezentseva, O.: Mezzanine Financing: Application Practices and Leadership Aspects, *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 386(1), 2019, str. 4.

posebice na mezzanine zajmu i mezzanine kapitalu. To je vrsta financiranja koju karakteriziraju istodobni znakovi duga i izravnog ulaganja. U kontekstu suvremenih stvarnosti, uzimajući u obzir povećane rizike, privlačnost mezzanine financiranja za investitora je zbog mogućnosti primanja većeg povrata ulaganja.<sup>41</sup>

### 3.8. Povlaštene dionice

Povlaštene dionice čine kombinaciju duga i kapitala. To znači da one spajaju karakteristike dioničkog kapitala i duga te time omogućuju vlasnicima tih dionica, odnosno povlaštenim dioničarima, fiksne dividende te uvjetno pravo upravljanja tvrtkom.<sup>42</sup>

Neki od ključnih aspekata povlaštenih dionica uključuju: <sup>43</sup>

- Fiksne dividende: Povlaštene dionice obično imaju fiksnu dividendu, što znači da povlašteni dioničari imaju pravo na isplatu dividende prije nego što se dividenda isplati vlasnicima običnih dionica. Fiksna dividenda može biti izražena kao postotak od nominalne vrijednosti dionice ili kao fiksni iznos po dionici.
- Prioritet pri likvidaciji: U slučaju likvidacije ili stečaja poduzeća, povlašteni dioničari imaju pravo da njihovi zahtjevi budu ispunjeni prije zahtjeva vlasnika običnih dionica. To znači da povlašteni dioničari imaju veću vjerojatnost da će dobiti povrat svog ulaganja u takvim situacijama.
- Uvjetno pravo glasa: Za razliku od vlasnika običnih dionica koji imaju pravo glasa na skupštini dioničara, povlašteni dioničari obično nemaju pravo glasa ili imaju ograničeno pravo glasa. Pravo glasa povlaštenih dioničara može biti uvjetovano, na primjer, ako poduzeće propusti isplatiti dividende ili ako se razmatraju određene korporativne akcije.
- Konvertibilnost: Neke povlaštene dionice mogu biti konvertibilne, što znači da se mogu pretvoriti u obične dionice pod određenim uvjetima. Ova opcija može biti

---

<sup>41</sup> Ibidem.

<sup>42</sup> Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, op.cit., str. 181-182.

<sup>43</sup> Ibidem, str. 192.–194.

atraktivna za investitore koji žele imati potencijalni rast vrijednosti običnih dionica, ali i zaštitu koju pružaju povlaštene dionice.

- Manja volatilnost: Budući da povlaštene dionice imaju fiksne dividende i prioritet u isplati, obično su manje volatilne u odnosu na obične dionice. To ih čini privlačnijima za konzervativne investitore koji traže stabilniji prihod.

Iako povlaštene dionice nude neke prednosti u odnosu na obične dionice, one također imaju manji potencijal rasta vrijednosti i mogu biti manje likvidne na tržištu, te nisu porezno odbitne.

## **4. Dugoročni izvori financiranja na primjeru Valamar Riviera d.d.**

U aplikativnom dijelu rada obrađuje se financiranje poduzeća na primjeru Valamar Riviere d.d. i kako ta kompanija posluje od 2019. godine. U današnjem globalnom i konkurentnom okruženju, održavanje stabilnosti i prilagodba tržišnim uvjetima zahtijeva pomno upravljanje financijskim resursima. Fokus je na analizi dugoročnog financiranja poduzeća Valamar Riviera d.d., vodeće turističke kompanije u Hrvatskoj, koja se izdvaja po svojoj uspješnoj strategiji rasta i stabilnosti u dinamičkom turističkom sektoru.

Kroz analizu financijskih izvještaja, poslovnih odluka i strategija koje je Valamar Riviera d.d. primijenila tijekom posljednjih nekoliko godina, istražiti će se ključni aspekti i izazovi povezani s dugoročnim financiranjem. Pružit će se uvid u strateško planiranje i upravljanje financijama koje je omogućilo Valamar Rivieri d.d. da postane jedan od najuspješnijih konkurenata u hrvatskom turističkom sektoru. Analiza dugoročnog financiranja na primjeru Valamar Riviere poslužit će kao referentni okvir za razumijevanje važnosti adekvatnog financiranja u postizanju poslovnih ciljeva i održivog rasta.

### **4.1. Osnovni podaci o Valamar Riviera d.d.**

Valamar Riviera d.d. je vodeća turistička kompanija u Hrvatskoj, specijalizirana za pružanje usluga u hotelijerstvu i turizmu. Godine 1953. osniva se Riviera Poreč, prethodnica Valamar Riviere d.d. Poslovanje poduzeća je od 1965. do 1990. obilježio dinamičan rast turističkih aktivnosti i intenzivna izgradnja objekata. Dom fond je osnovan 1990. To je bio najveći privatizacijsko-investicijski fond u razdoblju vaučerske privatizacije u Hrvatskoj. U periodu od 2000. do 2010. godine tvrtka Valamar hoteli i ljetovališta počela je upravljati s turističkim poslovanjem i uvela je prve brendove za hotele i kampove, Valamar Hotels & Resorts i Camping Adriatic. U periodu od 2011. do 2014. godine napravljena je konsolidacija portfelja

i upravljanja Zlatni otok d.d., Rabac d.d. te Dubrovnik Babin Kuk d.d. pripajaju se kompaniji Riviera Adria d.d. koja potom integrira Valamar grupu d.d. i Valamar Adria holding d.d. Tako konsolidirana kompanija počinje djelovati pod imenom Valamar Riviera d.d. te biva uvrštena na službeno tržište Zagrebačke burze u prosincu 2014. godine. Nova faza rasta i akvizicije trajala je od 2015. do 2018. godine.<sup>44</sup>

Valamar posluje na Jadranskoj obali i u Austriji. Valamar Riviera d.d. upravlja s 37 hotela i ljetovališta, te s 15 kamping ljetovališta. Kapacitetom od oko 21 tisuću komercijalnih smještajnih jedinica Valamar može dnevno smjestiti oko 58.000 gostiju. Investicijama od preko 6,4 milijarde kuna u posljednjih 19 godina, Valamar je jedan od vodećih hrvatskih i regionalnih investitora u turizmu.<sup>45</sup> Valamar Riviera d.d. ima snažnu korporativnu kulturu koja ističe važnost zadovoljstva gostiju i svojih zaposlenika, sigurnosti, integriteta i timskog rada. Tvrtka se također trudi biti odgovorna članica lokalnih zajednica u kojima posluje, podržavajući različite društvene i kulturne projekte.

## **4.2. Dugoročni izvori financiranja Valamar Riviere d.d.**

Kao dioničko društvo, Valamar Riviera se u procesu dugoročnog financiranja najviše oslanja na vlastiti kapital i financiranje dionicama, ali zbog obujma investicija u sadašnji i budući portfelj koristi se i dužničkim izvorima financiranja. Iz te kategorije najviše se ističu dugoročne obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama, tj. krediti. Krediti Valamar Riviere d.d. omogućuju daljnja investiranja, jačanje već postojećeg poslovanja i širenje na tržištu. U periodu od 2018. do 2019. godine poduzeće je uložilo u sljedeće dugoročne investicije:

- Otvoren Istra Premium Camping Resort 5\* - prvi veliki kamp s pet zvjezdica u Istri

---

<sup>44</sup> Valamar Riviera d.d.: Povijest, <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/povijest/#image-3> (pristupljeno 01.06.2023.)

<sup>45</sup> Valamar Riviera d.d.: Godišnje izvješće 2022., 2023, str. 2, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> (pristupljeno 01.06.2023.)

- Otvoren Valamar Collection Marea Suites 5\* - proširena ponuda premium obiteljskog odmora u Poreču
- Pripajanje Hotela Makarska rapskom Imperialu - nastanak Imperial Riviere d.d. s ciljem daljnjeg širenja turističkog poslovanja u Hrvatskoj i regiji
- Akvizicija Helios Farosa na otoku Hvaru kroz partnerstvo Valamara i PBZ CO mirovinskih fondova
- Pokrenuto ulaganje u Pical Rivieru.

#### **4.2.1. Dionice Valamar Riviere**

Tijekom Glavne skupštine Valamar Riviere d.d., održane 17. studenog 2014. godine, donijeta je odluka o uključivanju dionica društva na Službeno tržište Zagrebačke burze. Nadalje, 26. travnja 2019. godine, Zagrebačka burza odobrila je zahtjev Valamar Riviere za prijenos 126.027.542 redovnih dionica tvrtke s Redovitog na Vodeće tržište Zagrebačke burze.<sup>46</sup>

Dionice Valamar Riviere d.d. kotiraju na Zagrebačkoj burzi pod oznakom RIVP-R-A. Osim Zagrebačke burze, dionice Valamar Riviere kotiraju i na Bečkoj, te Varšavskoj burzi kako bi povećale likvidnost svojih dionica, privukle veći broj investitora i povećale globalnu prepoznatljivost tvrtke. Tvrtka je poznata po svojoj stabilnosti i povijesti isplate dividendi svojim dioničarima, što je čini privlačnom opcijom za ulaganje. Ciljanu vrijednost dionice određuju financijski analitičari procjenom budućeg poslovanja društva primjenjujući financijske pokazatelje koji uključuju diskontiranje novčanih tokova, usporedbu s

---

<sup>46</sup> Valamar Riviera: O dionici RIVP, <https://valamarriviera.com/hr/investitori/o-dionici-rivp/>, (Pristupljeno: 02.04.2023.)

konkurentima, metodu tržišne vrijednosti i ostale. Nužan preduvjet pouzdane procjene je visoka razina komunikacije i transparentnosti menadžmenta.

Dionica Valamar Riviere uvrštena je u CROBEX, CROBEXtr, CROBEX10, CROBEXplus i CROBEXturist burzovne indekse.

CROBEX indeks je glavni dionički indeks Zagrebačke burze. Indeks predstavlja ponderiranu tržišnu vrijednost dionica odabranih hrvatskih tvrtki koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi.<sup>47</sup> CROBEX je ustaljen 1. rujna 1997. godine, a njegova osnovna vrijednost iznosi 1.000. CROBEX indeks obuhvaća najlikvidnije dionice koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi, a izračunava se na temelju prometne likvidnosti i tržišne kapitalizacije. Indeks se ažurira u realnom vremenu tijekom trgovanja na burzi i služi kao pokazatelj opće tržišne klime i performansi hrvatskog dioničkog tržišta. CROBEX indeks često koriste investitori kako bi pratili i analizirali kretanja na hrvatskom tržištu kapitala.

Zagrebačka burza je 24. veljače objavila novi indeks pod nazivom CROBEXtr. To je o indeksu ukupnog prinosa (*Total Return*).<sup>48</sup> CROBEX10 je cjenovni indeks kod kojeg se dividende ne uključuju u izračun. „Indeks CROBEXplus predstavlja tzv. *equal weight* indeks, odnosno u njemu sve uključene dionice imaju jednak udio. Broj dionica je neograničen, a u obzir se uzimaju dionice uvrštene na uređeno tržište kojima je broj trgovinskih dana veći od 70 posto ukupnog broja trgovinskih dana u prethodnom šestomjesečnom razdoblju te tzv. "*free-float*" tržišna kapitalizacija veća od 10 milijuna kuna.“<sup>49</sup> CROBEXturist uključuje neograničen broj dionica. Uvjet za uključivanje je 60% dana trgovanja.<sup>50</sup>

Valamar Riviera razvijala se i rasla na tržištu više od 60 godina. Portfelj imovine Valamar Riviere, čija je knjigovodstvena vrijednost 5,9 milijarde kuna, predstavlja glavni čimbenik uspjeha.<sup>51</sup> Neke od ključnih strateških odluka i investicija su odluka nadzornog odbora Valamar Riviere za dokapitalizaciju austrijske podružnice Valamar-a GmbH u studenom 2021. godine. Dokapitalizacija predstavlja proces kojim se povećava osnovni kapital tvrtke,

---

<sup>47</sup> Šlibar, E.: Metode izračuna burzovnih indeksa, Financijski klub, Zagreb, 2009, str. 5.

<sup>48</sup> Bašić, T.: Burza izračunava novi indeks – CROBEXtr, 2014, <https://www.poslovni.hr/burze/burza-izracunava-novi-indeks-crobextr-263120> (pristupljeno 01.06.2023.)

<sup>49</sup> Poslovni.hr: Od 22. veljače novi indeksi Zagrebačke burze, 2013, <https://www.poslovni.hr/burze/novi-indeksi-zagrebacke-burze-227870> (pristupljeno 01.06.2023.)

<sup>50</sup> ZSE: BROBEXturist, <https://zse.hr/hr/indeks/365?isin=HRZB00ICBTU0> (pristupljeno 04.06.2023.)

<sup>51</sup> Valamar Riviera: Portfelj, <https://valamar-riviera.com/hr/brendovi-i-portfelj/portfelj/> (Pristupljeno: 02.04.2023.)



što dovodi do rasta njezine imovine kroz uplate vlasnika. Ovaj postupak može se provesti emisijom novih dionica. U prosincu 2021. godine dogovorena je druga faza dokapitalizacije Imperial Riviere vrijedna 690 milijuna kuna s AZ mirovinskim fondovima. Cilj ove dokapitalizacije bio je razvoj turističkog portfelja u Dubrovniku, Makarskoj i na otoku Rabu. Strateško partnerstvo Valamar Riviere s AZ mirovinskim fondom započelo je krajem 2016. godine. Kroz akviziciju društva Imperial d.d. Valamar Riviera stekla je 54,71% temeljnog kapitala društva Imperial d.d., a AZ fond je stekao 34,22%.<sup>52</sup>

Ostali značajni trenuci u razvoju Valamar Riviere uključuju akviziciju Helios Farosa na otoku Hvaru kroz partnerstvo s PBZ CO mirovinskim fondovima. Tvrtka je također pokrenula ulaganje u Pical Rivieru, s planiranim investicijama od 1,5 milijardi kuna do 2021. godine. Valamar Riviera je uspješno ostvarila svoj trogodišnji strateški plan rasta, razvoja i ulaganja, vrijedan 2,402 milijarde kuna.<sup>53</sup>

Odobreni, odnosno upisani dionički kapital Društva u 2022. godini iznosi 1.672.021 tisuća kuna i podijeljen je na 126.027.542 redovne dionice na ime bez nominalnog iznosa.<sup>54</sup>

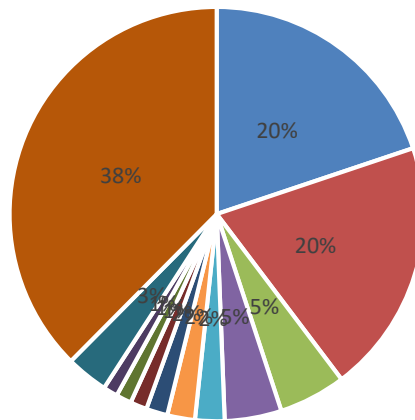
---

<sup>52</sup> Valamar Riviera: Povijest, <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/povijest/#image-3>. (Pristupljeno: 02.04.2023.)

<sup>53</sup> Ibidem

<sup>54</sup> Valamar Riviera d.d.: Godišnje izvješće 2022., 2023, str. 189, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> (pristupljeno 01.06.2023.)

### Vlasnička struktura na dan 31. prosinca 2022.



- Goldscheider Keramik Gesellschaft M.B.H., Beč
- Wurmbock Beteiligungs GMBH, Beč
- Satis d.o.o., Zagreb
- Raiffeisenbank Austria d.d./Zbirni skrbnički račun - za SF/Skrbnik, Zagreb
- OTP Banka d.d./AZ OMF kategorije B/Skrbnik, Split
- Enitor d.o.o., Zagreb
- CERP, Zagreb
- Privredna banka Zagreb d.d./Skrbnički zbirni račun klijenta/Skrbnik, Zagreb
- OTP Banka d.d./Erste plavi OMF kategorije B /Skrbnik, Split
- HPB d.d./Kapitalni fond d.d./Skrbnik, Zagreb
- Vlastite dionice
- Ostali dioničari - distribucija javnosti

#### **Grafikon 1 Vlasnička struktura Valamar Riviera d.d.**

Izvor: Valamar Riviera d.d. Godišnje izvješće 2022.

Grafikon 1 prikazuje vlasničku strukturu Valamar Riviere d.d. iz kojeg je vidljivo da najveći pojedinačni udio u vlasništvu imaju Goldscheider Keramik Gesellschaft i Wurmbock Beteiligungs, austrijske kompanije, sa 20% udjela svaki. Dok najveći udio od 38% imaju ostali manji dioničari. Valamar Riviera je imatelj 4.139.635 vlastitih dionica što predstavlja 3,28% dioničkog kapitala Društva.

**Slika 1 Kretanje cijene dionice Valamar Riviera u zadnjih pet godina**



Izvor: Zagrebačka burza. "Valamar Riviera d.d. (RIVP-R-A)." (Pristupljeno: 02.04.2023.)

Prema podacima Zagrebačke burze tijekom posljednjih pet godina, dionice Valamar Riviere doživjele su značajne promjene u vrijednosti. Najviša cijena zabilježena je u svibnju 2018. godine, kada je dionica dosegla 5,68 eura, a promet je iznosio 285.997,92 eura. Međutim, najveći pad cijene dionice dogodio se u ožujku 2020. godine, kada je cijena pala na 2,71 eura, a promet je porastao na 761.348,41 eura.

Pad cijene dionica u ožujku 2020. godine može se povezati s globalnom pandemijom COVID-19, koja je imala negativan utjecaj na turistički sektor, uključujući i Valamar Rivieru. Od tada se bilježi rast cijene dionice uz povremene padove, što ukazuje na oporavak tvrtke i sektora. Usprkos katastrofalnim posljedicama COVID-19 na hotelijersku industriju, dionice Valamar Riviere su se u 2020., 2021. i 2022. godini našle u Top 10 dionica s najvećim prometom na Zagrebačkoj burzi.

U posljednjih šest mjeseci, dionica Valamar Riviere bilježi kontinuirani rast, a trenutna cijena dionice je 4,49 eura. Ovaj rast može ukazivati na povratak povjerenja ulagača u tvrtku i sektor turizma, kao i na poboljšanje poslovanja u skladu s oporavkom globalne ekonomije i turističke industrije.

Osnovna zarada po dionici izračunata na način da se dobit za godinu Grupe podijeli s ponderiranim prosječnim brojem redovnih dionica koje su izdane tijekom godine, umanjeno za redovne dionice kupljene od strane Društva, a koje se drže kao vlastite dionice<sup>55</sup> iznosi

<sup>55</sup> Ibidem, str.166.

1,21 HRK za 2022. godinu što je povećanje od 40,70% u odnosu na 2021. godinu gdje je iznos dobiti po dionici iznosio 0,86 HRK

## 4.2.2. Dugoročni krediti Valamar Riviere

Dugoročni krediti predstavljaju važan izvor financiranja za Valamar Rivieru, omogućujući kompaniji da investira u svoje poslovanje, proširi svoj portfelj i unaprijedi svoje usluge. Valamar Riviera koristi kredite za financiranje velikih projekata i ulaganje u infrastrukturu. Valamar Riviera ugovara dugoročne kredite s financijskim institucijama, kao što su banke i mirovinski fondovi, kako bi osigurala financijska sredstva za svoje investicijske projekte. Tvrtka pažljivo upravlja svojim dugoročnim kreditima, osiguravajući optimalnu likvidnost za otplatu kredita i kamata, te održava povoljan kreditni rejting.

Velik dio kreditnog portfelja (89,7%) čine dugoročni krediti s ugovorenom fiksnom kamatnom stopom, odnosno krediti štice derivativnim instrumentima (IRS) u svrhu zaštite od kamatnog rizika.<sup>56</sup> Dugoročni krediti Društva osigurani su hipotekama na njegove nekretnine i pokretnine čija neto knjigovodstvena vrijednost iznosi 1.400.780 tisuća kuna, dok su u 2021. godini obveze iznosile 1.861.945 tisuća kuna. Tijekom 2022. godine, Društvo ima neiskorištene kreditne linije ugovorene s financijskim institucijama u ukupnoj vrijednosti od 318.501 tisuća kuna.<sup>57</sup>

**Slika 2 Efektivne kamatne stope na dugoročne obveze Valamar Riviera DRUŠTVO**

Posudbe:	2021.		2022.	
	(u tisućama kuna)	%	(u tisućama kuna)	%
EUR	2.817.273	0,93% - 3%	1.765.485	1% - 7,13%
HRK	10.231	2,0%	9.154	2,0%
	<b>2.827.504</b>		<b>1.774.639</b>	

Izvor: Valamar Riviera d.d. Godišnje izvješće 2022., 195

<sup>56</sup> Ibidem str. 20.

<sup>57</sup> Ibidem str. 194.

Iz Slike 2 izvučene iz godišnjeg financijskog izvještaja za 2022. godinu vidljivo je da Valamar Riviera ima ugovorene dugoročne kredite po najvišoj kamatnoj stopi od 3% za 2021. godinu. Kamatna stopa od 7,13% odnosi se samo na jedan kredit s ostatkom glavnice manjom od 0,1% ukupne zaduženosti društva.<sup>58</sup>

**Slika 3 Dospijee dugoročnih posudbi Valamar Riviere**

<i>(u tisućama kuna)</i>	GRUPA		DRUŠTVO	
	2021.	2022.	2021.	2022.
Od 1 do 3 godine	862.999	734.190	778.346	512.346
Od 3 do 6 godina	830.510	736.042	754.378	419.898
Preko 6 godina	853.598	613.273	771.149	457.208
	<b>2.547.107</b>	<b>2.083.505</b>	<b>2.303.873</b>	<b>1.389.452</b>

Izvor: Valamar Riviera d.d. Godišnje izvješće 2022., 196

Usporedbom podataka iz Slike 3 za 2021. i 2022. godinu, primjećuje se značajno smanjenje dugoročnih posudbi koje dospijevaju u razdoblju od 1 do 3 godine. Iznos dugoročnih posudbi smanjio se sa 778.346 tisuća kuna u 2021. godini na 512.346 tisuća kuna u 2022. godini. To ukazuje na uspješno smanjenje obveza društva u kratkoročnom razdoblju. Također se može primijetiti smanjenje dugoročnih posudbi koje dospijevaju u razdoblju od 3 do 6 godina. Iznos je smanjen sa 754.378 tisuća kuna u 2021. godini na 419.898 tisuća kuna u 2022. godini. To pokazuje da se društvo usredotočilo na smanjenje obveza u srednjoročnom razdoblju. Za dugoročne posudbe koje dospijevaju nakon 6 godina, primjećuje se smanjenje obveza sa 771.149 tisuća kuna u 2021. godini na 457.208 tisuća kuna u 2022. godini. Ovaj podatak ukazuje na to da je društvo uspješno smanjilo svoje dugoročne obveze u dugoročnom razdoblju.

Ukupno gledajući, društvo je postiglo značajno smanjenje svojih dugoročnih posudbi u svim razdobljima dospijea. To ukazuje na poboljšanu financijsku stabilnost društva i uspješno upravljanje dugovima.

Tijekom posljednjih dviju godina, kako je vidljivo iz bilance, društvo je uspješno smanjilo svoje obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama. U razdoblju od 2021. u odnosu na 2020. godinu, smanjenje obveza iznosilo je 170.713.716 kuna, dok je u razdoblju od 2022. u odnosu na 2021. godinu smanjenje bilo još veće, iznoseći 914.420.588 kuna.

<sup>58</sup> Ibidem str. 195.

Značajno smanjenje obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama tijekom posljednjih dviju godina pokazuje da je društvo uspješno poboljšalo svoju financijsku poziciju i smanjilo svoju ovisnost o vanjskom financiranju. Samo smanjenje obveza može dovesti do nižih troškova kamata i bolje kreditne sposobnosti društva, što može pozitivno utjecati na njegovu dugoročnu stabilnost i rast.

### 4.2.3. Pokazatelji uspješnosti poslovanja

Analiza uspješnosti poslovanja poduzeća Valamar Riviera d.d. uključuje prikaz sljedećih pokazatelja: financijske strukture, kapitalne strukture, pokazatelja zaduženosti, pokazatelja profitabilnosti/rentabilnosti i ukupne strukture dugoročnih obveza. Promatrano razdoblje je od 2017. do 2021. godine.

**Tablica 3. Promjena kapitala Valamar Riviere d.d.**

<b>Naziv pozicije</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
1. Upisani kapital	1.672.021.210	1.672.021.210	1.672.021.210	1.672.021.210	1.672.021.210
2. Kapitalne rezerve	3.602.906	5.304.283	5.223.432	5.223.432	5.223.432
3. Rezerve iz dobiti	102.055.847	94.297.196	95.998.078	98.511.512	98.247.550
4. Rezerve fer vrijednosti	634.097	905.282	61.474	872	81.109
5. Zadržana dobit ili preneseni gubitak	263.138.894	348.674.430	430.206.412	715.882.878	388.045.406

6. Dobit ili gubitak tekuće godine	243.596.016	235.337.282	284.535.940	-329.593.506	104.374.607
7. Manjinski (nekontrolirajući) interes	231.125.940	401.993.065	731.023.213	701.810.928	1.043.064.493
<b>Ukupna struktura kapitala</b>	<b>2.516.174.910</b>	<b>2.758.532.748</b>	<b>3.219.069.759</b>	<b>2.863.857.326</b>	<b>3.311.057.807</b>

Izvor: Valamar Riviera d.d.: Investitori, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/?page=1> (pristupljeno 06.06.2023.)

Upisani kapital poduzeća Valamar Riviera d.d. u periodu od 2017. do 2021. godine nije se mijenjao te je iznosio 1.672.021.210 kuna. Kapitalne rezerve u 2018. u odnosu na 2017. godinu su povećane. Nakon toga su se u 2019. godini smanjile. U 2020. i 2021. godini ostale su jednake kao u 2019. godini. Rezerve iz dobiti u promatranom periodu su se mijenjale. Najveće su bile 2018. godine kada su iznosile 102.055.847 kuna. Rezerve fer vrijednosti najniže su bile 2020. godine kada su iznosile 872 kuna, a najviše su bile 2019. godine kada su iznosile 905.282 kuna. Zadržana dobit kontinuirano se povećavala od 2017. do 2021. godine. Najviša je bila 2021. godine kada je iznosila 388.045.406 kuna. Najveću dobit poduzeće je imalo u 2019. godini. U 2020. godini je poslovalo s gubitkom. Manjinski interes najveći je bio u 2021. godini kada je iznosio 1.043.064.493 kune. Podaci ukazuju na to da se kapital poduzeća u promatranom periodu mijenjao.

**Tablica 4. Kapitalna struktura**

Naziv pozicije	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
1. Upisani kapital	1.672.021.210	1.672.021.210	1.672.021.210	1.672.021.210	1.672.021.210
2. Dugoročne obveze	1.915.658.762	2.284.143.535	2.546.866.358	2.867.349.347	2.614.508.279

<b>Ukupno</b>	<b>3.587.679.979</b>	<b>3.956.164.759</b>	<b>4.218.887.579</b>	<b>4.539.379.569</b>	<b>4.286.529.499</b>
---------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

Izvor: Valamar Riviera d.d.: Investitori, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/?page=1> (pristupljeno 06.06.2023.)

Poduzeće Valamar Riviera d.d. nije mijenjalo upisani kapital od 2017. do 2021. godine. Međutim, mijenjale su se dugoročne obveze poduzeća. One su od 2017. do 2020. rasle te su potom smanjene u 2021. godini. Sukladno s promjenama dugoročnih obveza mijenjala se i struktura kapitala poduzeća.

**Tablica 5. Financijska struktura Valamar Riviera d.d.**

<b>Naziv pozicije</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Kapitalna struktura	3.587.679.979	3.956.164.759	4.218.887.579	4.539.379.569	4.286.529.499
Kratkoročne obveze	402.912.295	425.784.158	526.341.998	934.437.190	733.966.582
<b>Ukupno</b>	<b>3.990.592.279</b>	<b>4.381.948.929</b>	<b>4.745.229.589</b>	<b>5.473.816.769</b>	<b>5.020.496.089</b>

Izvor: Valamar Riviera d.d.: Investitori, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/?page=1> (pristupljeno 06.06.2023.)

Financijska struktura poduzeća Valamar Riviera d.d. se povećavala do 2020. godine te je potom u 2021. godini smanjena budući da su smanjene i kratkoročne obveze u odnosu na 2020. godinu.

**Tablica 6. Pokazatelji zaduženosti poduzeća Valamar Riviera d.d.**

<b>Pokazatelji zaduženosti</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Koeficijent zaduženosti	0,46	0,482	0,476	0,560	4,877
Koeficijent vlastitog financiranja	0,515	0,500	0,513	0,436	0,502
Koeficijent financiranja	0,908	0,964	0,924	1,283	0,969



Faktor zaduženosti (broj godina)	3,8	3,6	3,4	3,1	3,7
Stupanj pokrića dugotrajne imovine vlastitim izvorima	55%	53%	59%	49%	61%
Stupanj pokrića dugotrajne imovine dugoročnim izvorima	96,9%	96,4%	100%	96,4%	107%

Izvor: Valamar Riviera d.d.: Investitori, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/?page=1> (pristupljeno 06.06.2023.)

Koeficijent zaduženosti pokazuje do koje mjere poduzeće koristi zaduženje kao oblik financiranja. U pravilu, vrijednost koeficijenta zaduženosti treba biti 50% ili manja. Valamar Riviera d.d. je u promatranom razdoblju imala nezadovoljavajući koeficijent u 2020. godini. Koeficijent vlastitog financiranja ukazuje na to koliko je imovine financirano iz vlastitog kapitala. Njegova bi vrijednost trebala biti veća od 50%. Prema ovom pokazatelju Valamar Riviera d.d. nije ostvarila zadovoljavajuće rezultate u 2020. godini. Koeficijent financiranja ukazuje na rizičnost ulaganja u poduzeće te je navedeni koeficijent za poduzeće Valamar Riviera d.d. bio najnepovoljniji u 2020. godini. Faktor zaduženosti ukazuje na to koliko bi godina trebalo uz postojeće uvjete poslovanja da poduzeće podmiri svoje ukupne obveze. Analiza je pokazala da je poduzeće Valamar Riviera d.d. imala, u promatranom razdoblju, najbolji faktor zaduženosti u 2020. godini. Stupanj pokrića dugotrajne imovine vlastitim izvorima poduzeće je najmanje moglo realizirati u 2020. godini dok je najviše moglo realizirati u 2021. godini. Stupanj pokrića dugotrajne imovine dugoročnim izvorima za Valamar Rivieru d.d. najveći je bio, u sklopu promatranog razdoblja, u 2021. godini.

**Tablica 7. Pokazatelji uspješnosti poslovanja Valamar Riviera d.d.**

<b>Pokazatelji uspješnosti poslovanja</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
Ekonomičnost ukupnog poslovanja, u %	114%	64%	111%	58%	106%
Ekonomičnost redovnog poslovanja u %	117%	116%	115%	63%	109%
Rentabilnost prometa bruto u %	12,9%	12,6%	10,4%	-71,8%	6%
Rentabilnost prometa neto u %	13,3%	11,6%	13,7%	-51,4%	6,4%
Rentabilnost ukupne imovine bruto u %	4,7%	4,5%	3,5%	-7,2%	1,4%
Rentabilnost ukupne imovine neto u %	4,9%	4,2%	4,7%	-5,2%	1,5%
Rentabilnost vlastitog kapitala u %	9,5%	8,4%	9,1%	-11,9%	3,1%

Izvor: Valamar Riviera d.d.: Investitori, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/?page=1> (pristupljeno 06.06.2023.)

Poduzeće je u 2017. godini ostvarilo najvišu ekonomičnost ukupnog i redovnog poslovanja. Najniža ekonomičnost ukupnog i redovnog poslovanja ostvarena je u 2020. godini. Rentabilnost prometa bruto najviša je bila u 2017. godini dok je vrlo nezadovoljavajuća bila u 2020. godini. Najbolju rentabilnost prometa neto poduzeće je imalo u 2019. godini dok je najlošiju imalo u 2020. godini. Rentabilnost ukupne imovine neto i bruto najbolje je bilo u 2017. godini dok je najlošije bilo u 2020. godini. Rentabilnost vlastitog kapitala najbolja je bila 2017. godine dok je najlošija bila u 2020. godini.

**Tablica 8. Struktura dugoročnih obveza Valamar Riviere d.d.**

	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>
<b>DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>1.915.658.762</b>	<b>2.284.143.535</b>	<b>2.546.866.358</b>	<b>2.867.349.347</b>	<b>2.614.508.279</b>
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	0	0	0	0	0
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe	0	0	0	0	0
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	0	0	0	0	0
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	0	0	0	0	0
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	9.046.000	8.943.000	2.652.000	0	0

6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	1.852.267.505	2.198.942.318	2.443.662.677	2.770.275.555	2.547.107.295
7. Obveze za predujmove	0	0	0	0	0
8. Obveze prema dobavljačima	0	81.000	0	0	0
9. Obveze po vrijednosnim papirima	0	0	0	0	0
10. Ostale dugoročne obveze	1.585.824	7.615.740	37.505.640	38.781.433	15.636.060
11. Odgođena porezna obveza	52.759.433	68.561.477	63.046.041	58.292.359	51.764.924

Izvor: Valamar Riviera d.d.: Investitori, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/?page=1> (pristupljeno 06.06.2023.)

Obveze za zajmove kontinuirano su bilježile pad od 2017. do 2019. godini dok u 2020. i 2021. godini Valamar Riviera d.d. nije imala predmetne obveze. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama rasle su od 2017. do 2020. godine te su potom smanjene u 2021. godini. Obveze prema dobavljačima Valamar Riviera d.d. imala je, u sklopu promatranog razdoblja, samo u 2018. godini. Ostale dugoročne obveze bilježile su velik rast od 2017. do 2020. godine, a potom su u 2021. godini zabilježile pad. Odgođene porezne obveze najviše su bile u 2018. godini dok su najmanje bile u 2021. godini.

## Zaključak

Dugoročni izvori financiranja od ključne su važnosti za uspješno poslovanje poduzeća i ostvarenje njihovih strateških ciljeva. Na primjeru Valamar Riviere d.d., vodeće turističke kompanije u Hrvatskoj, vidljivo je kako adekvatno upravljanje financijama i pravovremeno osiguravanje dugoročnih izvora financiranja omogućuje stabilan rast i konkurentnost na regionalnom tržištu.

Valamar Riviera d.d. se uspješno financira kroz kombinaciju vlastitog kapitala i dužničkih izvora, prvenstveno kroz dionice i dugoročne obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama. Stabilnost tvrtke, povijest isplate dividendi i transparentnost poslovanja čine Valamar Rivieru poželjnom opcijom za ulaganje, što dodatno potvrđuje njeno uključivanje u različite burzovne indekse. Osim toga, Valamar Riviera d.d. kontinuirano ulaže u razvoj svojih kapaciteta i širenje poslovanja kroz strateška partnerstva, akvizicije i dokapitalizacije. Ove odluke omogućuju kompaniji da ostvari svoje dugoročne ciljeve te jača svoju poziciju na tržištu.

Na temelju provedene analize uspješnosti poslovanja poduzeća Valamar Riviera d.d. za promatrano razdoblje 2017.- 2021. godine pružen je uvid u financijske pokazatelje i strukturu kapitala poduzeća, te se može zaključiti da je poduzeće postiglo stabilan rast i održalo konkurentnu poziciju na tržištu. Fluktuacije u financijskoj strukturi, kapitalnoj strukturi, te zaduženosti i rentabilnosti upućuju na potrebu kontinuiranog praćenja i prilagodbe strategija. Kapitalne rezerve i zadržana dobit kontinuirano su rasle tijekom promatranog razdoblja, što ukazuje na stabilnost i povjerenje ulagača. Unatoč tome ostvareno je poslovanje s gubitkom u 2020. godini glavnim dijelom izazvano Covid-19 pandemijom. Dugoročne obveze su se mijenjale, utječući na kapitalnu strukturu poduzeća. Koeficijent zaduženosti i koeficijent vlastitog financiranja pokazuju da su rezultati u 2020. godini bili nezadovoljavajući, što sugerira na potrebu za praćenjem i upravljanjem zaduženosti. Stalno upravljanje dužničkim kapitalom i omjerom vlastitog financiranja ključno je za održavanje financijske stabilnosti. Rentabilnost poslovanja je pokazala oscilacije, s najboljim rezultatima u 2017. godini, dok je 2020. godina bila izazovna s vrlo nezadovoljavajućom rentabilnošću. Provedena analiza ukazuje na uspješnost poslovanja poduzeća Valamar Riviera d.d. tijekom promatranog razdoblja, ali također identificirani su

i izazovi koji utječu na poslovanje poduzeća. Stoga je važno nastaviti s praćenjem i upravljanjem financijskim pokazateljima, posebno zaduženosti i rentabilnosti kako bi se osigurala održiva rastuća budućnost poduzeća. Daljnje istraživanje treba usmjeriti na identifikaciju specifičnih čimbenika koji utječu na uspješnost poslovanja u turističkom sektoru i primjenu adekvatnih mjera za održavanje konkurentske prednosti.

Upravljanje dugoročnim financiranjem i osiguravanje optimalnih izvora financiranja ključni su čimbenici uspjeha u turističkom sektoru, posebno u dinamičnom i konkurentnom globalnom okruženju. Primjer Valamar Riviere d.d. služi kao referentni okvir za razumijevanje važnosti dugoročnog financiranja u postizanju poslovnih ciljeva i održivog rasta.

## Bibliografija

Abraham, R. i Harrington, C.: Seasoned Equity Offerings: Characteristics of Firms, *International Journal of Business, Humanities and Technology* 1(3), 2011, str. 26-34.

Alpha Capitalis,: Karakteristike Mezzanine Financiranja, <https://alphacapitalis.com/2020/09/23/karakteristike-mezzanine-financiranja/> (Pristupljeno 28.03.2023.)

Bašić, T.: Burza izračunava novi indeks – CROBEXtr, 2014, <https://www.poslovni.hr/burze/burza-izracunava-novi-indeks-crobextr-263120> (pristupljeno 01.06.2023.)

Brigham, E. F. i Gapenski, L. C.: *Financijski menadžment: Teorija i praksa*, The Dryden Press, London, 1991.

Buljan, I.: *Poslovne financije*, Međimursko veleučilište Čakovac, Čakovec, 2014.

Cheredov, K., Tarkhanova, E. i Mezentseva, O.: Mezzanine Financing: Application Practices and Leadership Aspects, *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 386(1), 2019, str. 45-50.

HNB: Kreditni rejting, 2016, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/kreditni-rejting> (pristupljeno 06.06.2023.)

Horvat, Đ. i Tintor, Ž.: *Poduzetnička ekonomija. Kako učiniti prvi korak*, Trgovačka akademija, Zagreb, 2006.

Ivanović, Z.: *Financijski menadžment*, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci, Opatija, 1997.

Kontuš, E.: *Dugoročno financiranje rasta dioničkih društava*, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2018.

Marković, I.: *Financiranje - teorija i praksa financiranja trgovačkih društava*, Računovodstvo, revizija i financija, Zagreb, 2000.

Poslovni.hr: Od 22. veljače novi indeksi Zagrebačke burze, 2013, <https://www.poslovni.hr/burze/novi-indeksi-zagrebacke-burze-227870> (pristupljeno 01.06.2023.)

Raiffeisen Leasing, Operativni leasing, <https://www.raiffeisen->

leasing.hr/leasing/operativni-leasing (pristupljeno 05. 06. 2023.)

Rončević, A., Vuković, J., i Gregorić, M: Financiranje poslovanja poduzeća emisijom dionica, *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo*, 11(2), 2021, str. 119-129.

S&P Global Ratings: S&P Global Ratings Definitions, str. 4-5, <https://www.maalot.co.il/Publications/GMT20160823145849.pdf> (pristupljeno 06. 06. 2023.)

Šlibar, E.: *Metode izračuna burzovnih indeksa*, Financijski klub, Zagreb, 2009.

Van Horne, J. C.: *Financijsko upravljanje i politika*, Mate, Zagreb, 1997.

Valamar Riviera d.d.: *Godišnje izvješće 2022.*, 2023, str. 2, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/> (pristupljeno 01.06.2023.)

Valamar Riviera d.d.: *Investitori*, <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/financijska-izvjesca/?page=1> (pristupljeno 06.06.2023.)

Valamar Riviera: *O dionici RIVP*, <https://valamarriviera.com/hr/investitori/o-dionici-rivp/>, (Pristupljeno: 02.04.2023.)

Valamar Riviera: *Portfelj*, <https://valamar-riviera.com/hr/brendovi-i-portfelj/portfelj/> (Pristupljeno: 02.04.2023.)

Valamar Riviera d.d.: *Povijest*, <https://valamar-riviera.com/hr/o-nama/povijest/#image-3> (pristupljeno 01.06.2023.)

Vidučić, Lj., Pepur, S. i Šimić Šarić, M.: *Financijski menadžment*, Sveučilište u Splitu, Split, 2015.

World Bank: *Long-Term Finance, Global Financial Development Report 2016*, <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/long-term-finance> (Pristupljeno 27.03.2023.)

Zakon o trgovačkim društvima (ZTD), *Narodne novine* broj 111/93., čl. 167. 167. NN 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23

ZSE: *BROBEXtunist*, <https://zse.hr/hr/indeks/365?isin=HRZB00ICBTU0> (pristupljeno 04.06.2023.)



## Popis ilustracija

### Tablice

TABLICA 1 RAZLIKE IZMEĐU DUŽNIČKOG I VLASNIČKOG FINANCIRANJA ....	7
TABLICA 2. KARAKTERISTIKE OPERATIVNOG I FINANCIJSKOG LEASINGA ..	14
TABLICA 3. PROMJENA KAPITALA VALAMAR RIVIERE D.D. ....	39
TABLICA 4. KAPITALNA STRUKTURA .....	40
TABLICA 5. FINANCIJSKA STRUKTURA VALAMAR RIVIERA D.D. ....	41
TABLICA 6. POKAZATELJI ZADUŽENOSTI PODUZEĆA VALAMAR RIVIERA D.D. .....	41
TABLICA 7. POKAZATELJI USPJEŠNOSTI POSLOVANJA VALAMAR RIVIERA D.D.....	43
TABLICA 8. STRUKTURA DUGOROČNIH OBVEZA VALAMAR RIVIERE D.D. ...	44

### Grafikoni

GRAFIKON 1 VLASNIČKA STRUKTURA VALAMAR RIVIERA D.D. ....	35
--	----

### Slike

SLIKA 1 KRETANJE CIJENE DIONICE VALAMAR RIVIERA U ZADNJIH PET GODINA.....	36
SLIKA 2 EFEKTIVNE KAMATNE STOPE NA DUGOROČNE OBVEZE VALAMAR RIVIERA .....	37
SLIKA 3 DOSPIJEĆE DUGOROČNIH POSUDBI VALAMAR RIVIERE .....	38