

# Analiza financijskih izvještaja skupnim pokazateljem Z-scorom

---

Šipek, Kristina

Master's thesis / Diplomski rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:871915>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-14**



Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)





**Sveučilište  
Sjever**

**Diplomski rad 028/OMIL/2019**

**Analiza financijskih izvještaja skupnim pokazateljem  
Z-scorom**

**Kristina Šipek, 0610/336D**

Koprivnica, rujan 2019. godine

# Prijava diplomskog rada

## Definiranje teme diplomskog rada i povjerenstva

ODJEL	Odjel za logistiku i održivu mobilnost		
STUDIJ	diplomski sveučilišni studij Održiva mobilnost i logistika		
PRISTUPNIK	Kristina Šipek	MATIČNI BROJ	0610/336D
DATUM	09.09.2019.	KOLEGIJ	Poslovna analiza
NASLOV RADA	Analiza financijskih izvještaja skupnim pokazateljem Z-scorom		
NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU	Analysis of the financial statements using the Z-score aggregate indicator		

MENTOR	dr.sc. Vlasta Roška	ZVANJE	docent
ČLANOVI POVJERENSTVA	1. izv.prof. Krešimir Buntak, predsjednik		
	2. doc.dr.sc. Vlasta Roška, mentor - član		
	3. doc.dr.sc. Igor Klopotan - član		
	4. doc.dr.sc. Ana Globočnik Žunac - zamjenski član		
	5.		

## Zadatak diplomskog rada

BROJ	028/OMIL/2019
OPIS	

Analiza financijskih izvještaja jedan je od osnovnih alata menadžmenta u procesu donošenja odluka. Sintetički pokazatelji nastali su kako bi se dobila cjelokupna slika poslovanja promatranjem svih pokazatelja povezano i međuzavisno. Jedan od skupnih ili sintetičkih pokazatelja je i Altmanov Z-score. Z-score nastao je na američkom tržištu i prilagođen je američkim uvjetima poslovanja, međutim jedan je od najprihvaćenijih pokazatelja za predviđanja poteškoća u poslovanju.

U diplomskom radu potrebno je na primjeru financijskih izvještaja trgovačkih društava koja obavljaju djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 4 godina:

-napraviti izračun Z-scora

-komparacijom svih dobivenih rezultata kritički objasniti poslovanje tih društava na Zagrebačkoj burzi  
-kritički ocijeniti temeljem dobivenih rezultata i usporedbom s rezultatom poslovne godine, može li se koristiti skupni pokazatelj Z score za predviđanje poteškoća u poslovanju hrvatskih društava.

ZADATAK URUČEN

11.09.2019

POTPIS MENTORA

SVEUČILIŠTE  
SJEVER





**Sveučilište  
Sjever**

**Odjel za Održivu mobilnost i logistiku**

**Diplomski rad 028/OMIL/2019**

**Analiza financijskih izvještaja skupnim pokazateljem  
Z-scorom**

**Student**

Kristina Šipek, 0610/336D

**Mentor**

doc. dr. sc. Vlasta Roška

Koprivnica, rujan 2019. godine



## **Predgovor**

Zahvaljujem se doc. dr. sc. Vlasti Roški na mentorstvu, strpljenju, razumijevanju i pruženoj stručnoj pomoći tijekom izrade ovog rada.

Zahvaljujem se svojoj obitelji i prijateljima na razumijevanju, podršci i pomoći tijekom cijelog studiranja i izrade ovog rada.

## Sažetak

Altman, profesor na sveučilištu u New Yorku, analizirajući 66 poduzeća na temelju 22 kriterija, koji su podijeljeni u pet kategorija, izumio je Z-score formulu za predviđanje stečaja. Z-score model pokazao je točnost od 82% do 94% . Postoje tri Z-score modela. Z-score model osmišljen je za poduzeća koja kotiraju na burzi, A model Z prilagođen je privatnim poduzećima, a B model Z je prilagođen neproizvodnim poduzećima zbog razlike između djelatnosti.

Predmet rada bila je analiza financijskih izvještaja poduzeća koja obavljaju djelatnosti pružanja smještaja te pripremanja i usluživanja hrane i prikazati izračun Z-score modela za ista poduzeća i za ukupan sektor. Također, prikazana je usporedba dobiti ili gubitka razdoblja sa dobivenim Z-scorom poduzeća te se pokazalo kako je promatrani sektor prezadužen što rezultira nemogućnošću potvrđivanja postavljene hipoteze da Z-score može predvidjeti poteškoće u poslovanju poduzeća u Hrvatskoj.

**Ključne riječi:** Altmanov Z-score model, analiza, financijski izvještaji, kriza, stečaj

## Summary

Professor Altman of the University of New York invented the Z-score formula for predicting bankruptcy by analyzing sixty-six companies under twenty-two sets of criteria, and which are divided into five categories. The Z-score proved efficient in 82% to 94% and there are three types of the model. It is designed to be used for companies which are listed on the stock market. The A model Z is made for private companies, while B model Z is made for non-production companies, because of the variety in activities.

The subject of the paper is the analysis of financial reports and the calculation of the Z-score models for companies whose work includes providing accommodation and serving and preparing food. Z-score models are also calculated for the whole sector. Further, a comparison of profit or loss is also shown for the companies with the obtained Z-score. The conclusion is that the observed sector is overly-indebted, which results in the inability to confirm the hypothesis that the Z-score can predict difficulty in conducting business for Croatian companies.

**Key Words:** Altman's Z-score, analysis, financial reports, crisis, bankruptcy

## **Popis korištenih kratica**

AVR - Uplaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi

BDP- Bruto domaći proizvod

d.d. - Dioničko društvo

EBIT – Dobiti prije oporezivanja i kamata (*eng. Earnings before interest and taxes*)

FINA- Financijska agencija

HTP – Hotelsko turističko poduzeće

PVR – Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja



# Sadržaj

1.	Uvod.....	1
1.1.	Predmet i cilj rada .....	1
1.2.	Metode korištene u radu .....	1
1.3.	Hipoteza rada.....	1
1.4.	Struktura rada .....	2
2.	Financijski izvještaji .....	3
2.1.	Bilanca.....	3
2.1.1.	Imovina .....	5
2.1.2.	Kapital i obveze .....	6
2.1.3.	Vrste bilance .....	7
2.2.	Račun dobiti i gubitka .....	7
2.2.1.	Prihodi i rashodi .....	8
2.2.2.	Dobit prije oporezivanja.....	9
2.2.3.	Porez na dobit .....	10
2.2.4.	Dobit poslije oporezivanja .....	11
2.3.	Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti .....	12
2.4.	Izvještaj o promjenama kapitala (glavnice) .....	12
2.5.	Izvještaj o novčanom tijeku.....	13
2.6.	Bilješke uz financijske izvještaje .....	14
3.	Kriza.....	15
3.1.	Svjetska kriza .....	15
3.2.	Kriza u Hrvatskoj .....	16
3.3.	Utjecaj krize na poduzeće.....	16
4.	Stečaj.....	18
4.1.	Predstečajni postupak .....	19
4.2.	Troškovi stečajnog postupka .....	19
5.	Altmanov Z-score model .....	21
5.1.	Povijest .....	21
5.2.	Izračun .....	21
5.3.	Značenje pokazatelja .....	22
5.4.	A model Z.....	24
5.5.	B model Z.....	24
6.	Izračun Altmanovog Z-score modela na primjerima poduzeća .....	25
6.1.	Hoteli Brela d.d. ....	25
6.2.	Hoteli Haludovo Malinska d.d. ....	27
6.3.	Imperial Riviera d.d.....	28
6.4.	Hoteli Jadran d.d. ....	30
6.5.	Hoteli Maestral d.d.....	32
6.6.	Medora hoteli i ljetovališta d.d.....	34

6.7. Hoteli Tučepi d.d. ....	35
6.8. HTP Korčula d.d. ....	37
6.9. HTP Orebić d.d. ....	39
6.10. Hoteli Zlatni rat d.d. ....	40
6.11. Hoteli Živogošće d.d. ....	42
6.12. Ilirija d.d. ....	44
6.13. Jelsa d.d. ....	46
6.14. Liburnia Riviera Hoteli d.d. ....	47
6.15. Maistra d.d. ....	49
6.16. Olympia Vodice d.d. ....	50
6.17. Plava laguna d.d. ....	52
6.18. Palace hotel Zagreb d.d. ....	54
6.19. Valamar Riviera d.d. ....	55
6.20. Solaris d.d. ....	57
6.21. Turisthotel d.d. ....	59
6.22. Arena Hospitality Group d.d. ....	60
7. Sektor pružanja usluga smještaja, pripreme i usluživanja hrane .....	63
7.1. Usluge smještaja.....	63
7.2. Djelatnosti pripreme i usluživanje hrane i pića.....	63
7.3. Altmanov Z-score model za ukupan sektor pružanja usluga smještaja, pripreme i usluživanja hrane .....	64
8. Usporedba dobiti ili gubitka razdoblja i Z-score .....	66
9. Zaključak.....	70
10. Literatura.....	73
Popis slika .....	78
Popis tablica.....	78
Popis grafikona .....	79
Popis priloga .....	80

# 1. Uvod

Zahvaljujući prirodnim ljepotama i Jadranskom moru, turizam je jedna od najvažnijih gospodarskih grana u Hrvatskoj. Unutar grane turizma, ekonomska najznačajnija djelatnost je hotelijerstvo koja se stalno razvija i unapređuje. Hotelijerstvo je grana koja zapošljava daleko više djelatnika i stvara više prihoda od drugih turističkih smještaja. Iako se stalno razvija, većina investicija usmjerena je na obnovu postojećih hotela jer za izgradnju novih potrebna su velika kapitalna ulaganja. Zbog toga se hotelijerstvo smatra da je kapitalno intenzivna, ali nisko akumulativna djelatnost.

## 1.1. Predmet i cilj rada

Predmet ovog rada je napraviti poslovnu analizu na temelju Altmanovog Z-score modela na primjerima poduzeća tj. temeljem njihovih financijskih izvještaja.

Kao primjer uzeta su poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi i obavljaju djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Promatrane su četiri godine u razdoblju od 2015. do 2018. godine.

Cilj rada je utvrditi da li Altmanov Z-score model stvarno daje uvid u poslovanje poduzeća i njegove probleme te da li predviđa stečaj poduzeća.

## 1.2. Metode korištene u radu

Za izradu ovog rada, podaci su se prikupljali proučavanjem različite stručne literature, pregledavale su se internetske stranice i članci te su se pregledavali i analizirali financijski izvještaji. Također, za izračune i grafičko prikazivanje koristio se program Microsoft Office Excel.

Metode korištene u radu su metoda indukcije, metoda dedukcije, metoda dokazivanja i metoda kompilacije.

## 1.3. Hipoteza rada

Kako bi se dokazalo da Z-score stvarno može predvidjeti stečaj, te da turizam u Hrvatskoj ima mogućnost daljnjeg razvoja i napredovanja postavlja se hipoteza rada koja glasi: „*Altmanov Z-score model omogućava predviđanje poteškoća u poslovanju i u hrvatskom gospodarstvu.*“

## 1.4. Struktura rada

Rad se sastoji od devet poglavlja. Prvo poglavlje je uvod u kojem su definirani predmet, svrha i cilj rada, postavljena je hipoteza i dan je kratak pregled rada.

U drugom poglavlju definirani su temeljni financijski izvještaji, navedeni su i opisani svaki od njih s obzirom da će se kasnije analizirati.

U trećem poglavlju kratko je objašnjena kriza. Kratko je objašnjen početak krize u SAD-u, ali i u svijetu. Također objašnjena je kako je kriza djelovala na Hrvatsku, te koje su posljedice.

U četvrtom poglavlju radi lakšeg razumijevanja same teme rada, objašnjen je stečaj, točnije što je stečaj, kada nastaje, što je predstečajni postupak, te koji su troškovi stečajnog postupka.

U petom poglavlju pojašnjen je Altmanov Z-score model, kako i zašto je nastao te koji su i što znače njegovi pokazatelji. Također, pojašnjena su i dva novija modela, a to su A model Z i B model Z.

U šestom poglavlju prikazani su rezultati Z-score modela za svako društvo koje se bavi djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. U radu su prikazani rezultati za četiri godine, a izračun je napravljen u Microsoft Office Excel-u. Rezultati su prikazani u tablici i grafički.

U sedmom poglavlju opširnije je objašnjen sam sektor i također je dati tablični i grafički prikaz Z-score modela sa isti sektor.

U osmom poglavlju prikazana je usporedba dobiti ili gubitka razdoblja sa dobivenim Z-scorom poduzeća.

Deveto poglavlje je zaključak u kojem su ukratko iznesene glavne informacije rada te je objašnjena hipoteza rada, tj. pojašnjeno je da li je prihvaćena ili odbačena i zašto.

## 2. Financijski izvještaji

Temeljni financijski izvještaji pružaju informacije o resursima u poduzeću, izvorima tih resursa, učincima raznih transakcija i o događajima na tim resursima. Također, daju informacije o financijskoj uspješnosti poduzeća. Financijski izvještaji mogu biti izvještaji stanja, koji prikazuju stanje i izvor resursa u određenom trenutku u poduzeću, ili mogu biti izvještaji tijeka, koji pokrivaju određeno razdoblje.

Obveza svakog poduzetnika je sastavljanje i prezentiranje temeljnih financijskih izvještaja. Svrha sastavljanja financijskih izvještaja je pružanje informacija o financijskom položaju, uspješnosti i novčanom tijeku poduzeća. Informacije dobivene iz tih izvještaja se koriste u širokom krugu korisnika, od vlasnika, menadžera i radnika pa do države i pomažu kod donošenja ekonomske odluke. Da bi pružili kvalitetne podatke i informacije korisnicima te predstavili zaokruženu cjelinu, financijske izvještaje potrebno je promatrati zajedno.

Prema Međunarodnom računovodstvenom standardu 1 i Zakonu o računovodstvu, godišnji financijski izvještaji su (Miko i Kukec, 2008):

- bilanca
- račun dobiti i gubitka
- izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti
- izvještaj o promjenama glavnice
- izvještaj o novčanom tijeku
- bilješke uz financijske izvještaje.

### 2.1. Bilanca

Bilanca je sustavni pregled imovine, kapitala i obveza na određeni datum. To znači, da na određeni dan, kada se ona sastavlja, daje potpuni pregled imovine, kapitala i obveza poduzeća. Važnost bilance očituje se iz informacija koje se mogu iz nje dobiti. Analizom bilance sagledava se financijski sastav poduzeća, likvidnost poslovanja<sup>1</sup>, solventnost<sup>2</sup> i sposobnost poslovnog

---

<sup>1</sup> Likvidnost je svojstvo imovine ili njezinih pojedinih dijelova da se mogu pretvoriti u gotovinu dostatnu za pokriće preuzetih obveza.

subjekta da se prilagodi promjenama koje nastaju u njegovom okruženju. Bilanca je statička i pokazuje trenutno stanje te se sastoji od dva osnovna dijela, a to su aktiva i pasiva. Aktivu čini imovina poslovnog subjekta, a pasivu čine glavnica (kapital) i obveze poslovnog subjekta. Vrlo je važno da su iznosi aktive i pasive jednaki. (Miko i Kukec, 2008)

*Slika 2.1. Najosnovniji prikaz strukture bilance*

AKTIVA	PASIVA
Stalna imovina	Kapital
Tekuća imovina	Dugoročne obveze
	Kratkoročne obveze

Izvor: Autorski rad, prema Miko L., Kukec S.K. (2008.) Računovodstvo

Slika 2.1. prikazuje najosnovniji prikaz bilance. Aktiva se dijeli na stalnu i tekuću imovinu, a pasiva na kapital, dugoročne i kratkoročne obveze.

U aktivi bilance prikazuje se cjelokupna imovina, s jedne strane je to potencijalna financijska snaga poduzeća, a s druge je to izgubljena imovina koja predstavlja smanjenje financijske snage. Aktiva se sastoji od slijedećeg (Miko i Kukec, 2008):

- A. Potraživanja za upisani, a neuplaćeni kapital
- B. Dugotrajna imovina
- C. Kratkotrajna imovina
- D. Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i nedospjela naplata prihoda (AVR)
- E. Ukupna aktiva
- F. Izvanbilančni zapisi

---

<sup>2</sup> Solventnost je sposobnost poduzeća da u roku udovolji svojim obvezama tj. da novčanim sredstvima podmiri u roku svoje novčane obveze.

U pasivi bilance nalaze se glavnica ili kapital i obveze poslovnog subjekta. Obveze poduzeća su dužnost da se postupi na određen način. Kada se zbroje sve obveze koje poslovni subjekt ima i odbiju od cjelokupne imovine dobije se glavnica ili kapitala, stoga se definira kao ostatak imovine poslovnog subjekta nakon odbitka svih obveza koje ima poduzeće. Pasiva se sastoji od slijedećeg (Miko i Kukec, 2008):

- A. Kapital i rezerve
- B. Rezerviranja
- C. Dugoročne obveze
- D. Kratkoročne obveze
- E. Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja (PVR)
- F. Ukupna pasiva
- G. Izvanbilančni zapisi.

### **2.1.1. Imovina**

Imovina je skup svih ekonomskih resursa kojima neko poduzeće upravlja u ostvarivanju svoje primarne djelatnosti. U resurse ubrajamo: opremu, novac, zgrade, zalihe robe, energiju i ostalo. U skladu s računovodstvenim propisima u bilanci se označavaju samo oni resursi koji zadovoljavaju određene uvjete. Drugim riječima, za ocjenu financijskog položaja u bilanci se prikazuju samo oni oblici imovine koje posjeduje poduzeće odnosno koje je u njihovom vlasništvu i kontroli. Posuđena, iznajmljena imovina od drugih poslovnih subjekata neće biti prikazana u bilanci već u bilanci subjekta od kojeg je posuđena. Jako je važno istaknuti da se imovina u bilanci ne prikazuje po tržišnim vrijednostima, već se bilježi prilikom nabave po nabavnoj vrijednosti. (Lončar ,2016.)

Imovina se svrstava u dva osnovna oblika, a to su (Lončar ,2016.):

- materijalna imovina
- nematerijalna imovina.

Materijalna imovina je sve imovina koja ima fizički oblik (zgrade, postrojenja,...), dok je nematerijalna imovina ona koja nije vidljiva, ali pridonosi ostvarivanju poslovnog projekta (patenti, licence, softveri,...).

Osim toga, imovina se i dalje dijeli i to prema funkciji koju obavlja, točnije dijeli se na (Lončar ,2016.):

- kratkotrajnu imovinu
- dugotrajnu imovinu.

Kratkotrajnu imovinu čini sve ono za što se očekuje da će se pretvoriti u novčani oblik u vremenu kraćem od jedne godine. Novac je uvijek kratkotrajna imovina. Tu se ubraja i gotovina u blagajni, novac na žiru računu, deviznom računu, izdvojena novčana sredstva za isplatu čekova kao i sva ostala novčana sredstva u banci.

U dugotrajnu materijalnu imovinu se ubrajaju zemljišta i šume, građevinski objekti, postrojenja i oprema, alati, namještaj, uredski i pogonski inventar, transportna sredstva, stambene zgrade te stanove. (Lončar ,2016.)

### **2.1.2. Kapital i obveze**

Kapital čini ostatak imovine nakon što se oduzmu obveze. Njegov temelj se sastoji od onog što vlasnik uloži u poduzeće. Također, kapital predstavlja razliku vrijednosti ukupne imovine i ukupne vrijednosti obveza. Kapital se kroz određeno vremensko razdoblje može povećati ili smanjiti. Povećanje kapitala rezultat je uspješnog poslovanja kojeg karakterizira zadržavanje određenih zarada tj. profita. Smanjenje kapitala posljedica je povlačenja novca i druge imovine iz poduzeća od strane vlasnika. (Lončar ,2016.)

Ovisno o tome tko je uložio imovinu u poduzeće (vlasnik ili netko drugi), izvore imovine dijelimo prema vlasništvu i to na (Lončar ,2016.):

- kapital (vlastiti izvori)
- obveze (tuđi izvori).

Obveze su postojeći dug poduzeća koji je posljedica prošlih događaja, a za njihovo podmirenje se očekuje smanjenje resursa koji ostvaruju ekonomske koristi. Obveze se dijele na (Lončar ,2016.):

- kratkoročne obveze
- dugoročne obveze.

Kratkoročne obveze je potrebno podmiriti u kraćem roku (kraće od godine dana). Tu spadaju najčešće obveze prema dobavljačima za robu, proizvode, repromaterijal i sl.

Dugoročne obveze dospijevaju na naplatu u roku duljem od jedne godine, a to mogu biti obveze za dugoročne kredite banaka i drugih financijskih institucija i sl. (Lončar ,2016.)



### **2.1.3. Vrste bilance**

Ovisno o vremenu, formi i razlogu sastavljanja bilance, razlikuje se nekoliko vrsta bilanci (Lončar, 2016.):

- početna bilanca: ona koja se sastavlja na početku poslovanja poduzeća. Zaključna bilanca također može biti i početna kada se radi o početku novog obračunskog razdoblja.
- Pokusna bilanca: sastavlja se radi kontrole i provjere ispravnosti provedenih knjiženja. Najčešće se sastavlja jednom mjesečno, a obavezna je prije sastavljanja i prezentiranja bilo koje navedene vrste.
- Konsolidirana bilanca: sastavlja se na razini složenih poduzeća, a cilj joj je prikazati sustav složenih poduzeća kao cjelinu.
- Zbrojna bilanca: sastavlja se na razini složenih poduzeća, ali se ovdje ne pribrajaju međusobni odnosi, već se jednostavno zbrajaju istovrsne stavke iz bilanci pojedinih poduzeća.
- Diobena bilanca: sastavlja se prilikom razdvajanja dvaju ili više poduzeća te je osnovna podjela imovine između novonastalih poduzeća.
- Fuzijska bilanca: nastaje kada se dva ili više poduzeća integriraju u jedno. Predstavlja zbroj bilanci integriranih poduzeća.
- Sanacijska bilanca: sastavlja se zbog sanacije poduzeća. Predstavlja osnovu utvrđivanja nastalih gubitaka u poslovanju i mjera za njihovo rješavanje. Ako postupak sanacije ne uspije pokreće se stečajni postupak.
- Stečajna bilanca prikazuje vrijednost imovine u postupku stečaja.

## **2.2. Račun dobiti i gubitka**

Račun dobiti i gubitka je financijski izvještaj koji prikazuje uspješnost poslovanja kroz određeno vremensko razdoblje. Sadrži prikaz svih prihoda i rashoda te ostvarenog financijskog rezultata (Benolić., 2012). Shema računa dobiti i gubitka u Hrvatskoj je propisana Zakonom o računovodstvu, a prikazana je u Tablici 2.1.. U prikazu računu dobiti i gubitka se vodi računa o formalnom izgledu te strukturi prihoda i rashoda. Račun se može prikazati jednostrano ili dvostrano, no zbog preglednosti češće se koristi jednostrano. Prikazuje se dobit (gubitak) za svaku kategoriju. (Miko i Kukec, 2008)

Tablica 2.1. Osnovne pozicije u računu dobiti i gubitka

Poslovni prihodi
Poslovni rashodi
1. Promjene vrijednosti zaliha u tijeku i gotovih proizvoda
2. Materijalni troškovi
3. Troškovi osoblja
4. Amortizacija
5. Ostali troškovi
6. Vrijednosno usklađivanje
7. Rezerviranja
8. Ostali poslovni rashodi
Financijski prihodi
Financijski rashodi
Udio u dobiti od pridruženih poduzetnika
Udio u gubitku od pridruženih poduzetnika
Ukupni prihodi
Ukupni rashodi
Dobit ili gubitak prije oporezivanja
Porez na dobit
Dobit ili gubitak razdoblja

Izvor: Autorski rad, prema:

<https://repositorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A813/datastream/PDF/view>

### 2.2.1. Prihodi i rashodi

Prihodi se definiraju kao povećanje ekonomske koristi tijekom obračunskog razdoblja u obliku priljeva, povećanja imovine ili smanjenja obveza te se dijele u tri osnovne kategorije, a to su : (Miko i Kukec, 2008)

- poslovni prihodi,
- financijski prihodi
- ostali prihodi.

Rashodi se definiraju kao smanjenje ekonomske koristi kroz obračunsko razdoblje u obliku odljeva ili iscrpljenja sredstava i, isto kao i prihodi, dijele se u tri osnovne kategorije, a to su: (Miko i Kukec, 2008)

- poslovni rashodi,
- financijski rashodi
- ostali rashodi.

Vrlo je važno razlikovati prihode i rashode od primitaka i izdataka. Primici se mogu definirati kao primitak novca, koji može biti isti kao i prihod, no u pravilo nije. Povećanje sredstava na žiro računu smatra se primitkom. Suprotno tome su izdaci.

Financijski rezultat odnosi se na razliku ukupnih prihoda i ukupnih rashoda i daje odgovor na pitanje da li je poslovanje rentabilno<sup>3</sup>. Ukoliko su ukupni prihodi veći od ukupnih rashoda ostvarena je dobit što znači da je poslovanje rentabilno, a ukoliko su ukupni prihodi manji od ukupnih rashoda ostvaren je gubitak iz čega slijedi da je poslovanje nerentabilno.

### **2.2.2. Dobit prije oporezivanja**

Potrebno je suočiti isključivo prihode i rashode koji su nastali u istom obračunskom razdoblju. Mali poduzetnici sastavljaju skraćeni račun dobiti i gubitka na slijedeći način: (Miko i Kukec, 2008)

1. prihodi od osnovne djelatnosti
2. rashodi osnovne djelatnosti
3. prihodi od drugih aktivnosti
4. rashodi drugih aktivnosti
5. dobit ili gubitak prije oporezivanja
6. porez na dobit ili gubitak
7. dobit ili gubitak financijske godine.

---

<sup>3</sup> Rentabilnost je ekonomsko mjerilo uspješnosti poslovanja.

### 2.2.3. Porez na dobit

Prema Zakonu o porezu na dobit, porez se do 2016. godine obračunava i plaća po jedinstvenoj stopi od 20% na utvrđenu poreznu osnovicu.<sup>4</sup> Od 1. siječnja 2017. godine, porezna stopa po kojoj se oporezuje dobit u Hrvatskoj je 12% za tvrtke čiji je prihod manji od 3 milijuna kuna (3.000.000,00 kn) i 18% za tvrtke s prihodom većim od 3 milijuna kuna (3.000.000,01 kn).

Faktori koji mogu povećati poreznu osnovicu su (Porezna uprava, 2016.):

- svota amortizacije
- 50% troškova reprezentacije (ugošćenja, darovi s ili bez utisnutog znaka tvrtke ili proizvođača, troškovi odmora, sporta, ...) u visini troškova nastalih iz poslovnog odnosa s poslovnim partnerom,
- 50% troškova, osim troškova osiguranja i kamata, koji su nastali u svezi s vlastitim ili unajmljenim motornim vozilima i drugim sredstvima za osobni prijevoz rukovodnih i drugih zaposlenih osoba, ako se na osnovi korištenja sredstava za osobni prijevoz ne utvrđuje plaća,
- vrijednosna usklađenja zaliha
- troškovi prisilne naplate poreza ili drugih davanja,
- kazne koje izriče mjerodavno tijelo,
- zatezne kamate između povezanih osoba,
- ...

Faktori koji umanjuju poreznu osnovicu su (Porezna uprava, 2016.):

- prihodi od dividendi i udjela u dobiti,
- prihodi od vrijednosnih usklađenja dionica i udjela (nerealizirani dobiti) ako su bili uključeni u poreznu osnovicu,
- prihodi od naplaćenih otpisanih potraživanja koja su u prethodnim poreznim razdobljima bila uključena u poreznu osnovicu, a nisu isključena iz porezne osnovice kao porezno priznati rashod,
- rashodi ranijih razdoblja koji su bili uključeni u poreznu osnovicu,
- svota amortizacije koja nije bila porezno priznata u ranijim razdobljima,

---

<sup>4</sup> Porezna osnovica je iznos dobiti uvećana i umanjena prema odredbama Zakona o porezu na dobit

- iznos smanjenja porezne osnovice zbog promjene metode utvrđivanja porezne osnovice (obveznik poreza na dohodak koji postaje obveznikom poreza na dobit),
- državna potpora za obrazovanje i izobrazbu,
- državna potpora za istraživačko razvojne projekte.

Ukoliko se utvrdi negativna porezna osnovica tada je porezni obveznik ostvario porezni gubitak koje prenosi i njime umanjuje poreznu osnovicu u idućem poreznom razdoblju. Porezni gubitak moguće je prenijeti u iduće porezno razdoblje najviše 5 godina. (Miko i Kukec, 2008)

#### **2.2.4. Dobit poslije oporezivanja**

Dobit poslije oporezivanja određuje se tako da se utvrđena dobit umanjuje za iznos poreza na dobit. Nakon oporezivanja, dobit postaje vlastiti kapital poslovnog subjekta. Dobit se može isplatiti vlasnicima u obliku dividendi ili može ostati u poduzeću za daljnje korištenje. (Miko i Kukec, 2008)

*Slika 2.2. Način utvrđivanja dobiti poslije oporezivanja*

Prihodi - Rashodi + Faktori koji uvećavaju dobit - Faktori koji smanjuju dobit = Porezna osnovica (Dobit prije oporezivanja) - Porez na dobit (Porezna osnovica * 12% ili 18%) = Dobit poslije oporezivanja
---

Izvor: Autorski rad, prema: Miko L., Kukec S.K. (2008.) Računovodstvo

Slika 2.2. Prikazuje utvrđivanje dobiti poslije oporezivanja. Dobit poslije oporezivanja računa se tako da se od prihoda oduzmu rashodi, dodaju i oduzmu faktori koji uvećavaju i smanjuju dobit. Rezultat je porezna osnovica ili dobit prije oporezivanja. Na poreznu osnovicu oduzima se porez na dobit, a rezultat je dobit poslije oporezivanja.

### **2.3. Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti**

Pojam sveobuhvatne dobiti dijeli se na dobit ili gubitak kao rezultat aktivnosti menadžmenta (raspodjeljiva dobit) i na ostalu sveobuhvatnu dobit kao rezultat ekonomskih uvjeta poslovanja (neraspodjeljivi dio).

Veliki poduzetnici i oni poduzetnici čije su dionice uvrštene ili se obavlja priprema za uvrštenje na službeno tržište vrijednosnih papira dužni su sastaviti i izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti. Izvještaj se sastavlja kao dopuna Računu dobiti i gubitka s ciljem da se pokaže dobiti koja je posljedica posebnih procjena pojedinih pozicija financijskih izvještaja, a ne rezultat uobičajenih poslovnih transakcija nekog poduzeća ili društva. (Čikeš, 2016)

U sklopu Izvještaja o sveobuhvatnoj dobiti nalaze se dva izvještaja:

- Izvještaj o dobiti koji pokazuje komponente dobiti ili gubitka
- izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti koji počinje stavkom dobiti ili gubitka.

Od početka 2010. godine svi prihodi i rashodi se razvrstavaju u četiri skupine aktivnosti i iskazuju u Izvještaju o sveobuhvatnoj dobiti:

- poslovne aktivnosti
- financijske aktivnosti
- udjel u dobiti, odnosno gubitku od pridruženih poduzetnika
- ostale aktivnosti.

### **2.4. Izvještaj o promjenama kapitala (glavnice)**

Izvještaj o promjenama kapitala sastavlja se za razdoblje između dva datuma odnosno za jedno obračunsko razdoblje. Svrha sastavljanja ovog izvještaja je prikazati promjene kapitala (povećanje ili smanjenje) koje su se dogodile tokom jednog obračunskog razdoblja te sve transakcije koje su utjecale na promjenu pojedine pozicije kapitala.

Prema navedenome, kapital se dijeli na:

- I. Upisani kapital
  - II. Premije na emitirane dionice (kapitalni dobitak)
  - III. Revalorizacijska rezerva
  - IV. Rezerve
1. Zakonske rezerve
  2. Rezerve za vlastite dionice

3. Statutarne rezerve
4. Ostale rezerve
  - V. Zadržana dobit ili preneseni gubitak
  - VI. Dobit ili gubitak tekuće godine

U ovom izvještaju posebno se moraju prikazati:

- dobit ili gubitak razdoblja
- sve stavke prihoda ili rashoda, dobiti i gubitka koje prema zahtjevima drugih standarda treba direktno priznati u kapital te njihov ukupni iznos
- učinak promjena računovodstvenih politika i ispravke temeljnih pogrešaka
- dodatna ulaganja vlasnika i visina izglasanih dividendi
- iznos zadržane dobiti ili gubitka na početku i na kraju razdoblja te promjene unutar tog razdoblja
- usklađenja svake druge pozicije kapitala, kao npr. premije na dionice i rezerve na početku i na kraju razdoblja uz posebno, pojedinačno prikazivanje takvih promjena.

## **2.5. Izvještaj o novčanom tijeku**

Izvještaj o novčanom tijeku pokazuje izvore pribavljanja i način uporabe novca. Informacija o novčanim tijekovima pomaže korisnicima financijskih izvještaja u pružanju osnove za ocjenjivanje mogućnosti poduzeća da ostvari novac i novčane ekvivalente te potrebe poduzeća da iskoristi te novčane tijekove. (Miko i Kukec, 2008)

U izvještaju o novčanom tijeku pojavljuju se kategorije primitaka i izdataka. Pod primitcima se podrazumijeva primitak novca koji nastaje kada se na žiro računu ili blagajni poslovnog subjekta povećaju novčana sredstva zbog uplate kupaca ili bilo kojom drugom osnovom.

Osnovni pojmovi koji se upotrebljavaju u ovom izvještaju su (Miko i Kukec, 2008):

- novac (obuhvaća novac u blagajni i na računima u bankama)
- novčani ekvivalenti (kratkotrajna visokolikvidna ulaganja koja su vrlo brzo mogu pretvoriti u novac i koja nisu pod značajnim utjecajem rizika promjena vrijednosti)
- novčani tokovi (priljevi i odljevi novca i novčanih ekvivalenata)
- poslovne aktivnosti (glavne aktivnosti koje stvaraju prihod i druge aktivnosti koje određuju rezultat poduzeća, osim financijskih i investicijskih aktivnosti)
- investicijske aktivnosti (vezane su uz stjecanje i otuđivanje dugotrajne imovine i drugih ulaganja koja nisu uključena u novčane ekvivalente)

- financijske aktivnosti (aktivnosti vezane iz financiranje poslovanja i obuhvaćaju promjene vezane uz visinu i strukturu kapitala i obveza).

## 2.6. Bilješke uz financijske izvještaje

Bilješke uz financijske izvještaje predstavljaju detaljniju razradu i dopunu pojedinih stavaka svakog izvještaja (bilance, računa dobiti i gubitka, izvještaja o promjenama kapitala i izvještaj o novčanom tijeku).

Također, Bilješke služe za objavljivanje računovodstvenih politika<sup>5</sup> koja poduzeće sprovodi te njihova objašnjenja. U bilješkama se objavljuju svi dodatni podaci i analize koje nisu vidljive u bilanci, računu dobiti i gubitka, izvještaju o novčanim tijekovima i izvještaju o promjeni kapitala. Ti podaci, zajedno sa podacima drugih izvještaja, osnova su za donošenje poslovnih odluka kako unutarnjih tako i vanjskih korisnika informacija te su propisane Zakonom o računovodstvu i sastavljaju ih svi poduzetnici bez obzira na veličinu. (Miko i Kukec, 2008)

U bilješkama se nalaze slijedeće informacije (Lončar, 2017.):

- naziv i adresa poduzetnika, pravni oblik, država osnivanja
- opis vrste poslovanja poduzetnika i glavne aktivnosti
- informacije o osnovi sastavljanja financijskih izvještaja
- sažetak računovodstvenih politika
- broj i nominalna vrijednost ili knjigovodstvena vrijednost dionica
- broj i nominalna vrijednost dionica svake klase ili knjigovodstvena vrijednost dionica
- postojanje svih potvrda o sudjelujućim interesima, konvertibilnim zadužnicama ili sličnim vrijednosnim papirima, zajedno s podacima o njihovom broju i pravima koja se po njima priznaju
- svote predujmova i kredita odobrenim članovima administrativnih, upravnih i nadzornih tijela poduzetnika, zajedno s podacima o kamatama, stopama, glavnim uvjetima i otplaćenim svotama te obvezama preuzetim u njihovo ime na osnovi bilo kakvih jamstava, prikazanih u ukupnoj svoti za svaku kategoriju.

---

<sup>5</sup> Računovodstvene politike su dio poslovne politike poduzeća.



### 3. Kriza

Ne postoji jedinstvena definicija krize. Kada se govori o krizi u poduzeću može se reći da je kriza negativan događaj koji može nanijeti ozbiljne posljedice, ali i uništiti samo poduzeće. Drugim riječima, kriza označava problematičnu i prijelomnu točku koja je povezana s donošenjem važnih odluka. U poslovnoj ekonomiji, kriza označava stanje koje ugrožava opstanak poduzeća. Također, za krizu se može reći da je situacija koja (Čikeš, 2016.):

- označuje naglu promjenu ili točku preokreta koja dovodi u opasnost ostvarenje ciljeva čime se ugrožava opstanak
- nastaje zbog problema kod upravljanja
- zahtijeva odlučivanje pod vremenskim pritiskom.

Poduzeća koja upadnu u krizu mogu se svrstati u tri kategorije. Prvu kategoriju čine mala poduzeća koja nikad ne ostvare zadovoljavajuću razinu poslovanja. Obično posluju vrlo kratko, te otprilike 50% poduzeća propadne unutar pet godina od osnivanja. U drugu kategoriju spadaju poduzeća koja dovoljno narastu, vrlo često uz spektakularan rast prije nego što propadnu. To su poduzeća koja jednakom brzinom rastu i propadaju. Treću kategoriju čine zrela poduzeća s relativno dugom poviješću poslovanja. Najčešće su nekad bila uspješna i ostvarivala značajan rast, ali postala su troma i gube kontakt s tržištem ili potrebama kupaca. (Čikeš, 2016.)

#### 3.1. Svjetska kriza

21. stoljeće obilježile su dvije velike krize. Obje krize utjecale su na brojna aktivna poduzeća, odnosno poduzeća u stečaju, dok je svjetska financijska kriza koja je započela 2007. godine u SAD-u uzrokovala najteže trenutke svjetske ekonomije. Dolazi do sloma tržišta hipotekarnih kredita, koji su u relativno kratkom roku doveli do sustavne krize i pada opće gospodarske aktivnosti na globalnoj razini. (Mlikotić, 2010.)

Osim u SAD-u kriza se u 2008. godini proširila Japanom i Europom te zahvatila globalno financijsko tržište. Kriza je poprimila dramatične razmjere te dolazi do kreditne kontrakcije, pada vrijednosti na burzama diljem svijeta i kolapsa nekih od najvećih financijskih institucija. Nastojeći ponovno pokrenuti financijski sustav, razvijene zemlje pružile su državna jamstva za štedne depozite i međubankovne posudbe, preuzele rizične plasmane, odobrile fiskalne olakšice, utjecale na visinu kamatne stope te niz drugih mjera. Međutim, turbulencije su se nastavile unutar financijskog sustava i proširile na druge sektore. Razvijene zemlje bile su suočene sa recesijom, a zemlje u razvoju s usporenim gospodarskim rastom. (Benolić., 2012)

### **3.2. Kriza u Hrvatskoj**

Između 1994. i 2008. godine hrvatsko gospodarstvo je iskazalo relativno visoke stope ekonomskog rasta. Jedan od glavnih pokretača rasta nacionalne ekonomije predstavljala je domaća potražnja, koja je u periodu između 2001. i 2008. godine rasla po stopi višoj od šest postotnih poena godišnje. Međutim, krajem 2008. godine svjetska ekonomska kriza zahvatila je i Hrvatsku, na način da je prvo zaustavila gospodarski rast, a zatim je došlo do smanjenja proizvodnje i potrošnje, te naposljetku do pada BDP-a od 5,8%. (Benolić., 2012)

Mjere koje je provela Vlada Republike Hrvatske pokazale su se zakašnjelim i nedovoljnim da bi se izbjegla ozbiljna recesija. Jedna od rijetko uspješnih poteza koje je provela Vlada je to što je podignula iznos jamčenih depozita građana, čime je osigurana stabilnost banaka. Usprkos antirecesijskih mjera Vlade, nepovoljna makroekonomska kretanja dovode do pada BDP-a u 2009. godini. Došlo je i do smanjenja rashoda od 5,4 milijarde kuna uzrokovano rebalansom proračuna. (Čikeš, 2016.)

Kriza se često pokazuje kao alibi političkih struktura. Smatra se da je svjetska kriza kriva za sve poteškoće, stoga zauzimajući takav stav ne može se ni očekivati od malih zemalja, među kojima je i Hrvatska, da prebrode nastale posljedice. (Čikeš, 2016.)

### **3.3. Utjecaj krize na poduzeće**

Posljedice krize mogu biti nova orijentacija, promjena ponašanja pa sve do preispitivanja dosadašnjih ciljeva poduzeća. Krize utječu na unutarnje i vanjske subjekte. Unutarnji subjekti su vlasnici i zaposlenici, dok vanjske subjekte čine razni sudionici kao što su kupci, dobavljači, kreditori, vjerovnici, poslovni partneri i dr. (Bilić, 2017.)

Kriza na vlasnike djeluje na način da im se smanjuje stopa ukamaćivanja vlastitog kapitala. U slučaju velikih gubitaka, mogu izgubiti i dio uloženog kapitala, dok društva s osobnom odgovornošću mogu izgubiti i privatnu imovinu. Ukoliko je vlasnik i istovremeno zaposlenik u svom poduzeću može izgubiti radno mjesto.

Na zaposlenike kriza utječe na način da potpuno promijeni orijentaciju koja utječe na njihovu egzistenciju. (Bilić, 2017.)

Poslovne partnere kriza dovodi pred preispitivanje vlastitih ciljeva, a mogu biti i egzistencijalno ugroženi. Posljedice krize mogu stvarati i kriznu situaciju za davatelja kapitala.

Kriza dobavljačima stvara zastoje u plaćanjima (gubitak), a može značiti i gubitak kupaca što ujedno dovodi do poslovne krize.

Konkurencija može profitirati, ali i može osjetiti negativne posljedice ukoliko kriza zahvati cijelu granu.

Kriza ne zaobilazi ni regionalne i državne institucije koje krizu mogu osjetiti kroz izostanak plaćanja poreza, porast nezaposlenosti itd. (Bilić, 2017.)

## 4. Stečaj

Stečaj je poseban izvanparnični sudski postupak koji se provodi radi skupnog namirenja svih vjerovnika stečajnog dužnika i to unovčenje njegove imovine i podjelom prikupljenih sredstava vjerovnicima. Najčešći rezultat je prestanak postojanja stečajnog dužnika pravne osobe. Stečajni dužnik može biti pravna osoba i dužnik pojedinac tj. fizička osoba (obveznik poreza na dohodak od samostalne djelatnosti i fizička osoba obveznik poreza na dobit). (Psc, 2017.)

Stečajni razlozi su nesposobnost za plaćanje i prezaduženost te ukoliko ako dužnik ne može trajnije ispunjavati svoje dospjele novčane obveze. Dužnik se smatra nesposobnim za plaćanje ako (Psc, 2017.):

- u Očevidniku redoslijeda osnova za plaćanje koji vodi FINA ima jednu ili više evidentiranih neizvršenih osnova za plaćanje u razdoblju dužem od 60 dana koje je trebalo, bez daljnjeg pristanka dužnika naplatiti sa bilo kojeg njegovog računa
- nije isplatio tri uzastopne plaće koje radniku pripadaju, a propisano je ugovorom o radu, pravilniku ili nekim drugim aktom.

Stečajni postupak se pokreće podnošenjem prijedloga stvarno ili mjesno nadležnom trgovačkom sudu na obrascu. Stečaj može pokrenuti (Psc, 2017.):

- vjerovnik protiv dužnika pravne osobe
- dužnik
- dužnik pojedinac osobno.

Fina je dužna podnijeti prijedlog za otvaranje stečajnog postupka ako pravna osoba u Očevidniku redoslijeda za plaćanje ima evidentirane neizvršene osnove za plaćanje u neprekinutom razdoblju od 120 dana, u roku od osam dana od isteka toga razdoblja, osim ako su ispunjene pretpostavke za provedbu skraćenog stečajnog postupka. (Psc, 2017.)

Skraćeni stečajni postupak provodi sud ako su ispunjenje slijedeće pretpostavke (Psc, 2017.):

- ako nema zaposlenih
- ako nisu ispunjene pretpostavke za pokretanje drugog postupka radi brisanja iz sudskog registra
- ako u Očevidniku redoslijeda za plaćanje ima evidentirane neizvršene osnove za plaćanje u neprekinutom razdoblju od 120 dana.

## **4.1. Predstečajni postupak**

Predstečajni postupak je posebna vrsta izvanparničnog postupka koje se provodi radi uređivanja pravnog položaja dužnika i njegova odnosa prema vjerovnicima i održavanje njegove djelatnosti. Postupak se može otvoriti ako sud utvrdi postojanje nesposobnosti za plaćanje. Prijeteća nesposobnost postoji ako sud stekne uvjerenje da dužnik svoje obveze neće moći ispuniti po njihovom dospijeću. (Psc, 2017.)

Predstečajni postupak se može provesti nad pravnom osobom i nad imovinom dužnika, a u postupku je isključivo nadležan trgovački sud na čijem području se nalazi dužnik. Postupak je hitan te je Zakonom određeno da se predstečajni postupak mora izvršiti u roku od 120 dana od dana podnošenja prijedloga. Iznimno, sud na prijedlog dužnika može dopustiti produženje roka za daljnjih 90 dana ako smatra da bi bilo korisno za sklapanje predstečajnog sporazuma.

Predstečajni postupak ne utječe na: (Psc, 2017.)

- tražbine radnika i prijašnjih dužnikovih zaposlenika iz radnog odnosa
- mjere osiguranja u kaznenom postupku
- porezne postupke utvrđivanja zlouporabe prava.

## **4.2. Troškovi stečajnog postupka**

Vrijeme trajanja i troškovi stečaja ne mogu se unaprijed procijeniti jer ovise u nizu faktora koji se odnose na stečajnog dužnika i sam postupak. U troškove stečaja ulaze: (Psc, 2017.)

- sudski troškovi stečaja
- tražbine neisplaćenih plaća radnika utvrđenih u stečajnom postupku koje su veće od tri neisplaćene minimalne plaće u Hrvatskoj
- nagrade i izdaci privremenog i stečajnog upravitelja te članova odbora vjerovnika
- drugi troškovi za koje je Zakonom određeno da se moraju podmiriti kao troškovi stečajnog postupka.

Svaki vjerovnik u stečajnom postupku snosi svoje troškove, dok će se troškovi suda i drugih tijela namiriti iz izvora propisanih zakonom. Troškovi postupka mogu se namiriti iz imovine stečajnog dužnika. Za namirenje mogu se koristiti novčana sredstva koja su prikupljena unovčenjem imovine stečajnog dužnika, kao i novčana sredstva koja su za tu svrhu prikupljena prije otvaranja stečajnog postupka. (Psc, 2017.)

Podnositelj prijedloga za otvaranje stečajnog postupka dužan je po nalogu suda u roku od osam dana platiti iznos predujma koji ne može biti viši od 20.000,00 kuna. Ukoliko se troškovi postupka ne mogu namiriti iz dužnikove imovine, na svakom sudu osniva se Fond za namirenje troškova stečajnog postupka. Sredstva za Fond osiguravaju se iz sredstava pribavljenih na temelju zakona. Podnositelj prijedloga za otvaranje stečajnog postupka dužan je uplatiti predujam od 1.000,00 kuna u Fond. (Psc, 2017.)

## 5. Altmanov Z-score model

Altmanov Z-score model je skupni pokazatelj koji predviđa stečaj poduzeća u roku jedne ili dvije godine. Nastao je 1968. godine od strane profesora Edwarda I. Altmana po kojem je i model dobio ime. Model služi za procjenu opasnosti od stečaja te je jedan od najpoznatijih modela. (Čikeš, 2016)

### 5.1. Povijest

Edward I. Altman, profesor sveučilišta u New Yorku, analizirao je 66 poduzeća među kojima je 50% njih predalo papire za stečaj u razdoblju od 1946. i 1965. godine. Drugim riječima, Altman je koristio parove poduzeća tj. za svako društvo u stečaju tražio je njegov par koji nije u poteškoćama. Analizu je sprovodio na temelju 22 kriterija, koji su kasnije podijeljeni u pet kategorija, likvidnosti, solventnosti, profitabilnosti, moći i aktivnosti. 1968. godine izumio je Z-score formulu za predviđanje stečaja. (Čikeš, 2016.)

U razdoblju između 1969. i 1975. godine analizirao je 86 poduzeća, od 1976. do 1995. godine 110 poduzeća, a u razdoblju od jedne godine (od 1995. do 1996. godine) analizirao je 120 poduzeća pomoću Z-score modela. Tom analizom Z-score model pokazao se od 82% do 94% točan. (Čikeš, 2016.)

### 5.2. Izračun

Prilikom primjene Z-score modela važno je imati na umu kako su pokazatelji i navedene usporedne veličine rezultat istraživanja američkog gospodarstva sedamdesetih godina prošlog stoljeća. Stoga je napravljena prilagodba sa temelju podataka o hrvatskim poduzećima. (Čikeš, 2016.)

Altmanov Z-score model računa se na slijedeći način:

$$Z \text{ score} = 1,2 x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 1,0 x_5$$

Pri čemu je:

$$x_1 = \frac{\text{Radni kapital}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Radni kapital<sup>6</sup> = tekuća aktiva – tekuća pasiva = (kratkotrajna imovina + AVR) – (kratkoročne obveze + PVR)

$$x_2 = \frac{\text{Zadržana dobit}}{\text{Ukupna imovina}}$$

$$x_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ukupna imovina}}$$

EBIT= neto dobit + troškovi kamata + troškovi oporezivanja

$$x_4 = \frac{\text{Tržišna vrijednost glavnice}}{\text{Ukupne obveze}}$$

Tržišna vrijednost glavnice = tržišna cijena dionice x broj dionica

Ukupne obveze = dugoročne obveze + rezerviranja + kratkoročne obveze + PVR

$$x_5 = \frac{\text{Prihod od prodaje}}{\text{Ukupna imovina}}$$

### 5.3. Značenje pokazatelja

Z je glavni i zbrojni pokazatelj ostalih koji su prikazani u tablici (Žager et al., 2008):

Tablica 4.1. Pokazatelji Altmanovog Z- score modela

Naziv pokazatelja	Brojnik	Nazivnik
<b>X<sub>1</sub></b>	Radni kapital	Ukupna imovina
<b>X<sub>2</sub></b>	Zadržana dobit	Ukupna imovina
<b>X<sub>3</sub></b>	Dobit prije poreza i kamata (EBIT)	Ukupna imovina
<b>X<sub>4</sub></b>	Tržišna vrijednost glavnice	Ukupne obveze
<b>X<sub>5</sub></b>	Prihodi od prodaje	Ukupna imovina

Izvor: Autorski rad, prema Žager, K. et al. (2008.) Analiza financijskih izvještaja. Zagreb: AKD

<sup>6</sup> Radni kapital je dio tekuće imovine koji je neophodan u ciklusu poslovanja za pokriće tekućih obveza dok se ne prodaju zalihe (usluge) i dok se nerealizirana prodaja ne naplati i uslijedi priljev novca.



*Pokazatelj  $X_1$*  je pokazatelj likvidnosti koji predstavlja omjer radnog kapitala i ukupne imovine tj. razliku kratkotrajne imovine (gotovine, zaliha, potraživanja,...) i kratkoročnih obveza (trgovački kredit, komercijalni zapisi, spontano financiranje, ...). Ukoliko poduzeće ima negativan radni kapital to znači da ima problema sa pokrićem kratkoročnih obveza. Drugim riječima, kratkotrajna imovina poduzeća je premala da bi pokrila kratkoročne obveze. (Čikeš, 2016)

*Pokazatelj  $X_2$*  stavlja u odnos zadržanu dobit i ukupnu imovinu poduzeća. Uvršten je u model jer pokazuje udio reinvestiranih sredstava tijekom godina poslovanja. Zadržana dobit predstavlja profite iz prošlih razdoblja koje poduzeće nije isplatilo dioničarima kroz dividende. Na povećanje zadržane dobiti utječe neto dobit obračunskog razdoblja, a na smanjenje utječu raspoređivanje dividendi i eventualno gubitak tekućeg obračunskog razdoblja. Zadržana dobit smatra se najboljim izvorom rasta poduzeća i izvora financiranja. Kada ne bi bilo nikakvog zadržavanja i kad bi se sve zarade isplaćivale, ne bi bilo investicija. (Čikeš, 2016)

*Pokazatelj  $X_3$*  pokazuje profitabilnost poduzeća tj. pokazuje profitabilnost imovine te je neovisan o stupnju financijske poluge i poreza. Pokazuje sposobnost poduzeća da upotrebom svoje imovine ostvari zaradu prije kamata i poreza. (Čikeš, 2016)

*Pokazatelj  $X_4$*  pokazuje koliko imovina može izgubiti na vrijednosti prije nego što poduzeće postane nesolventno. Stavlja u omjer tržišnu vrijednost glavnice i ukupne obveze. Ukoliko poduzeće ima značajnu tržišnu vrijednost glavnice, a zadese ga financijske poteškoće, može izdati nove dionice. Drugim riječima, omjer pokazuje koliko imovina poduzeća može izgubiti na vrijednosti prije nego poduzeće postane nesolventno. (Čikeš, 2016)

*Pokazatelj  $X_5$*  pokazuje aktivnost poduzeća tj. to je koeficijent obrtaja ukupne imovine te pokazuje koliko se prihoda stvara iz imovine poduzeća. (Žager et al., 2008)

Prema rezultatu Z-scora, poduzeća se svrstavaju u jedno od slijedećih situacija (Čikeš, 2016):

- Z-score veći od 2,67: Poduzeće ima dobru budućnost najmanje u kratkoročnom i srednjoročnom razdoblju te se karakterizira kao financijski stabilno poduzeće
- Z-score između 1,81 i 2,67: Poduzeće treba pojačano raditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti jer su podložna stečaju (tzv. „siva zona“). Međutim, moguće je da neće doći do stečaja zbog klasifikacijskih pogrešaka. Ta poduzeća su financijski ugrožena s potencijalnim ozdravljenjem.
- Z-score manji od 1,81: Moguća je pojava ozbiljnih problema, pa i propasti. Ovisno o djelatnosti, vrlo vjerojatno će u roku od godine dana otići u stečaj

Altman je utvrdio da preciznost formule pada kako se produžuje vremenski rok predviđanja (Čikeš, 2016):

- 1. godina prije pokretanja stečajnog postupka, 95% točnosti
- 2. godine prije pokretanja stečajnog postupka, 72% točnosti
- 3. godine prije pokretanja stečajnog postupka, 48% točnosti
- 4. godine prije pokretanja stečajnog postupka, 29% točnosti
- 5. godina prije pokretanja stečajnog postupka, 36% točnosti.

#### **5.4. A model Z**

Kod prvog definiranog Z-score modela pojavio se nedostatak, a to je pokazatelj  $x_4$ . Naime, pokazatelj  $x_4$  je problematičan iz razloga što se može koristiti samo za poduzeća koja kotiraju na burzi. 1983. godine objavljen A model Z za poduzeća koja ne kotiraju na burzi, a Altman je izmijenio pokazatelj  $x_4$  na način da je umjesto tržišne vrijednosti glavnice uveo knjigovodstvenu vrijednost glavnice i knjigovodstvenu vrijednost obveza. Te tako model za poduzeća koja ne kotiraju na burzi glasi: (Čikeš, 2016)

$$\text{A model Z} = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,10 x_3 + 0,420 x_4' + 0,998 x_5$$

Donja granica kod ovog modela iznosi 1,23 što znači da poduzećima ispod toga prijeti stečaj, a gornja granica je 2,90 te ukazuje da su poduzeća zdrava i da neće otići u stečaj. Između 1,23 i 2,90 nalazi se „siva zona“ i poduzeće može očekivati poteškoće u poslovanju za najviše dvije godine. (Čikeš, 2016)

#### **5.5. B model Z**

Zbog problema utjecaja grana djelatnosti na poduzeća te istovremeno na pokazatelj  $x_5$ , B model Z je prilagođen neproizvodnim poduzećima u kojem je peti pokazatelj eliminiran iz formule zbog razlike između različitih djelatnosti. Zadržavanjem prijašnjeg oblika četvrtog pokazatelja i izbacivanje petog, model glasi: (Čikeš, 2016)

$$\text{B model Z} = 6,5 x_1 + 3,26 x_2 + 6,72 x_3 + 1,05 x_4'$$

Pri čemu donja granica iznosi 1,10 što znači da poduzećima ispod toga prijeti stečaj i potrebno je ispitati poslovanje. Gornja granica iznosi 2,6 i govori da su poduzeća stabilna i da nema prijetnje od stečaja. Između 1,0 i 2,6 nalazi se „siva zona“ i tu se može očekivati kriza u poslovanju za najviše dvije godine. (Mikša, 2016.)

## 6. Izračun Altmanovog Z-score modela na primjerima poduzeća

Kao primjer za izračun Altmanovog Z-score modela uzeto je 22 dioničkih društava sa Zagrebačke burze, koja se bave djelatnostima pružanja smještaja, te pripreme i usluživanje hrane. Za svako društvo promatrane su četiri godine i to 2015., 2016., 2017. i 2018. godina.

Sve potrebne informacije Društava nalaze se u Prilogu 1., dok se pokazatelji sa Z-scorom nalazi u Prilogu 2.

### 6.1. Hoteli Brela d.d.

Društvo Hoteli Brela d.d. registrirano je za pružanje hotelskih i drugih turističkih usluga. Društvo je pravni sljedbenik hotelskog poduzeća „Brele“ koje je osnovano 1953. godine. Hoteli Brele pretvoreni su u dioničko društvo 10 lipnja.1994. Većinski vlasnik Društva je Sunce Koncern d.d. (Zagreb), čiji vlasnički udjel iznosi 89,58%. (Hoteli Brele d.d., 2019.)

Temeljni kapital od 208.342.700,00 kuna podijeljen je na 20.834.170 redovnih dionica, a nominalni iznos svake dionice iznosi 10 kuna. Dionicama se trguje na Zagrebačkoj burzi na redovnom tržištu od lipnja 2003. godine. Društvo nema vlastitih dionica, a nije ni u postupku otkupa istih. Društvo je imalo 176 stalno zaposlenih djelatnika. (Hoteli Brele d.d., 2019.)

Društvo raspolaže za 764 smještajnih jedinica (786 soba i 8 apartmana) točnije 1.534 osnovna kreveta. Ostvareno je 14,70% više noćenja nego 2017. godine. Najznačajnija tržišta za Društvo su Njemačka (62.819 noćenja), Švedska (40.356 noćenja), Norveška (15.573 noćenja), Hrvatska (14.620 noćenja) i BiH (13.958 noćenja). (Hoteli Brele d.d., 2019.)

Jedan od ciljeva Društva je razborito upravljanje rizikom likvidnosti što podrazumijeva održavanje dostatne količine novčanih sredstava te osiguranje raspoloživosti financijskih sredstava kroz ugovaranje kredita. Sve bitne obveze, a posebno obveze za poreze i doprinose te plaće radnicima su podmirena na vrijeme. (Hoteli Brele d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 406.654.701 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 370.898.319 kuna, kratkotrajna 33.583.001 kuna te AVR 2.173.381 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 274.790.271 kuna, rezerviranja 408.927 kuna, dugoročne obveze 95.796.498 kuna, kratkoročne 32.363.869 kuna i PVR 3.295.136 kuna.

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 136.957.205 kuna te ukupne rashode u iznosu od 125.501.723 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 11.455.482 kuna. Taj iznos umanjen je za porez na dobit koji iznosi 2.295.746 kuna. Dobit razdoblja iznosi 9.159.736 kuna. (Hoteli Brele d.d., 2019.)

Analizirajući financijske izvještaje Društva prikazan je Z-score sa pokazateljima za svaku godinu u slijedećoj tablici:

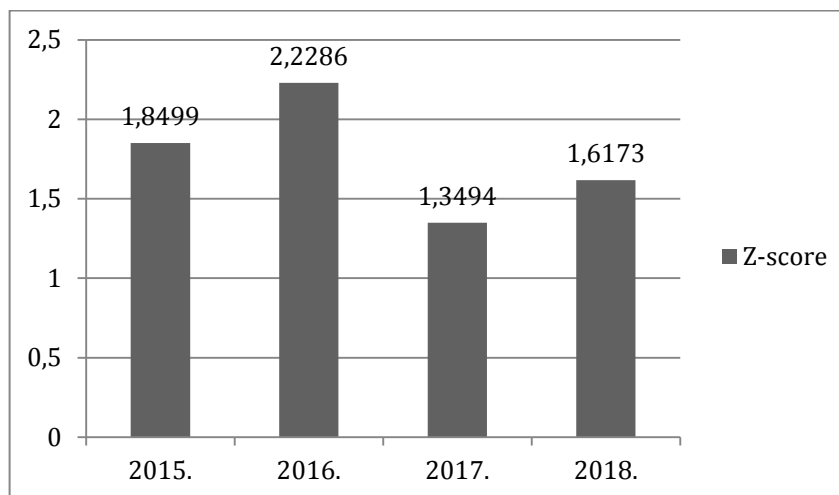
*Tablica 6.1. Rezultati Z-score modela za Hoteli Brela d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0642	0,0038	-0,0869	0,0002
x2	0,0780	0,1160	0,1261	0,1471
x3	0,0656	0,0617	0,0319	0,0412
x4	2,2383	2,6469	1,4982	1,5800
x5	0,2583	0,2698	0,2731	0,3271
<b>Z-score</b>	<b>1,8499</b>	<b>2,2286</b>	<b>1,3494</b>	<b>1,6173</b>

Izvor: Autorski rad

Rezultati se mogu prikazati i na slijedećem grafikonu:

*Grafikon 6.1. Altmanov Z-score za Hoteli Brela d.d.*



Izvor: Autorski rad

Prema navedenim rezultatima u Tablici 6.1. i Grafikonu 6.1., vidljivo je da Z-score Društva ima oscilacije. U 2015. godini Z-score prikazuje da je Društvo u sivoj zoni te je podložno stečaju. Društvo ima problema sa podmirenjem kratkoročnih obveza iz vlastite kratkotrajne imovine te je financijski ugroženo, međutim ima potencijala za ozdravljenje ukoliko će pojačano raditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti. U 2016. godini dolazi do rasta Z-scora, međutim Društvo je još uvijek u sivoj zoni te se karakterizira kao financijski ugroženo s potencijalnim ozdravljenjem. U 2017. godini dolazi do dosta velikog pada Z-scora iz razloga što poduzeće ne može pokriti kratkoročne obveze iz svoje imovine. U ovoj situaciji moguća je pojava znatnih financijskih poteškoća koje bi mogle dovesti Društvo u stečaj u roku od godine dana. Društvo bi

brzo trebalo pronaći rješenje kako bi poboljšalo poslovnu izvrsnost. U 2018. godini dolazi do rasta Z-scora međutim, Društvu još uvijek prijete financijske poteškoće i stečaj. Društvo bi trebalo što prije poraditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti jer inače u roku od godine dana odlazi u stečaj.

## 6.2. Hoteli Haludovo Malinska d.d.

Dioničko društvo Hoteli Haludovo Malinska registrirano je za obavljanje osnovne djelatnosti pružanja ugostiteljsko-turističkih usluga te trgovine na veliko i malo u nespecijaliziranim prodavaonicama. (Hoteli Haludovo Malinska d.d., 2019.)

Temeljni kapital društva iznosi 214.658.160 kuna i podijeljen je na 10.732.908 dionica sa nominalnom vrijednosti dionice 20 kuna. 31. prosinca 2018. godine Društvo je zapošljavalo 20 radnika. (Hoteli Haludovo Malinska d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 205.543.053 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 1.886.186 kuna, a kratkotrajna 1.269.608 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 134.767.000 kuna, rezerviranja 3.580.000 kuna, dugoročne obveze 65.463.271 kuna kratkoročne koje iznose 1.732.782 kuna. (Hoteli Haludovo Malinska d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 1.668.465 kuna te ukupne rashode u iznosu od 11.566.524 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena gubitak razdoblja u iznosu od 9.898.059 kuna. (Hoteli Haludovo Malinska d.d., 2019.)

Analizirajući poslovanje društva, dobiveni rezultati prikazani su u slijedećoj tablici:

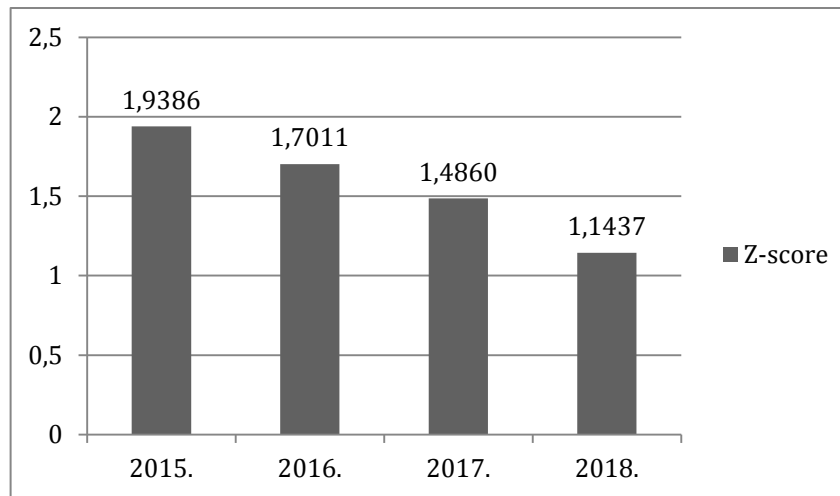
*Tablica 6.2. Rezultati Z-score modela za Hoteli Haludovo Malinska d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	0,0003	-0,0010	-0,0047	-0,0023
x2	-0,2654	-0,3003	-0,3374	-0,3889
x3	-0,0268	-0,0264	-0,0274	-0,0415
x4	3,9850	3,6720	3,4126	3,0329
x5	0,0071	0,0067	0,0069	0,0081
<b>Z-score</b>	<b>1,9386</b>	<b>1,7011</b>	<b>1,4860</b>	<b>1,1437</b>

Izvor: Autorski rad

Rezultati se mogu prikazati na slijedećem grafikonu:

Grafikon 6.2. Altmanov Z-score za Hoteli Haludovo Malinska d.d.



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.2. i Grafikona 6.2. se vidi da iz godine u godinu Z-score pada. U 2015 godini Društvo je imalo problema sa samostalnim financiranjem, a da bi nastavilo poslovanje Društvo se zadužuje. Osim toga Društvo ima i problem što nije u mogućnosti izvući zaradu iz svoje imovine. Ti problemi stavljaju poduzeće u sivu zonu u kojoj se treba pojačano raditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti jer je financijski ugroženo, ali ima potencijala za ozdravljenje. U suprotnom, Društvu prijeti stečaj u roku godine dana. U 2016. godini Z-score pada jer se problemi i dalje povećavaju, a osim istih iz prethodne godine, pojavio se i novi zbog kojeg Društvo ne može pokriti svoje kratkoročne obveze iz imovine. Društvu prijete ozbiljne financijske poteškoće koje dovode do stečaja, točnije Društvu prijeti stečaj u roku od godine dana. U 2017. i 2018. godini utjecaj problema iz prethodnih godina raste, a Z-score i dalje pada. Jedino što spašava Društvo su ulagači, međutim i njihovo povjerenje u uspješnost poslovanja i dalje pada. Društvu uz ozbiljne financijske probleme prijete stečaj u roku od godine dana.

### 6.3. Imperial Riviera d.d.

„Imperial“ dioničko društvo, Rab bavi se hotelijerstvom i ugostiteljstvom, turističkom djelatnošću te sporednim i pratećim djelatnostima. 2018. godine u Društvo je bilo zaposleno 289 radnika, dok za vrijeme turističke sezone Društvo zapošljava 610 radnika.

U 2018. godini ostvarena je dobit u iznosu od 18.845.574 kuna što je 23,7 % više nego prethodne godine. Temeljni kapital Društva iznosi 254,3 milijuna kuna, a podijeljen je na 635.855 dionica, svaka nominalne vrijednosti od 400 kuna. (Imperial Riviera d.d., 2019.)

Smještajni kapacitet Društva čine četiri hotela (659 soba ili 1.336 osnovna ležaja), dva turistička naselja (564 soba ili 1.175 osnovna ležaja) i dva kampa (4.107 osoba). Društvo bilježi i povećanje broja noćenja koji iznosi 716.510 noćenja. Smještajni kapacitet iznosi 2.466 ili 6.577 ležaja. Najveći udio u ostvarenom broju noćenja (94,8%) čine strani turisti i to turisti iz Njemačke (35,2%), Austrije (16,5%), Mađarske (8,7%), Češke (8,7%), Slovenije (8,3%) i Italije (6,7%). (Imperial Riviera d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 592.791.05 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 547.394.749 kuna, kratkotrajna 44.469.000 kuna, a AVR 927.303 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 364.816.034 kuna, rezerviranja 20.643.020 kuna, dugoročne obveze 168.768.228 kuna, kratkoročne 30.375.852 kuna i PVR 8.187.918 kuna. (Imperial Riviera d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 179.783.008 kuna te ukupne rashode u iznosu od 156.750.744 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 23.032.264 kune. Taj iznos umanjen je za porez na dobit koji iznosi 4.186.690 kune. Dobit razdoblja iznosi 18.845.574 kune. (Imperial Riviera d.d., 2019.)

Rezultati Z-score modela prikazani su u slijedećoj tablici:

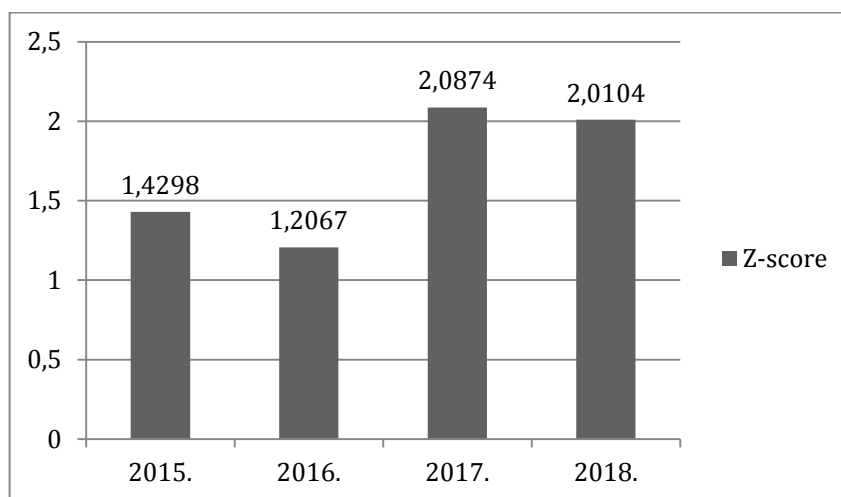
*Tablica 6.3. Rezultati Z-score modela za Imperial Riviera d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0066	0,0122	0,0208	0,0115
x2	0,1067	0,1080	0,1330	0,1409
x3	0,0508	0,0258	0,0375	0,0415
x4	1,4506	1,1758	2,4595	0,2767
x5	0,2505	0,2503	0,2767	0,2984
<b>Z-score</b>	<b>1,4298</b>	<b>1,2067</b>	<b>2,0874</b>	<b>2,0104</b>

Izvor: Autorski rad

Rezultati se mogu prikazati i na grafikonu:

Grafikon 6.3. Altmanov Z-score za Imperial Riviera d.d.



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.3. i Grafikona 6.3. se vidi da u 2015. godini Društvo se nalazi u sivoj zoni. Najveći problem stvara nemogućnost podmirenja kratkoročnih obveza iz imovine. Društvu prijete ozbiljne financijske poteškoće te ukoliko ubrzo ne poradi na poboljšanju svoje poslovne izvrsnosti prijete mu stečaj u roku od godine dana. U 2016. godini Z-score pada međutim vidljivo je da je Društvo odlučilo pronaći rješenje za nemogućnost plaćanja obveza. Pad Z-scorea mogla bi biti posljedica implementacije rješenja zbog prilagodbe novim uvjetima. Međutim, Društvu još uvijek prijete ozbiljni problemi i stečaj u roku od godine dana. U 2017. godini dolazi do rasta Z-scorea prvenstveno zahvaljujući ulagačima koji su pokazali povjerenje u uspješno poslovanje Društva. Društvo se nalazi u sivoj zoni, te je ono financijski ugroženo, međutim ima potencijala za ozdravljenje ukoliko i dalje nastavi pojačano raditi na svojoj poslovnoj izvrsnosti. U 2018. godini Z-score je pao zbog istog razloga zbog kojeg je prethodne godine rastao, ulagača. Vrlo je vjerojatno da su ulagači počeli gubiti povjerenje i očekivati slabiji rezultat. Međutim, Društvo je još uvijek u sivoj zoni, što znači da bez obzira što je financijski ugroženo moguće je ozdravljenje ukoliko pojačano poradi na poboljšanju poslovne izvrsnosti.

#### 6.4. Hoteli Jadran d.d.

Hoteli Jadran d.d. su dioničko društvo, sa sjedištem u Gradacu te je registrirano kod Trgovačkog suda u Splitu. Osnovna djelatnost Društva je pružanje ugostiteljsko-turističkih usluga, organizirano putem društava kćeri, a samo Društvo pruža usluge najma. (Hoteli Jadran d.d., 2019.)



Temeljni kapital društva iznosi 74.980.500 kuna i podijeljen je na 107.115 dionica, svaka nominalne vrijednosti 700 kuna. Društvo ima 82 zaposlenika. (Hoteli Jadran d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 107.547.243 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 81.310.138 kuna, kratkotrajna 26.204.803 kuna, a AVR 32.302 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 91.752.057 kuna te kratkoročne obveze 15.783.399 kuna i PVR 11.787 kuna. (Hoteli Jadran d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 7.780.839 kuna te ukupne rashode u iznosu od 8.016.030kuna. Iz toga slijedi da je ostvaren gubitak razdoblja koji iznosi 235.191 kune. (Hoteli Jadran d.d., 2019.)

Analizom su dobiveni slijedeći rezultati:

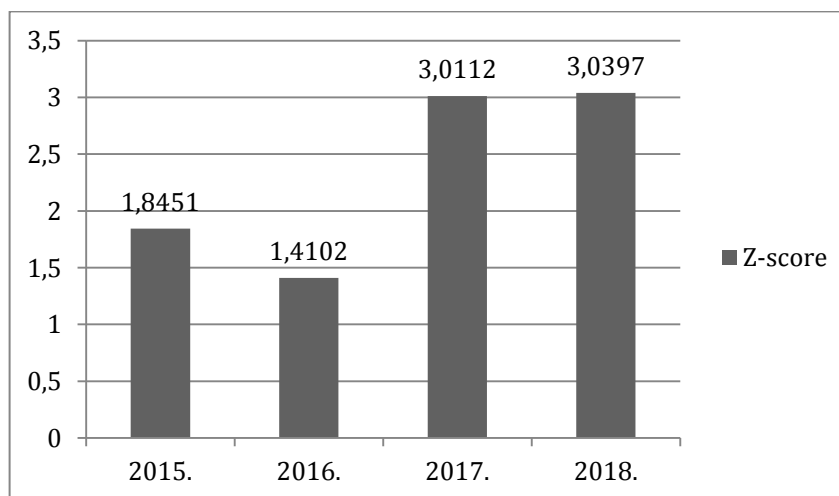
*Tablica 6.4. Rezultati Z-score modela za Hoteli Jadran d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0424	0,0262	0,0590	0,0971
x2	-0,0214	0,0066	0,0093	0,0071
x3	0,1864	0,0343	0,0029	-0,0022
x4	1,8767	1,9544	4,7320	4,7470
x5	0,1848	0,0838	0,0786	0,0723
<b>Z-score</b>	<b>1,8451</b>	<b>1,4102</b>	<b>3,0112</b>	<b>3,0397</b>

Izvor: Autorski rad

Rezultati Z-score društva mogu se prikazati i na grafikonu:

*Grafikon 6.4. Altmanov Z-score za Hoteli Jadran d.d.*



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.4. i Grafikona 6.4. se vidi da u 2015. godine da je Društvo u svojoj zoni sa problemima podmirjenja kratkoročnih obveza iz kratkotrajne imovine i samofinanciranja. Koristi politiku poslovanja zaduživanjem. Iako je Društvo financijski ugroženo, ukoliko pojačano poradi na poboljšanu poslovne izvrsnosti, moguće je ozdravljenje. U 2016. godini Z-score pada što znači da Društvu prijete ozbiljne financijske poteškoće i stečaj u roku od godine dana. Problem se pojavio iz razloga što tržišni udio Društva stagnira. U 2017. godini Društvo su spasili ulagači koji su pokazali povjerenje u uspješno poslovanje te je stoga Društvo postalo stabilno sa malim prijetnjama od stečaja. U 2018. godini pojavio se problem što Društvo ne može izvući zaradu iz svoje imovine, međutim povjerenje ulagača i dalje raste što rezultira i rastom Z-scora. Međutim taj rast nije veliki, i bez obzira što je Društvo stabilno sa malim ili nikakvim prijetnjama od stečaja, povjerenje ulagača može se promijeniti ukoliko Društvo ne poradi na stvaranju zarade od svoje imovine.

## **6.5. Hoteli Maestral d.d.**

Hoteli Maestral je dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam iz Dubrovnika. Dioničko društvo je postalo 1995. godine kada je prihvaćeno da prethodno Hotelsko-turističko poduzeće Hoteli Maestral postane Hoteli Maestral d.d. (Hoteli Maestral d.d., 2019.)

Društvo u svom sastavu ima 5 hotela i paviljon Adriatica Rooms sa ukupnim kapacitetom od 473 osoba i 933 ležaja. U 2018. godini ostvareno je 160.067 noćenja stranih turista i 8.470 domaćih. Drugim riječima, strani turisti čine 95% ukupnog noćenja, dok domaći turisti svega 5%. Na prvom mjestu stranih turista su Britanci, Nijemci, Skandinavci, Irci i Francuzi.

Društvo već šestu godinu za redom bilježi pozitivan poslovni rezultat. Društvo je u stalnom radnom odnosu imalo 131 zaposlenika i 18 zaposlenika na određeno vrijeme. (Hoteli Maestral d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 196.816.309 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 186.562.490 kuna, kratkotrajna 9.337.009 kuna, a AVR 916.810 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 128.012.853 kuna, rezerviranja 1.354.280 kuna, dugoročne obveze 57.927.772 kuna, kratkoročne 7.079.388 kuna i PVR 2.442.016 kuna. (Hoteli Maestral d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 55.448.475 kuna te ukupne rashode u iznosu od 51.277.725 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 4.170.750 kune. Taj iznos umanjen je za porez na dobit koji iznosi 1.045.974 kune. Dobit razdoblja iznosi 3.124.776 kune. (Hoteli Maestral d.d., 2019.)

Dobiveni rezultati Z-score modela prikazani su u slijedećoj tablici:

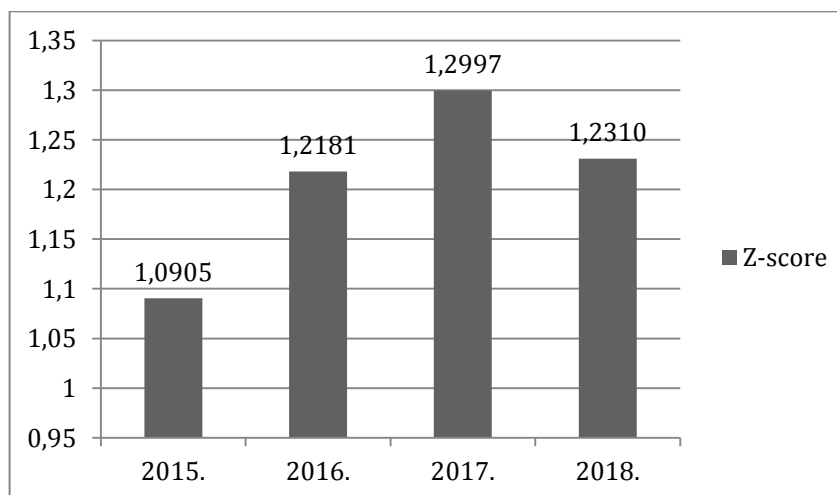
*Tablica 6.5. Rezultati Z-score modela za Hoteli Maestral d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0250	-0,0117	-0,0024	0,0037
x2	-0,0883	-0,0682	-0,0464	-0,0367
x3	0,0325	0,0418	0,0387	0,0307
x4	1,4606	1,5415	1,6053	1,4985
x5	0,2606	0,2649	0,2767	0,2773
<b>Z-score</b>	<b>1,0905</b>	<b>1,2181</b>	<b>1,2997</b>	<b>1,2310</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati prikazani su i na slijedećem grafikonu:

*Grafikon 6.5. Altmanov Z-score model za Hoteli Maestral d.d.*



Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati u Tablici 6.5. i na Grafikonu 6.5. pokazuju da Društvo ima problema za podmirenjem kratkoročnih obveza iz vlastite kratkotrajne imovine od 2015. do 2017. godine. Kroz sve četiri godine Društvo se ne financira samo, nego se zadužuje, što znači da ima problema sa profitabilnošću tj. upitna je sposobnost društva za preživljavanje u periodu nepovoljnih okolnosti. Što se tiče samog Z-score rezultata, od 2015. do 2017. godine raste što znači da Društvo nastoji poboljšati poslovnu izvrsnost kako bi se smanjila mogućnost stečaja. Također, veliki udio u rastu imaju i ulagači koji su pokazali povjerenje u uspješno poslovanje Društva. U 2018. godini Z-score je lagano pao i ukoliko Društvo ne želi otići u stečaj u roku od godine dana treba brzo i ozbiljno poraditi na pronalasku i uvođenju rješenja koje bi poboljšalo poslovnu izvrsnost Društva.

## 6.6. Medora hoteli i ljetovališta d.d.

Medora hoteli i ljetovališta dioničko su društvo sa sjedištem u Podgori koje obavlja djelatnosti pružanja usluga hotelskog smještaja i ugostiteljstva. Društvo ima 160 zaposlenika.

Temeljni kapital Društva podijeljen je na 5.266.250 redovnih dionica nominalnog iznosa svake dionice po 10 kune. Sve dionice uvrštene su u Redovito tržište Zagrebačke burze. (Medora hoteli i ljetovališta d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 408.840.249 kuna. Od toga u aktivni, dugotrajna imovina iznosi 389.274.553 kuna, kratkotrajna 9.279.206 kuna, a AVR 10.286.490 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 182.819.508 kuna, dugoročne obveze 183.880.882 kuna, kratkoročne 24.251.044 kuna i PVR 17.888.815 kuna. (Medora hoteli i ljetovališta d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 84.106.326 kuna te ukupne rashode u iznosu od 75.239.300 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 8.867.026 kuna. Društvo je steklo status nositelja poticajnih mjera temeljem Zakona o poticaju ulaganja u razdoblju te je mu je tako odobreno korištenje porezne povlastice. (Medora hoteli i ljetovališta d.d., 2019.)

Rezultati Z-score modela prikazani su u slijedećoj tablici:

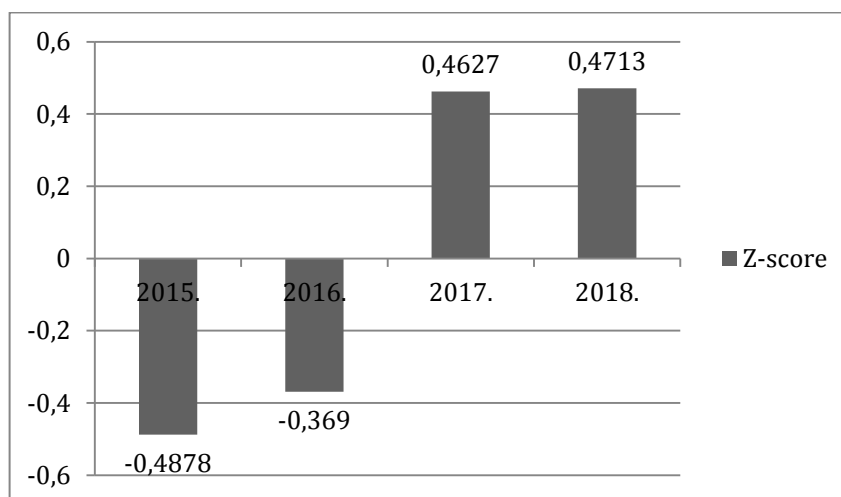
*Tablica 6.6. Rezultati Z-score modela za Medora hoteli i ljetovališta d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,1446	-0,0813	-0,0418	-0,0552
x2	-0,5439	-0,3853	0,0273	0,0504
x3	-0,0034	-0,0018	0,0399	0,0391
x4	0,5562	0,2441	0,2534	0,2330
x5	0,1246	0,1275	0,1909	0,1982
<b>Z-score</b>	<b>-0,4878</b>	<b>-0,3690</b>	<b>0,4627</b>	<b>0,4713</b>

Izvor: Autorski rad

Rezultati društva prikazani su i na slijedećem grafikonu:

Grafikon 6.6. Altmanov Z-score model za Medora hoteli i ljetovališta d.d.



Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati iz Tablice 6.6. i na Grafikonu 6.6. pokazuju da iako iz godine u godinu Z-score raste, Društvo treba provesti ozbiljna poboljšanja ukoliko ne želi proglasiti stečaj. U 2015. godini Društvo nije moglo podmiriti kratkoročne obveze iz svoje kratkotrajne imovine, nije se moglo samo financirati nego se zaduživalo i nije moglo izvući zaradu iz svoje imovine. Drugim riječima te godine Društvo je bilo pod utjecajem ozbiljnih problema i prijeti mu stečaj. U 2016. godini Z-score još uvijek je negativan, ali je nešto veći nego prethodne godine. Vidljivo je da Društvo radi na navedenim problemima i da nastoji ne ući u stečajni postupak. U 2017. godini došlo je do povećanja Z-score rezultata, te on više nije negativan. Vidljivo je da je Društvo poradilo na rješavanju problema, iako još uvijek su kratkoročne obveze veće od kratkotrajne imovine. To je slučaj i u 2018. godini i bez obzira što Z-score raste, poslovanje Društva je loše sa ozbiljnim prijetnjama financijskih poteškoća i stečaja u roku od godine dana.

## 6.7. Hoteli Tučepi d.d.

Hoteli Tučepi su dioničko društvo iz Tučepa te registrirano kod trgovačkog suda u Splitu 1996. godine. Dionički kapital Društva podijeljen je 693.699 dionica, nominalne vrijednosti 300 kuna po dionici. Većinski vlasnik Društva je Sunce Koncer d.d.. Društvo broji 165 djelatnika.

U 2018. Društvo je ostvarilo 295.726 noćenja što je 0,40% manje nego prethodne godine. Najviše noćenja ostvarili su turisti iz Njemačke (72.228 noćenja), Velike Britanije (41.772 noćenja), Švedske (30.661 noćenja), BiH (18.586 noćenja) i Austrije (14.691 noćenja). (Hoteli Tučepi d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 465.314.191 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 370.875.389 kuna, kratkotrajna 92.175.487 kuna, a AVR 2.263.315 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 285.115.499 kuna, rezerviranja 426.409 kuna, dugoročne obveze 140.641.176 kuna, kratkoročne 36.166.398 kuna i PVR 2.964.709 kuna. (Hoteli Tučepi d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 148.318.795 kuna te ukupne rashode u iznosu od 126.758.028 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 21.560.767 kune. Taj iznos umanjen je za porez na dobit koji iznosi 4.501.793 kuna. Dobit razdoblja iznosi 17.058.974 kuna. (Hoteli Tučepi d.d., 2019.)

Dobiveni rezultati prikazani si u tablici koja slijedi:

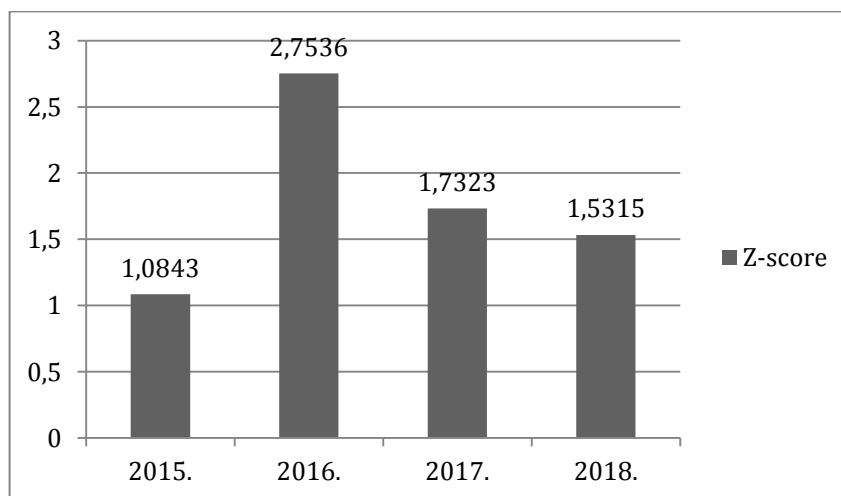
*Tablica 6.7. Rezultati Z-score modela za Hoteli Tučepi d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0293	0,0029	0,1441	0,1189
x2	0,0362	0,0663	0,1367	0,1587
x3	0,0342	0,0479	0,0856	0,0528
x4	1,2312	3,7674	1,3172	1,1549
x5	0,2172	0,2387	0,2952	0,2994
<b>Z-score</b>	<b>1,0843</b>	<b>2,7536</b>	<b>1,7323</b>	<b>1,5315</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

*Grafikon 6.7. Altmanov Z-score model za Hoteli Tučepi d.d.*



Izvor: Autorski rad

U Tablici 6.7. i na Grafikonu 6.7. vidljivo je da Z-score ima oscilacije. U 2015. godini Društvo je imalo problema kod podmirenja kratkoročnih obveza i prijetile su ozbiljne financijske poteškoće te prijetnja stečaja u roku od godine dana. No, u 2016. godini dolazi do velikog rasta Z-score rezultata prvenstveno zahvaljujući postojanju ulagača koji su vjerovali u uspješno poslovanje Društva. Također Društvo je poradilo na problemu podmirenja kratkoročnih obveza. Društvo je ušlo u sivu zonu za koju je karakteristično da, iako je Društvo financijski ugroženo, ukoliko se poradi na poboljšanju poslovne izvrsnosti Društvo ima potencijala za ozdravljenje. U 2017. godini Z-score je malo jače pao i to upravo zbog istog razloga zbog kojeg je u 2016. rastao, što može značiti da se pojavilo blago nepovjerenje i očekivanje slabijih rezultata od strane ulagača. Time su Društvu zaprijetile financijske poteškoće koje mogu dovesti do stečaja unutar godine dana. U 2018. godini Z-score i dalje pada te ukoliko se ne krene na ozbiljno poboljšanje poslovne izvrsnosti moguće je proglašenje stečaja u roku od godine dana.

## **6.8. HTP Korčula d.d.**

HTP Korčula dioničko društvo je utemeljeno na osnivačkoj skupštini 1995. godine. Osnovne djelatnosti Društva su hotelijerstvo, ugostiteljstvo, turizam, trgovinu te pružanje ostalih usluga i zapošljava 153 djelatnika. Temeljni kapital Društva iznosi 123.443.450 kuna i podijeljen je na 2.465.869 dionica koje glase na ime, svaka nominalne vrijednosti od 50 kuna. (HTP Korčula d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 291.203.153 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 269.256.730 kuna, kratkotrajna 21.771.903 kuna, a AVR 174.520 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 207.038.918 kuna, dugoročne obveze 72.619.811 kuna, kratkoročne 11.441.852 kuna i PVR 102.572 kuna. (HTP Korčula d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 82.334.684 kuna te ukupne rashode u iznosu od 69.292.329 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 13.042.355 kune. Taj iznos umanjen je za porez na dobit (18%) koji iznosi 2.314.369 kuna. Dobit razdoblja iznosi 10.727.986 kuna. (HTP Korčula d.d., 2019.)

Analizom su dobiveni slijedeći rezultati:

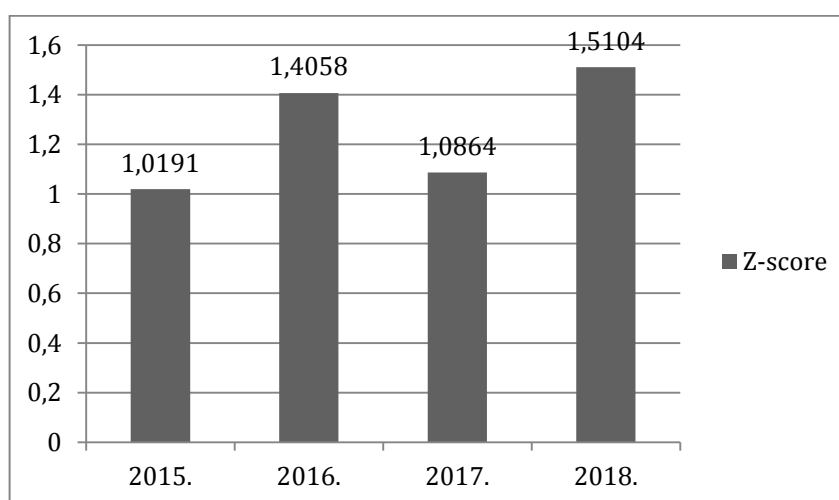
Tablica 6.8. Rezultati Z-score modela za HTP Korčula d.d.

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0112	0,0731	0,0299	0,0357
x2	0,0554	0,0520	0,0550	0,0939
x3	0,0150	0,0150	0,0175	0,0540
x4	1,1329	1,6602	1,1579	1,4667
x5	0,2256	0,1996	0,2212	0,2778
<b>Z-score</b>	<b>1,0191</b>	<b>1,4058</b>	<b>1,0864</b>	<b>1,5104</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.8. Altmanov Z-score za HTP Korčula d.d.



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.8. i na Grafikonu 6.8. vidljivo je da Z-score varira. U 2015. godini prvenstveno je problem stvarala nemogućnost podmirenja kratkoročnih obveza iz kratkotrajne imovine. Društvo treba brzo reagirati jer je moguća pojava ozbiljnih financijskih poteškoća i stečaj. U 2016. godini Društvo je otklonilo problem podmirenja obveza, a i porastao je broj ulagača što je rezultiralo povećanjem Z-scorea, no Društvo je još uvijek ugroženo sa prijetnjama financijskih poteškoća i stečaja. U 2018. godini Z-score je bilježi najveći rast u promatrane 4 godine. To je vidljivo i prema pokazateljima jer svi rastu, međutim Društvo je još uvijek ugroženo, ali ako nastavi u tom smjeru moguće je već naredne godine smanjiti prijetnju financijskih poteškoća i stečaja.



## 6.9. HTP Orebić d.d.

Društvo HTP Orebić, dioničko društvo za ugostiteljstvo, turizam, trgovinu i pružanje ostalih usluga, registrirano je u registru Trgovačkog suda u Dubrovniku. Prije osnivanja Trgovačkog suda u Dubrovniku, Društvo je bilo registrirano na Trgovačkom sudu u Splitu. (HTP Orebić d.d., 2019.)

2018. godine Društvo je zapošljavalo 44 radnika. Temeljni kapital iznos 47.582.000 kuna i podijeljen je na 475.820 dionica, svaka nominalne vrijednosti 100 kuna.

Društvo u svom sastavu ima dva hotela koji ukupno raspolažu sa 255 smještajnih jedinica. Za vrijeme turističke sezone Društvo je ostvarilo 75.544 noćenja, od čega je najveći broj noćenja bilo od strane Čeha, Poljaka, Britanaca i Nijemaca. (HTP Orebić d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 76.326.014 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 68.675.247 kuna, a kratkotrajna 7.650.767 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 60.635.203 kuna, rezerviranja 131.513 kuna, dugoročne obveze 12.544.473 kuna, kratkoročne 2.878.358 kuna i PVR 136.467 kuna. (HTP Orebić d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 23.753.211 kuna te ukupne rashode u iznosu od 21.594.175 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 2.159.036 kune. Taj iznos umanjen je za porez na dobit koji iznosi 500.231 kuna. Dobit razdoblja iznosi 1.658.805 kuna. (HTP Orebić d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

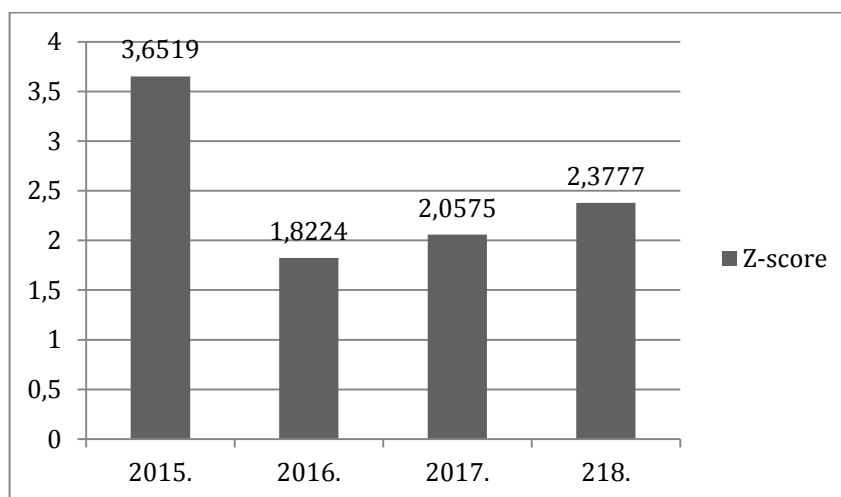
*Tablica 6.9. Rezultati Z-score modela za HTP Orebić d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	0,1532	0,0159	0,0601	0,0607
x2	-0,0268	-0,0060	0,0231	0,0459
x3	-0,0066	0,0161	0,0313	0,0342
x4	5,5327	2,5513	2,6516	3,0325
x5	0,2077	0,2281	0,2589	0,3083
<b>Z-score</b>	<b>3,6519</b>	<b>1,8224</b>	<b>2,0575</b>	<b>2,3777</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni podaci mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.9. Altmanov Z-score za HTP Orebić d.d.



Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati iz Tablice 6.9. i na Grafikonu 6.9. pokazuju da je u 2015. godini Društvo bilo financijski stabilno kod kojeg nije bilo opasnosti od stečaja, bez obzira što se nije moglo samostalno financirati nego se zaduživalo. Isto tako nije bilo u mogućnosti zaraditi na svojoj imovini. U 2016. dogodio se nagli pad koji je Z-score skoro prepolovio. Prema pokazateljima, glavni razlog bi bio što su ulagači počeli gubiti povjerenje u uspješno poslovanje društva i počeli očekivati slabe rezultate. To je Društvo dovelo u sivu zonu, čime je postalo financijski ugroženo no ukoliko poradi na poboljšanju poslovne izvrsnosti moguće je ozdravljenje. Poboljšanje je vidljivo u 2017. godini u kojoj svaki pokazatelj raste, a samim time raste i Z-score, ali Društvo se još uvijek nalazu u sivoj zoni. U 2018. godini Društvo polako vraća povjerenje svojih ulagača i postoji mogućnost zarade na vlastitoj imovini. Društvo se još uvijek nalazi u sivoj zoni, međutim ukoliko nastavi poboljšavati svoju poslovnu izvrsnost u roku od dvije godine moglo bi postati stabilno Društvo.

### 6.10. Hoteli Zlatni rat d.d.

Društvo Hoteli Zlatni rat d.d. osnovano je 10. srpnja 2012. godine, dok je u Trgovački sud upisano od 17. rujna 2012. godine. Društvo nudi ugostiteljske i turističke usluge u svoja 3 hotela te u restoranima i barovima. Većinski vlasnik Društva je Sunce Koncern d.d. (80,99%). Društvo je podijeljena na dva društva: Zlatni rat d.d. za poljoprivredu i Hoteli Zlatni rat d.d.. Podjela društva uvjetovana je interesom Društva da se od njegove glavne djelatnosti odvoji djelatnost vezana za poljoprivrednu proizvodnju koju je Društvo započelo i razvilo posljednjih godine. (Hoteli Zlatni rat d.d., 2019.)

U 2018. godini prosječan broj zaposlenih iznosio je 388 djelatnika. Temeljni kapital društva Hoteli d.d. podijeljen je na 725.519 dionica nominalne vrijednosti 360 kuna po dionici.

Društvo raspolaže sa 903 smještajne jedinice ili 1.953 osnovna kreveta. Najznačajnija tržišta u 2018. godini su bila Francuska (87.201 noćenja), Njemačka (25.994 noćenja), Velika Britanija (23.607 noćenja), Švedska (20.447 noćenja), Hrvatska (20.122 noćenja) i Slovenija (14.806 noćenja). (Hoteli Zlatni rat d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 405.177.933 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 375.475.803 kuna, kratkotrajna 27.672.944 kuna, a AVR 2.029.186 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 201.111.541 kuna, rezerviranja 985.124 kuna, dugoročne obveze 139.832.133 kuna, kratkoročne 59.455.113 kuna i PVR 3.794.022 kuna. (Hoteli Zlatni rat d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 134.935.015 kuna te ukupne rashode u iznosu od 128.798.111 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 6.136.904 kuna. Taj iznos umanjen je za porez na dobit (18%) koji iznosi 1.321.241 kuna. Dobit razdoblja iznosi 4.815.663 kuna. (Hoteli Zlatni rat d.d., 2019.)

Analizom su dobiveni slijedeći podaci:

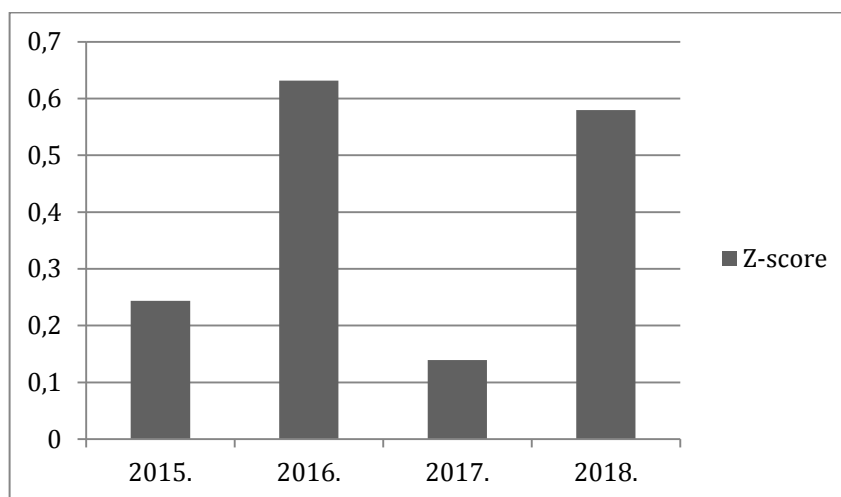
*Tablica 6.10. Rezultati Z-score modela za Hoteli Zlatni rat d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,1199	-0,0478	-0,1830	-0,0828
x2	-0,2626	-0,2420	-0,3879	-0,3647
x3	0,0188	0,0330	-0,0549	0,0308
x4	0,8334	1,1789	1,3254	1,2799
x5	0,1931	0,2114	0,2878	0,3200
<b>Z-score</b>	<b>0,2435</b>	<b>0,6313</b>	<b>0,1392</b>	<b>0,5797</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni podaci mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.10. Altmanov Z-score model za Hoteli Zlatni rat d.d.



Izvor: Autorski rad

Tablica 6.10. i Grafikon 6.10. prikazuju velike oscilacije Z-scora. U 2015. godini Društvo ne može podmiriti kratkoročne obveze te se vodi politikom poslovanje zaduživanjem, a ne samofinanciranjem. Društvo je financijski ugroženo te ukoliko ne poradi na poboljšanju prijeti mu stečaj u roku od godine dana. U 2016. godini dolazi do rasta Z-scora i to zahvaljujući povjerenju ulagača, međutim problemi iz prethodne godine rastu. Društvo je još uvijek financijski ugroženo. U 2017. godini dolazi pada Z-scora. Iako, ulagači imaju povjerenja u uspješno poslovanje, problemi prethodnih godina rastu, a pojavljuju se i novi. Pa tako društvo još uvijek ne može podmiriti kratkoročne obveze iz kratkotrajne imovine, Društvo se i dalje mora zaduživati, a novi problem koji se javio je to što Društvo ne može izvući zaradu iz imovine. Potrebna su brza i ozbiljna poboljšanja jer u suprotnom će nastupiti stečaj u roku od godine dana. U 2018. godini dolazi do rasta Z-scora prvenstveno iz razloga što je Društvo riješilo problem nemogućnosti zarađivanja na imovini. Također, Društvo nastoji smanjiti zaduživanja, ali je porasla nemogućnost podmirenja kratkoročnih obveza. Društvo ima znatne financijske poteškoće i prijeti mu stečaj u roku od godine dana.

### 6.11. Hoteli Živogošće d.d.

Hoteli Živogošće d.d. je dioničko društvo osnovano 1975. godine sa sjedištem u Živogošću i registrirano je kod Trgovačkog suda u Splitu. Osnovna djelatnost Društva je hotelijerstvo i ugostiteljstvo. Prosječan broj zaposlenih u 2018. godini iznosio je 153 djelatnika. Temeljni kapital podijeljen je na 6.968.760 redovnih dionica svaka sa nominalnom vrijednošću od 10 kuna, a dionice kotiraju na redovitom tržištu Zagrebačke burze. (Hoteli Živogošće d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 331.263.842 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 288.929.967 kuna, kratkotrajna 41.759.797 kuna, a AVR 574.078 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 104.777.247 kuna, dugoročne obveze 10.404.155 kuna, kratkoročne 201.504.007 kuna i PVR 14.578.433 kuna. (Hoteli Živogošće d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 88.065.425 kuna te ukupne rashode u iznosu od 81.594.638 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 6.470.787 kune. Taj iznos je uvećan za 51.564 kuna zbog stjecanja statusa nositelja poticajnih mjera temeljem Zakona o poticaju ulaganja u razdoblju te tako dobit razdoblja iznosi 6.522.351 kuna. (Hoteli Živogošće d.d., 2019.)

Analizom su prikupljeni slijedeći podaci:

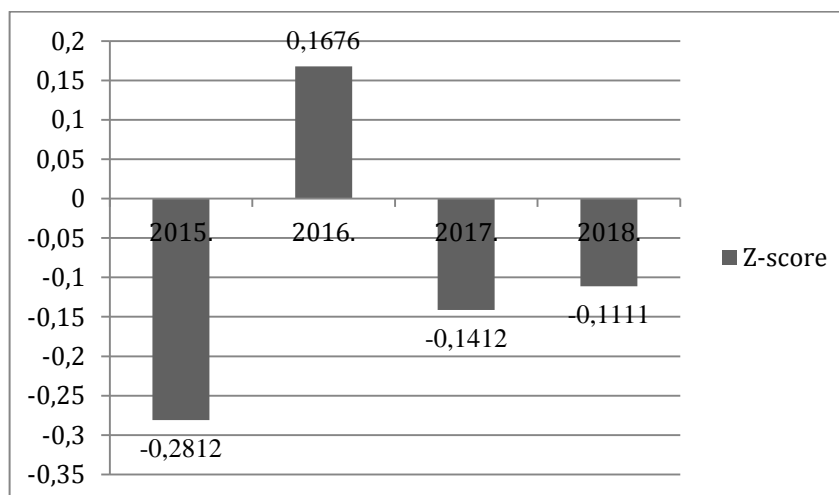
*Tablica 6.11. Rezultati Z-score modela za Hoteli Živogošće d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,1061	-0,0518	-0,5936	-0,5245
x2	-0,1075	-0,0965	-0,0625	-0,0404
x3	-0,0664	0,0200	0,0604	0,0409
x4	0,0914	0,0878	0,3186	0,3077
x5	0,1608	0,2462	0,2682	0,2552
<b>Z-score</b>	<b>-0,2812</b>	<b>0,1676</b>	<b>-0,1412</b>	<b>-0,1111</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

*Grafikon 6.11. Altmanov Z-score model za Hoteli Živogošće d.d*



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 5.11. i Grafikona 5.11. vidljivo je da je poslovanje Društva jako loše. U 2015. godini Društvo nije moglo podmiriti kratkoročne obveze iz imovine, zaduživalo se te nije bilo u mogućnosti izvući zaradu iz imovine. Društvo ima znatne financijske poteškoće i prijeti mu stečaj u roku od godine dana. U 2016. godini dolazi do rasta Z-scorea zahvaljujući smanjenju problema, no oni su još uvijek veliki. Društvo i dalje ima ozbiljne financijske poteškoće. U 2017. godini Z-score pada. Jedino što smanjuje daljnji pad je što društvo može izvući malu zaradu iz imovine te što malo raste tržišni udio Društva. U 2018. godini Z-score i dalje raste, no dosta usporeno. Društvo još uvijek ima znatne financijske poteškoće i prijeti mu stečaj u roku od godine dana.

## **6.12. Ilirija d.d**

Ilirija d.d. je javno dioničko društvo registrirano za ugostiteljstvo i turizam sa sjedištem u Biogradu na Moru, koje već 61 godinu djeluje na hrvatskom turističkom tržištu. Poslovanje Ilirije d.d. se temelji na principima društveno odgovornog poslovanja kao sastavnog dijela njenih korporativnih vrijednosti. Društvo u svom poslovanju obuhvaća sve ključne segmente jadransko mediteranske turističke ponude odnosno hotelijerstvo, nautiku, ugostiteljstvo, a posjeduje i multifunkcionalni ploveći kongresni centar. Kapacitet Društva čine 443 smještajnih jedinica sa ukupnu 922 ležaja. Temeljni kapital Društva iznosi 229.146.480 kuna i podijeljen je na 2.413.488 redovnih dionica. (Ilirija d.d., 2019.)

Društvo je ostvarilo 144.745 noćenja među kojima su vodeći turisti iz Hrvatske (15,6%), Njemačke (14,3%), Austrije (10,2%), Slovenije (9,5%) te Slovačke (5,7%). (Ilirija d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 457.638.775 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 439.597.308 kuna, a kratkotrajna 18.041.467 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 317.135.376 kuna, dugoročne obveze 103.363.087 kuna, kratkoročne 35.197.988 kuna i PVR 1.942.329 kuna. (Ilirija d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 161.048.880 kuna te ukupne rashode u iznosu od 124.013.713 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 37.035.167 kune. Taj iznos se umanjen za porez na dobit (18%) u iznosu od 7.240.037 kune. Dobit razdoblja iznosi 29.795.130 kuna. (Ilirija d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

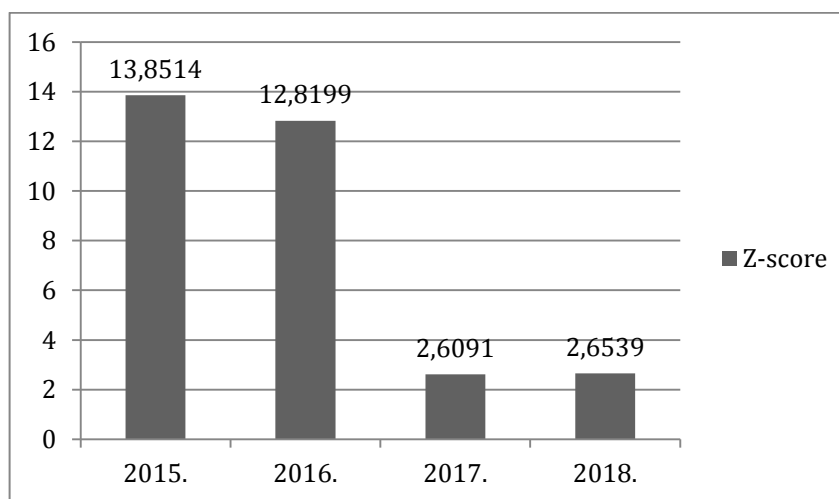
Tablica 6.12. Rezultati Z-score modela za Ilirija d.d.

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0765	-0,0431	-0,0346	-0,0417
x2	0,1108	0,1223	0,0929	0,1293
x3	0,0937	0,0872	0,0902	0,0905
x4	21,7896	20,1733	3,1197	3,1263
x5	0,4051	0,3088	0,3509	0,3485
<b>Z-score</b>	<b>13,8514</b>	<b>12,8199</b>	<b>2,6091</b>	<b>2,6539</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.12. Altmanov Z-score model za Ilirija d.d



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.12. i Grafikona 6.12. vidi se u da je 2015. godini Društvo imalo problema sa podmirenjem kratkoročnih obveza iz kratkotrajne imovine, no unatoč tome Društvo je bilo stabilno i nije prijetila opasnost od stečaja zahvaljujući svojim ulagačima koji su vjerovali u uspješno poslovanje društva. U 2016. godini vidljivo je da Društvo radi na problemu podmirenja kratkoročnih obveza no još uvijek nije u mogućnosti ih pokriti. Također, dogodio se pad i kod pokazatelja ulagača, no on je još uvijek dosta visok te je Društvo još uvijek stabilno bez opasnosti od stečaja. U 2017. godini dogodio se veliki pad Z-score rezultata, iz razloga što je dosta velik dio ulagača izgubilo povjerenje u uspješnost poslovanja. Društvo više nije stabilno te pada u sivu zonu. Društvo je financijski ugroženo no ukoliko poradi na poboljšanju poslovne izvrsnosti moguće je ozdravljenje. U 2018. godini Z-score je malo porastao zahvaljujući tome što se Društvo donekle samo financira, te što mogu izvući nešto zarade iz svoje imovine. Međutim,

povećala se nemogućnost podmirenja kratkoročnih obveza te je Društvo još uvijek financijski ugroženo, no ima veliki potencijal za ozdravljenje te ukoliko nastavi sa poboljšanjem poslovne izvrsnosti već slijedeće godine mogli bi postati stabilno.

### 6.13. Jelsa d.d.

Jelsa d.d. je dioničko društvo sa sjedištem u Jelsi. Društvo je registrirano kod Trgovačkog suda u Splitu. Osnovna djelatnost društva je pružanje hotelijerskih usluga i davanje usluga najma. Tijekom 2009.g. Društvo je restrukturiralo svoje poslovanje na način da je djelatnost operativnog menadžmenta prenijelo na svoja društva – kćeri, putem kojih i dalje nastavlja obavljati svoju djelatnost. Većinski vlasnik Društva je Port Investment Company Ltd. (82,9%).

U 2018. godini temeljni kapital čini 7.462.031 dionica, nominalne vrijednosti 10 kuna svaka. Rezultat poslovanja je dobit u iznosu od 1.926.443 kune, 63,4% manje nego prethodne godine, iz razloga što je prethodne godine evidentiran značajan otpis obveza temeljem sklopljene predstečajne nagodbe. (Jelsa d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 147.088.615 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 138.572.350 kuna, kratkotrajna 8.409.756 kuna, a AVR 106.509 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 96.155.849 kuna, dugoročne obveze 32.139.817 kuna, kratkoročne 12.084.276 kuna i PVR 6.708.673 kuna. (Jelsa d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 8.094.939 kuna te ukupne rashode u iznosu od 6.168.496 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 1.926.443 kune. (Jelsa d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

*Tablica 6.13. Rezultati Z-score modela za Jelsa d.d.*

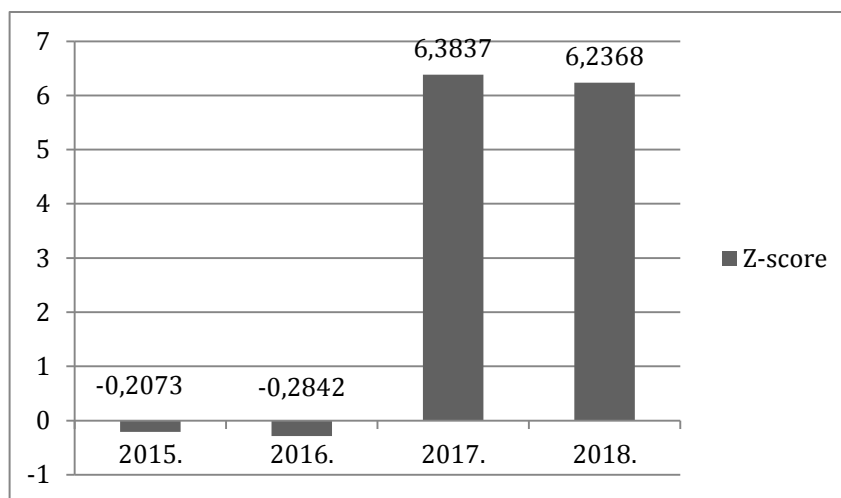
Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,1516	-0,1483	-0,0745	-0,0699
x2	-0,4491	-0,4496	0,0383	0,0507
x3	0,0352	0,0095	0,0370	0,0138
x4	0,7793	0,7861	10,3842	10,2555
x5	0,0197	0,0203	0,0670	0,0507
<b>Z-score</b>	<b>-0,2073</b>	<b>-0,2842</b>	<b>6,3837</b>	<b>6,2368</b>

Izvor: Autorski rad



Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.13. Altmanov Z-score model za Jelsa d.d



Izvor: Autorski rad

Rezultati iz Tablice 6.13. i Grafikona 6.13. pokazuju da se u 2015. i 2016. godini Društvo nalazilo u jako lošoj situaciji u kojoj su prijetili ozbiljni financijski problemi koji bi mogli dovesti do stečaja. No, u 2017. godini Društvo se odlučilo izdati nove dionice i zbog velikog interesa ulagača porasla je i njihova cijena. Osim toga vidljivo je i da je Društvo uspjelo izvući zaradu iz svoje imovine, međutim još nije u mogućnosti pokriti kratkoročne obveze. Unatoč tome, Društvo je postalo stabilno i ukoliko nastavi u takvom smjeru mogu se očekivati vrlo dobri rezultati, sa malim vjerojatnostima za ozbiljne probleme. U 2018. godini Z-score je malo pao, no Društvo je još uvijek stabilno. Ukoliko ne želi doći do situacije iz 2015. godine poduzeće bi trebalo nastaviti poboljšavati svoju poslovnu izvrsnost kako bi otklonilo prijetnju financijskih poteškoća i stečaja.

#### 6.14. Liburnia Riviera Hoteli d.d.

Liburnia Riviera Hoteli utemeljeno je 1947. godine u Opatiji, a dioničko društvo je postalo 1993. godine. Društvo je registrirano na Trgovačkom sudu u Rijeci. Temeljni kapital društva podijeljen je na 302.641 dionica, svaka nominalne vrijednosti od 2.300 kuna.

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 935.679.298 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 873.003.296 kuna, kratkotrajna 61.668.480 kuna, a AVR 1.007.522 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 758.993.151 kuna, rezerviranja 3.941.081 kuna, dugoročne obveze 101.595.187 kuna, kratkoročne 69.320.047 kuna i PVR 1.829.832 kuna. (Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 322.690.845 kuna te ukupne rashode u iznosu od 339.416.881 kuna. Iz toga slijedi da je ostvaren gubitak koji iznosi 16.726.036 kuna koji je uvećan za ostvareni porez na dobit u iznosu od 3.787.327 kuna iz čega slijedi da je ukupan gubitak razdoblja 12.938.709 kuna. (Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

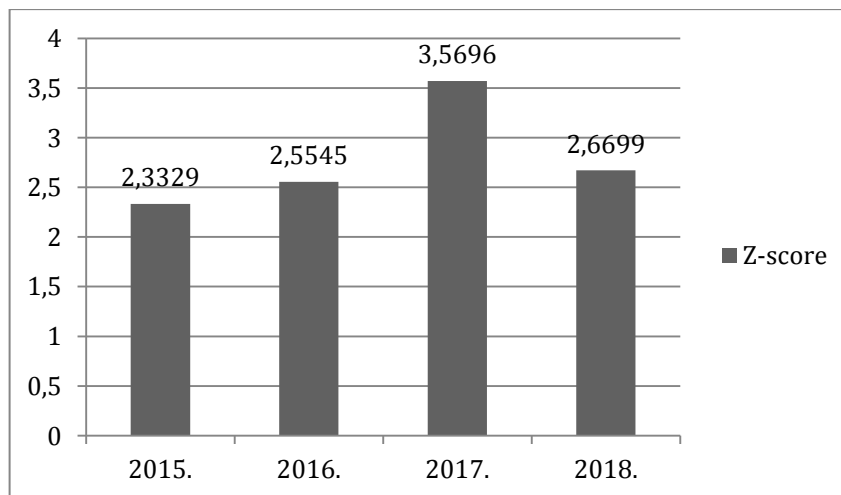
*Tablica 6.14. Rezultati Z-score modela za Liburnia Riviera d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	0,0296	-0,0048	-0,0046	-0,0091
x2	0,0002	0,0180	0,0323	0,0175
x3	0,0095	0,0266	0,0273	-0,0150
x4	3,2952	3,5678	5,1431	3,9396
x5	0,2885	0,3067	0,3540	0,3421
<b>Z-score</b>	<b>2,3329</b>	<b>2,5545</b>	<b>3,5696</b>	<b>2,6699</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

*Grafikon 6.14. Altmanov Z-score model za Liburnia Riviera d.d.*



Izvor: Autorski rad

Prikazani rezultati iz Tablice 6.14. i Grafikona 6.14. pokazuju da se Društvo u 2015. godini nalazi u sivoj zoni tj. financijski je ugroženo, međutim ima potencijala za ozdravljenje. Jedini problem se javio iz razloga što se Društvo ne može samo financirati, već se zadužuje. U 2016. i 2017. godini vidljivo je napredovanje Društva, usprkos tome što nije uspjelo pokriti kratkoročne obveze. 2017. godine Društvo je čak bilo financijski stabilno. U 2018. godini dolazi do pada Z-score rezultata, iz razloga što i dalje Društvo ne može pokriti svoje kratkoročne obveze te je

izgubilo sposobnost da zaradi na svojoj imovini. Također izgubilo je i dio ulagača no usprkos tome, Društvo je i dalje stabilno iako je ta stabilnost dosta slaba jer se nalazi na samoj granici sa sivom zonom. Ukoliko ne želi preći u sivu zonu, Društvo treba poboljšati poslovnu izvrsnost.

## **6.15. Maistra d.d.**

Maistra d.d. je dioničko društvo sa sjedištem u Rovinju, a nastalo je spajanjem društava Jadran-turist d.d. (Rovinj) i Anita d.d. (Vrsar). Od 2005. godine, Društvo je registrirano kod Trgovačkog suda u Rijeci. 2010. godine Društvu je pripojen Rovinjturist d.d. (Rovinj). Maistra d.d. kontrolirana je od strane društva Adria Resorts d.d.. Grupa Maistra trenutno raspolaže s 10 hotela s 1.919 smještajnih jedinica, 8 naselja s 1.949 smještajnih jedinica i 6 kampova s 8.000 parcela. Ukupan kapacitet iznosi 11,9 tisuća smještajnih jedinica u kojima se može smjestiti preko 35.000 gostiju dnevno. (Maistra d.d., 2019.)

U 2018. godini u Društvu je bilo zaposleni 1.605 radnika. Dionički kapital iznosio je 1.277.986 tisuća kuna pri čemu je nominalna vrijednost dionice 116,77 kuna. Društvo je ostvarilo 3,6 milijuna noćenja (5% više nego prethodne godine.) (Maistra d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 3.399.706.457 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 3.319.424.790 kuna, kratkotrajna 72.313.165 kuna, a AVR 7.968.502 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 1.858.881.134 kuna, rezerviranja 55.626.274 kuna, dugoročne obveze 587.481.880 kuna, kratkoročne 849.268.822 kuna i PVR 48.448.347 kuna. (Maistra d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 1.250.163.179 kuna te ukupne rashode u iznosu od 1.064.167.808 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 185.995.371 kune. Taj iznos je uvećan za 103.434.927 kuna zbog stjecanja statusa nositelja poticajnih mjera temeljem Zakona o poticaju ulaganja u razdoblju te tako dobit razdoblja iznosi 289.430.298 kuna. (Maistra d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

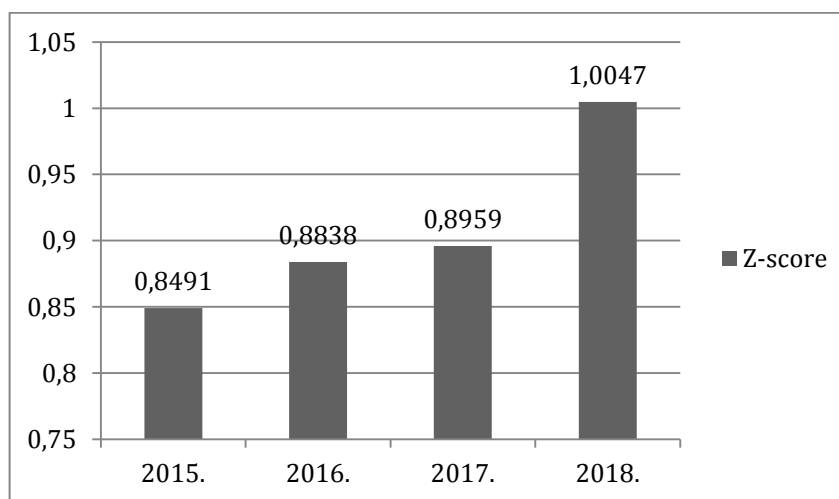
Tablica 6.15. Rezultati Z-score modela za Maistra d.d.

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,4067	-0,3274	-0,3502	-0,2404
x2	0,0231	0,0701	0,0809	0,1525
x3	0,0736	0,0662	0,0786	0,0654
x4	1,1377	0,9862	0,9259	0,8294
x5	0,3793	0,3684	0,3878	0,3662
<b>Z-score</b>	<b>0,8491</b>	<b>0,8838</b>	<b>0,8959</b>	<b>1,0047</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.15. Altmanov Z-score model za Maistra d.d



Izvor: Autorski rad

Prema Z-score rezultatima, prikazanim u Tablici 6.15. i na Grafikonu 6.15 Društvo se kroz sve četiri godine nalazi u situaciji kod koje se pojavljuju znatne financijske poteškoće te prijetnja od stečaja. No, isto tako je vidljivo da Društvo radi na poboljšanju poslovne izvrsnosti jer Z-score iz godine u godinu raste. No usprkos rastu, Društvo mogu zadesiti znatne financijske poteškoće koje mogu dovesti do stečaja u roku od godine dana.

## 6.16. Olympia Vodice d.d.

Olympia Vodice d.d. je javno dioničko društvo registrirano za turizam i ugostiteljstvo sa sjedištem u Vodicama. Hotel Olympia je izgrađen prije 47 godina sklopu tvrtke Vodičanka. Kao hotel s dugogodišnjom tradicijom, u 2006. godini hotel Olympia postaje dioničko društvo te

posluje samostalno. Društvo u segmentu svog poslovanja obuhvaća glavne segmente hrvatske turističke ponude hotelijerstva, ugostiteljstva, barova, beach barova, sportske, rekreativne i zabavne ponude te usluge Turističke agencije Olympia. (Olympia Vodice d.d., 2019.)

Društvo čine dva hotela ukupnog kapaciteta 390 smještajnih jedinica, a 2018. godine stvoreno je 135.594 noćenja (8,4% više nego prethodne godine). Najviše noćenja ostvareno je od strane Hrvata (32.876 noćenja), Nijemaca (16.911 noćenja) i Austrijanaca (15.309 noćenja). Ostalo čine turisti iz Velike Britanije, Slovenije, Švedske, Tajvana, Slovačke, BiH i dr.

Prosječan broj zaposlenih je 227 radnika. (Olympia Vodice d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 382.030.438 kuna. Od toga u aktivni, dugotrajna imovina iznosi 366.222.830 kuna, kratkotrajna 14.684.562 kuna, a AVR 1.123.046 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 142.095.495 kuna, rezerviranja 251.000 kuna, dugoročne obveze 219.855.131 kuna, kratkoročne 13.093.023 kuna i PVR 6.735.789kuna.

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 78.145.629 kuna te ukupne rashode u iznosu od 77.667.633 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 477.996 kune. (Olympia Vodice d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

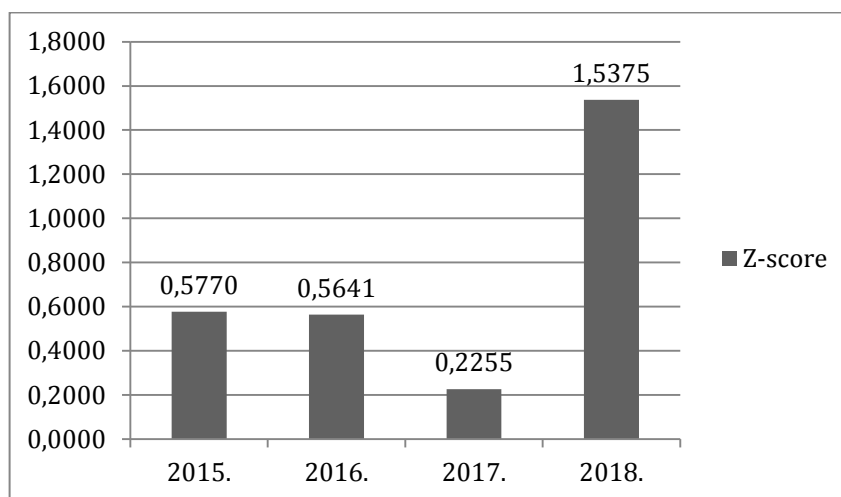
*Tablica 6.16. Rezultati Z-score modela za Olympia Vodice d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,1180	-0,0074	-0,0897	0,9865
x2	-0,2102	-0,1493	-0,1483	-0,1508
x3	0,0572	0,0344	0,0155	0,0144
x4	1,0480	0,8714	0,5397	0,5282
x5	0,1954	0,1457	0,1658	0,2004
<b>Z-score</b>	<b>0,5770</b>	<b>0,5641</b>	<b>0,2255</b>	<b>1,5375</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.16. Altmanov Z-score model za Olympia Vodice d.d



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.16. i na Grafikonu 6.16. vidljivo je da u 2015. godini Društvo nije moglo pokriti kratkoročne obveze iz svoje kratkotrajne imovine te se vodilo politikom zaduživanja. Stanje te godine za ovo Društvo je vrlo loše jer u toj situaciji se javljaju znatne financijske poteškoće koje dovode do stečaja. U 2016. godini Z-score malo raste, a smanjuje se i učinak navedenih problema. U 2017. dolazi do pada Z-score rezultata koji u sjenu baca napredovanje iz 2016. godine. Društvo bi trebalo ozbiljno poraditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti jer mu prijete stečaj. U 2018. godini vidi se nagli rast Z-score rezultata te bi se moglo zaključiti da je prethodne godine implementirano rješenje te zbog prilagodbe tome u 2017. je došlo do pada rezultata, a isplativost se vidjela tek u 2018. godini. Međutim, unatoč rastu potrebno je i dalje raditi na povećanju poslovne izvrsnosti jer Društvu još uvijek prijete financijske poteškoće koje dovode do stečaja.

### 6.17. Plava laguna d.d.

Plava laguna d.d. je dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam sa sjedištem u Poreču. Društvo zajedno sa podružnicama Travel d.o.o., Istraturist j.d.o.o. i Istra DMC d.o.o. čine Grupu Plava laguna Poreč. Grupa je registrirana kod Trgovačkog suda u Pazinu.

Većinski vlasnik Društva je društvo Adriatic Investment Group sa sjedištem u Velikom Vojvodstvu Luxembourg, koje je u potpunom vlasništvu Sutivan Investments Anstalt, Liechtenstein. U 2018. godini društvo je brojilo 1.614 zaposlenika. (Plava laguna d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 3.019.471.125 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 2.790.020.424 kuna, kratkotrajna 224.976.281 kuna, a AVR 4.474.420

kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 2.144.941.501 kuna, rezerviranja 4.571.121 kuna, dugoročne obveze 600.234.912 kuna, kratkoročne 216.510.291 kuna i PVR 53.213.300 kuna. (Plava laguna d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 1.171.790.140 kuna te ukupne rashode u iznosu od 863.799.539 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 307.990.601 kune. Taj iznos je uvećan za 403.058 kuna zbog stjecanja statusa nositelja poticajnih mjera temeljem Zakona o poticaju ulaganja u razdoblju te tako dobit razdoblja iznosi 308.393.659 kuna. (Plava laguna d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

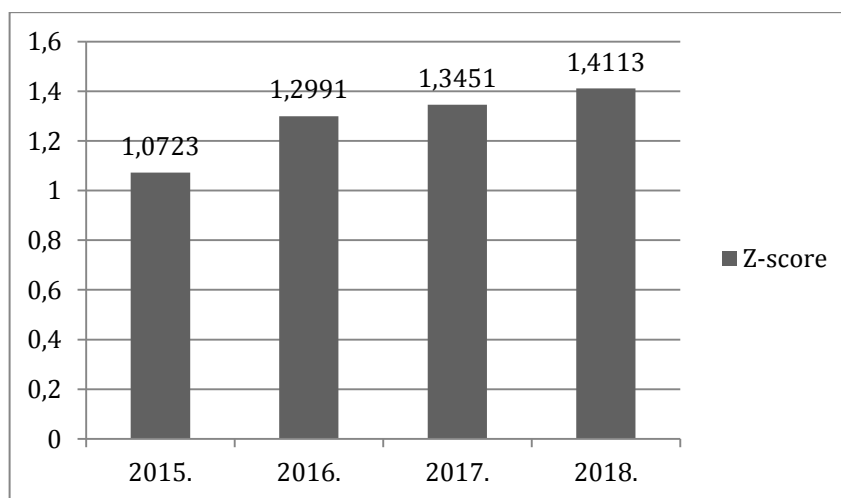
*Tablica 6.17. Rezultati Z-score modela za Plava laguna d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	0,0180	0,0165	0,0421	-0,0133
x2	0,0780	0,1056	0,1218	0,1908
x3	0,0494	0,0627	0,0592	0,1058
x4	0,9232	1,1474	1,1415	0,7448
x5	0,2247	0,2362	0,2439	0,3643
<b>Z-score</b>	<b>1,0723</b>	<b>1,2991</b>	<b>1,3451</b>	<b>1,4113</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

*Grafikon 6.17. Altmanov Z-score model za Plava laguna d.d.*



Izvor: Autorski rad

Poslovanje Društva, prikazano u Tablici 6.17. i na Grafikonu 6.17., ima blage oscilacije. Pad Z-scora u 2017. godini dogodio se zbog smanjenja mogućnosti samofinanciranja i smanjenja mogućnosti da se iz imovine izvuče zarada. U 2018. godine Z-score je lagano rastao, unatoč tome što Društvo nije moglo podmiriti kratkoročne obveze. Kroz sve četiri godine Društvu prijete znatne financijske poteškoće koje dovode do stečaja.

## 6.18. Palace hotel Zagreb d.d.

Palace hotel Zagreb d.d. sa sjedištem u Zagrebu, 1993. godine upisalo je promjenu oblika organiziranja pretvorbom društvenog poduzeća u dioničko društvo. 2006. godine Društvo je upisalo temeljni kapital u iznosu od 50.690.400 podijeljen na 126.726 dionica, svaka u nominalnoj vrijednosti 400 kuna. 2018. godine Društvo broji 69 zaposlenika.

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 103.836.458 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 84.988.796 kuna, kratkotrajna 18.819.590 kuna, a AVR 28.072 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 60.426.548 kuna, rezerviranja 220.077 kuna, dugoročne obveze 34.301.737 kuna, kratkoročne 6.684.421 kuna i PVR 2.203.675 kuna. (Palace hotel Zagreb d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 31.837.865 kuna te ukupne rashode u iznosu od 28.331.888 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 3.505.977 kune. Taj iznos umanjen je za 583.563 kuna zbog poreza na dobit (18%) te tako dobit razdoblja iznosi 2.922.414 kuna. (Palace hotel Zagreb d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

*Tablica 6.18. Rezultati Z-score modela za Palace hotel Zagreb d.d.*

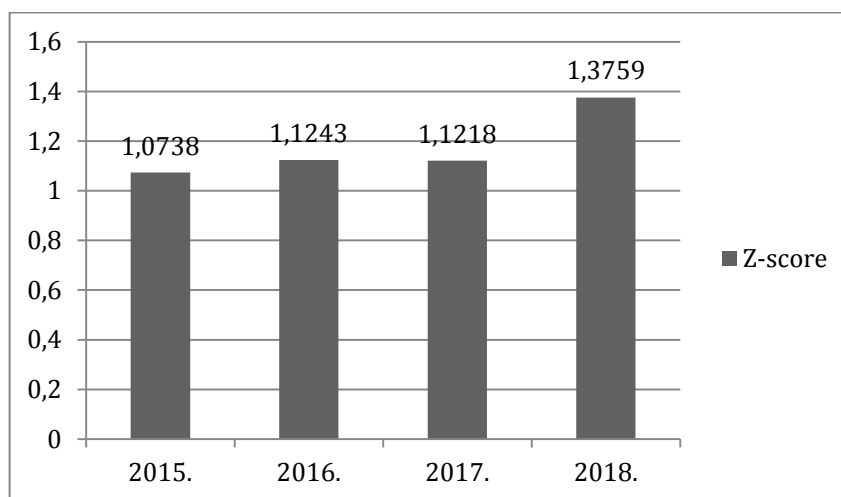
Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	0,0636	0,0995	0,0746	0,0959
x2	0,0373	0,0442	0,0595	0,0825
x3	0,0323	0,0303	0,0254	0,0446
x4	1,0315	1,0461	1,0389	1,1677
x5	0,2199	0,2155	0,2419	0,2975
<b>Z-score</b>	<b>1,0738</b>	<b>1,1243</b>	<b>1,1218</b>	<b>1,3759</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:



Grafikon 6.18. Altmanov Z-score model za Palace hotel Zagreb d.d



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.18. i Grafikona 6.18. vidi se da Društvo nastoji poboljšati poslovnu izvrsnost. U 2016. godini Z-score je rastao, zatim je u 2017. godini lagano pao i zatim u 2018. godini opet rastao. Razlog pada u 2016. godini je što ima oscilacija kod pokazatelja, dok je rast u 2018. godini prvenstveno rezultat povećanja ulagača koji su vjerovali u uspješno poslovanje Društva. Iako je zabilježen rast, Društvu i dalje prijete ozbiljne financijske poteškoće koje mogu dovesti do stečaja u roku od godine dana te bi stoga Društvo trebalo pojačano poraditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti.

### 6.19. Valamar Riviera d.d.

Valamar Riviera d.d. je vodeća turistička grupa u Republici Hrvatskoj te među najvećim investitorima u hrvatski turistički sektor koja pruža usluge ugostiteljstva i turizma i druge s tim povezane djelatnosti. Valamar Riviera razvijala se i rasla na hrvatskom turističkom tržištu više od 60 godina. Razvoj tvrtke obilježilo je nekoliko razdoblja, uvjetovanih društvenim i političkim promjenama i zbivanjima, razvojem turizma te stalnim prilagođavanjem strategije poslovanja vodećim svjetskim trendovima u hotelijerstvu. Kapacitet Društva uključuje trideset i četiri ljetovališta te petnaest kamping ljetovališta. U više od 21 tisuće smještajnih jedinica može se smjestiti gotovo 58 tisuća osoba što Društvo čini najvećom turističkom grupom u Hrvatskoj. U 2018. godini Društvo je imalo 2.749 zaposlenika od čega je njih 1.337 bilo u stalnom radnom odnosu. (Valamar Riviera d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 4.997.606.815 kuna. Od toga u aktivi, dugotrajna imovina iznosi 4.745.258.461 kuna, kratkotrajna 228.130.083 kuna, a AVR

24.218.271 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 2.474.760.657 kuna, rezerviranja 35.699.314 kuna, dugoročne obveze 2.001.600.459 kuna, kratkoročne 374.287.286 kuna i PVR 111.259.099 kuna. (Valamar Riviera d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 1.848.245.833 kuna te ukupne rashode u iznosu od 1.588.038.759 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit u iznosu od 260.207.074 kune. Taj iznos umanjen je za 20.927.598 kuna zbog poreza na dobit (18%) te tako dobit razdoblja iznosi 239.279.476 kuna. (Valamar Riviera d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

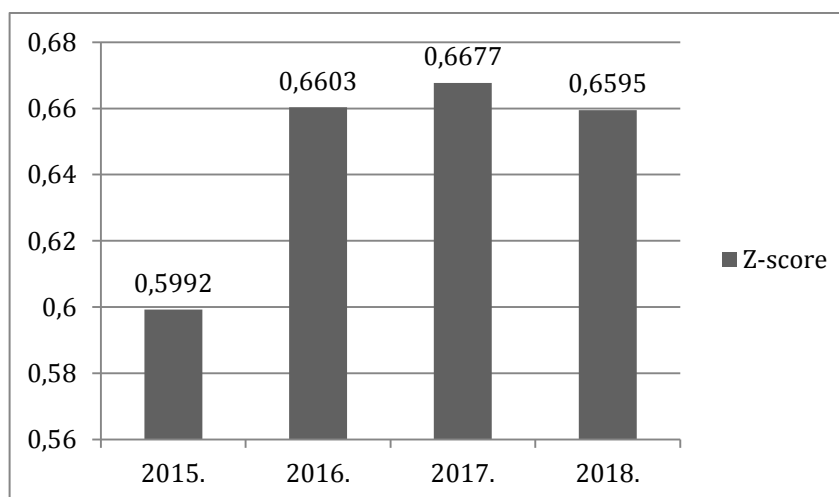
*Tablica 6.19. Rezultati Z-score modela za Valamar Riviera d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	0,0209	-0,0281	-0,0285	-0,0337
x2	0,0381	0,0849	0,1017	0,1037
x3	0,0445	0,0686	0,0562	0,0543
x4	0,0183	0,0260	0,0301	0,0404
x5	0,3628	0,3334	0,3559	0,3512
<b>Z-score</b>	<b>0,5992</b>	<b>0,6603</b>	<b>0,6677</b>	<b>0,6595</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

*Grafikon 6.19. Altmanov Z-score model za Valamar Riviera d.d*



Izvor: Autorski rad

Poslovanje Društva, prikazano u Tablici 6.19 i Grafikonu 6.19., kroz sve 4 godine je jako loše, sa znatnim financijskim poteškoćama i prijetnjom od stečaja. Bez obzira što je došlo do

rasta u 2016. i 2017. godini, mogućnost Društva da podmiri kratkoročne obveze iz godine u godinu pada. Kroz sve četiri godine Društvu prijete ozbiljne financijske poteškoće koje mogu dovesti do stečaja te ukoliko Društvo želi izbjeći stečaj trebalo bi brzo i ozbiljno poraditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti.

## **6.20. Solaris d.d.**

Solaris d.d. pruža usluge iznajmljivanja hotelskih soba i kampova, te usluge hrane i pića u turističke svrhe. Sjedište Društva je u Šibeniku, a kontrolirano je od strane društva UGO Group d.d., Zagreb. Solaris d.d. zajedno sa društvom Vranjica Belvedere d.d. (Seget Vranjica) čine grupu Solaris (Šibenik). Grupa primarno posluje na domaćem terenu te je specijalizirana za hotelijerstvo, ugostiteljstvo i turizam. (Solaris d.d., 2019.)

Temeljni kapital Društva u 2018. godini iznosio je 185.315.700 kuna, podijeljen na 617.719 dionica svaka nominalne vrijednosti 300 kuna. Kapacitet hotelskog smještaja iznosi 1.545 soba tj. 3.039 osnovnih ležajeva no Društvo još ima i 1.345 pomoćni ležajeva što ukupno iznosi 4.384 ležaja. U hotelskom naselju je 66 apartmana, sa 214 osnovnih ležajeva i 150 pomoćnih. Društvo posjeduje autokamp koji raspolaže sa 997 smještajnih jedinica odnosno 2.991 ležajeva. Također, Društvo na raspolaganje ima i 120 mobilnih kućica, kapaciteta 480 osnovnih i 240 pomoćnih ležajeva. Društvo na raspolaganju ima marinu čiji kapacitet je 290 vezova. (Solaris d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 1.550.661.907 kuna. Od toga u aktivni, dugotrajna imovina iznosi 1.464.292.750 kuna, kratkotrajna 86.283.618 kuna, a AVR 85.539 kuna. Pasiva se dijeli na kapital i rezerve koji su iznosili 751.335.074 kuna, rezerviranja 7.551.732 kuna, dugoročne obveze 620.892.761 kuna, kratkoročne 166.444.258 kuna i PVR 4.478.082 kuna. (Solaris d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 351.015.417 kuna te ukupne rashode u iznosu od 389.993.160 kuna. Iz toga slijedi da je ostvaren gubitak koji iznosi 40.035.699 kuna koji je umanjen za troškove poreza na dobit u iznosu od 1.057.956 kuna iz čega slijedi da je ukupan gubitak razdoblja 40.035.699 kuna. (Solaris d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

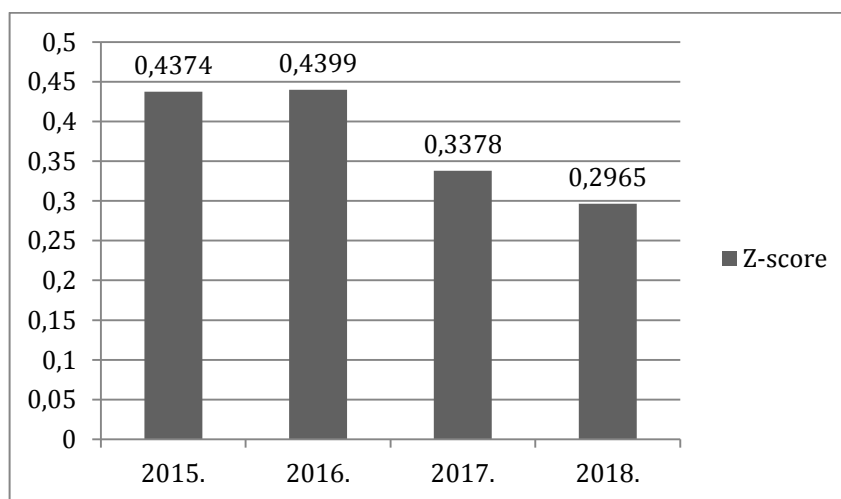
Tablica 6.20. Rezultati Z-score modela za Solaris d.d.

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0234	-0,0295	-0,0467	-0,0545
x2	0,0276	0,0258	0,0582	0,0321
x3	0,0163	0,0167	-0,0106	-0,0133
x4	0,2801	0,2563	0,2444	0,2318
x5	0,2049	0,2267	0,2007	0,2218
<b>Z-score</b>	<b>0,4374</b>	<b>0,4399</b>	<b>0,3378</b>	<b>0,2965</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.20. Altmanov Z-score model za Solaris d.d



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 6.20. i Grafikona 6.20. vidljivo je da je poslovanje Društva loše i postaje sve gore iz godine u godinu. U 2015. godini Društvo nije u mogućnosti pokriti kratkoročne obveze i prijete mu znatne financijske poteškoće i opasnost od stečaja. U 2016. godini dolazi do malog rasta Z-score rezultata, no Društvo i dalje ne može pokriti svoje obveze te je potrebno hitno poboljšanje poslovne izvrsnosti. U 2017. godini dolazi do pada Z-score rezultata, a Društvo i dalje ne može pokriti obveze te je sve dalje od te mogućnosti. Osim toga, Društvo ne može izvući zaradu iz svoje imovine. U 2018. godini Z-score i dalje pada. Društvo je tokom sve četiri godine pod utjecajem ozbiljnih problema, te ukoliko brzo ne nađe rješenje i poboljša svoje poslovanje, vrlo je vjerojatan stečaj u roku od godine dana.

## 6.21. Turisthotel d.d.

Društvo Turisthotel d.d. je dioničko društvo, sa sjedištem u Zadru i registrirano je kod Trgovačkog suda u Zadru. Osnovna djelatnost Društva je pružanje turističko-ugostiteljskih usluga, usluga pranja rublja, te usluga cateringa u zemlji i inozemstvu. Svoju djelatnost Turisthotel d.d. obavlja u turističkom naselju Holiday Resort Zaton, a sastoji se od apartmanskog naselja i kampa. Poslovanje Društva pretežno je sezonskog karaktera. Najviše posjeta ostvarili su turisti iz Njemačke, Nizozemske, Poljske i Austrije. Temeljni kapital čini 366.756 dionica, svaka nominalne vrijednosti 580 kuna. (Turisthotel d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 642.738.705 kuna. Aktivu čine dugotrajna imovina koja iznosi 470.443.123 kuna, kratkotrajna 172.034.208 kuna i AVR 261.374 kuna. Pasivu čine kapital i rezerve koji iznose 443.241.916 kuna, dugoročne obveze iznose 175.314.746 kuna, kratkoročne 20.317.646 kuna i PVR 273.924 kuna. (Turisthotel d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 270.132.164 kuna te ukupne rashode u iznosu od 205.813.646 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit 64.318.518 kuna. Društvo je zbog završetka investicije, prema Zakonu o poticanju investicija i unapređenja investicijskog okruženja ishodilo oslobođenje od plaćanja poreza na dobit u razdoblju od 2016. do 2022. godine. (Turisthotel d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

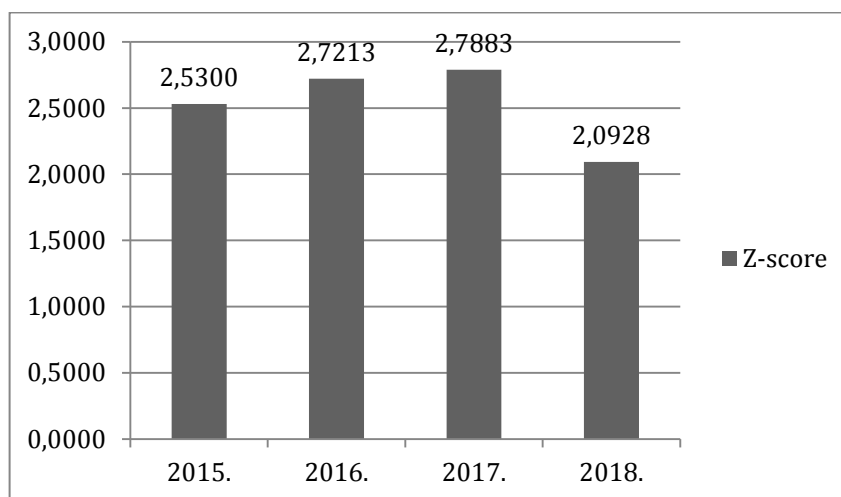
*Tablica 6.21. Rezultati Z-score modela za Turisthotel d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0423	-0,0372	0,2189	0,2304
x2	0,1800	0,2420	0,3010	0,2946
x3	0,1699	0,1653	0,1559	0,1056
x4	2,1504	2,3536	1,8882	1,0663
x5	0,4779	0,4698	0,4569	0,4155
<b>Z-score</b>	<b>2,5300</b>	<b>2,7213</b>	<b>2,7883</b>	<b>2,0928</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 6.21. Altmanov Z-score model za Turisthotel d.d



Izvor: Autorski rad

Rezultati dobiveni u Tablici 6.21. i grafički prikazani na Grafikonu 6.21. prikazuju da je u 2015. godini poslovanje Društva bilo solidno. U 2015. godini Društvo je imalo problema sa podmirivanjem kratkoročnih obveza iz kratkotrajne imovine. Nalazilo se u sivoj zoni, te je bilo financijski ugroženo ali je imalo potencijala za ozdravljenje ukoliko bi ozbiljno poradilo na poboljšanju poslovne izvrsnosti. U 2016. godini dolazi do rasta Z-score rezultata, a i došlo je i do malog smanjenja nemogućnosti plaćanja svojih obveza. Društvo bi trebalo nastaviti u tom smjeru jer je postalo financijski stabilno poduzeće. U 2017. godini Z-score također raste, a Društvo je moglo podmiriti kratkoročne obveze iz kratkotrajne imovine. Društvo je i dalje financijski stabilno s malim šansama za stečaj. U 2018. godini došlo je do pada Z-score iz razloga što su vrijednosti pokazatelja pale. Najveći utjecaj na pad imao je pad povjerenja ulagača u uspješno poslovanje Društva. Time Društvo prelazi u sivu zonu i postaje financijski ugroženo društvo, ali ako poradi na poboljšanju poslovne izvrsnosti Društvo ima šanse za ozdravljenje.

## 6.22. Arena Hospitality Group d.d.

Arena Hospitality Group d.d. jedna je od najdinamičnijih hotelskih grupacija u Srednjoj i Istočnoj Europi koja trenutno nudi portfelj od 26 objekata u vlasništvu, suvlasništvu, najmu ili pod upravljanjem s više od 10.000 soba i smještajnih jedinica u Hrvatskoj, Njemačkoj i Mađarskoj. Zbog više od 40 godina iskustva posjeduju nenadmašivu stručnost u pružanju kvalitetnog smještaja i usluge u autentičnom ambijentu okruženog prirodom. U Hrvatskoj hotele imaju u Puli i Medulinu. (Arena Hospitality Group d.d., 2019.)

Ukupna aktiva i pasiva u 2018. godini iznosile su 2.624.257.901 kuna. Od toga dugotrajna imovina iznosi 1.927.723.396, a kratkotrajna 696.534.505 kuna. Pasivu čine kapital i rezerve koji su iznosili 1.950.663.284 kuna, rezerviranja 69.393.988 kuna, dugoročne obveze 527.207.950 kuna i kratkoročne 76.992.679 kuna. (Arena Hospitality Group d.d., 2019.)

Društvo je u 2018. godini ostvarilo ukupne prihode u iznosu od 517.267.406 kuna te ukupne rashode u iznosu od 435.858.991 kuna. Iz toga slijedi da je ostvarena dobit koja prije oporezivanja iznosi 81.408.415 kuna. Na taj iznos računa se porez od 18% koji iznosi 14.858.008 kuna. Nakon oduzimanja poreza, dobit razdoblja iznosi 66.550.407 kuna. (Arena Hospitality Group d.d., 2019.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

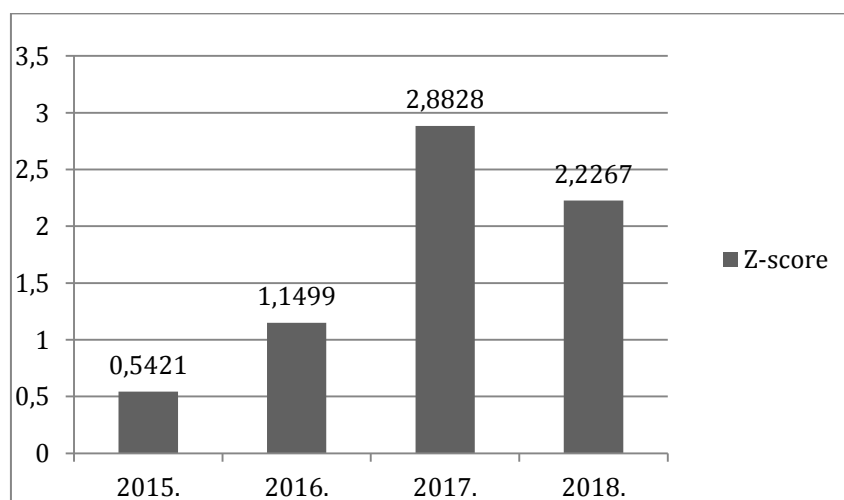
*Tablica 6.22. Rezultati Z-score modela za Arena Hospitality Group d.d.*

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	0,0518	-0,0050	0,2618	0,2361
x2	0,0163	-0,0513	0,0277	0,0505
x3	0,0393	-0,0544	0,0449	0,0361
x4	0,0749	1,9779	3,6419	2,5964
x5	0,2825	0,2205	0,1965	0,1958
<b>Z-score</b>	<b>0,5421</b>	<b>1,1499</b>	<b>2,8828</b>	<b>2,2267</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

*Grafikon 6.22. Altmanov Z-score model za Arena Hospitality Group d.d*



Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati u Tablici 6.22. te grafički prikazani na Grafikonu 6.22., pokazuju da je u 2015. godini stanje Društva loše sa znatnim financijskim poteškoćama koje dovode do stečaja. Međutim, u 2016. godini dolazi do velikog rasta Z-score rezultata i to najviše zahvaljujući ulagačima koji su pokazali povjerenje u uspješno poslovanje Društva. Upravo zahvaljujući ulagačima, Z-score nije pao, jer su se pojavili problemi sa podmirenjem kratkoročnih obveza i Društvo nije uspjelo izvući zaradu iz svoje imovine. U 2015. i 2016. godini poduzeće je bilo pod utjecajem znatnih financijskih poteškoća koje su mogle dovesti do stečaja. Međutim, Društvo je poradilo na svojem poslovanju pa je tako Z-score u 2017. godini dosta porastao. Najveći utjecaj na rast imali su ulagači koji su pokazali povjerenje u uspješnost poslovanja te tako Društvo prelazi iz situacije u kojoj mu je prijetio stečaj u roku od godine dana u financijski stabilno Društvo. U 2018. godini Z-score je pao iz razloga što je Društvo izgubilo dio svojih ulagača, no pala je i vrijednost većine pokazatelja. Time je poduzeće palo u sivu zonu i postalo financijski ugroženo Društvo. Međutim, Društvo ima potencijala za ozdravljenje ukoliko poradi na poboljšanju svoje poslovne izvrsnosti.



## **7. Sektor pružanja usluga smještaja, pripreme i usluživanja hrane**

Ovaj sektor uključuje pružanje usluga smještaja za kraći boravak za posjetitelje i ostale putnike te pružanje usluga pripremana hrane i pića koja se mogu odmah konzumirati. Vrsta i količina dopunskih usluga koja se mogu osigurati unutar ovog područja varira. (NKD 2007. s objašnjenjima, 2007.)

### **7.1. Usluge smještaja**

Tu spadaju jedinice koje pružaju smještaj za kraći boravak za posjetitelje i ostale putnike. Također, tu se uključuju i jedinice koje pružaju usluge smještaja za duže boravke za radnike, studente i slične pojedince. Isto tako ima i jedinica koje pružaju samo smještaj dok druge mogu pružiti i ostale usluge kao što su pripremanje obroka i/ili rekreaciju i dr. (NKD 2007. s objašnjenjima, 2007.)

U tu skupinu spadaju:

- hoteli, hotelska naselja, apartmanski hoteli i moteli,
- dječja i ostala odmarališta, bungalovi, seoske kućice i kolibe, omladinski hosteli i planinarski domovi,
- kampovi i prostori za kampiranje,
- ostali smještaj poput studentskih i školskih domova, radničkih hostela, pansiona i spavaćih kola na željeznici.

### **7.2. Djelatnosti pripreme i usluživanje hrane i pića**

Tu spadaju jedinice koje uključuju djelatnosti posluživanja hrane i pića, točnije uključuju kompletne obroke ili pića za izravnu potrošnju bez obzira na to je li riječ o tradicionalnim restoranima, samoposlužnim ili brzim restoranima, u obliku trajnih ili privremenih štandova sa ili bez sjedala. Važna je činjenica da se nude obroci, namijenjeni izravnoj potrošnji bez obzira na način pružanja usluga. (NKD 2007. s objašnjenjima, 2007.)

U tu skupinu spadaju:

- restorani, restorani brze hrane, mjesta za pripremu obroka za van, kamion za prodaju sladoleda, priprema hrane na štandovima ili na tržnicama,
- djelatnosti u vezu cateringa,

- barovi, koktel barovi, pivnice, kavane, pokretni prodavači pića, barovi za pripremu voćnih napitaka.

### 7.3. Altmanov Z-score model za ukupan sektor pružanja usluga smještaja, pripreme i usluživanja hrane

Nakon što su prikupljeni i analizirani financijski izvještaji poduzeća, analiziran je i sam sektor (Prilog 2.)

Nakon analize dobiveni su slijedeći podaci:

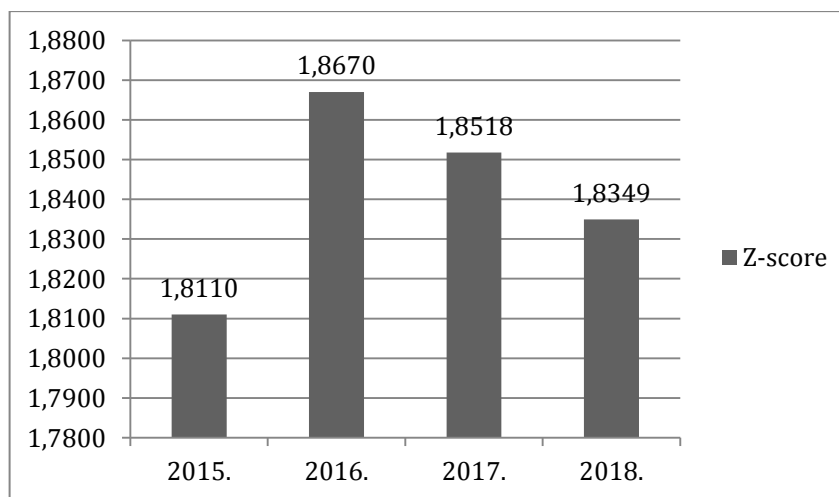
Tablica 7.1. Rezultati Z-score modela za ukupan sektor

Pokazatelji	2015.	2016.	2017.	2018.
x1	-0,0614	-0,0596	-0,0332	-0,0071
x2	0,0092	0,0327	0,0675	0,0941
x3	0,0442	0,0439	0,0505	0,0515
x4	2,4053	2,4396	2,2195	2,0515
x5	0,2827	0,2840	0,2989	0,3108
<b>Z-score</b>	<b>1,8110</b>	<b>1,8670</b>	<b>1,8518</b>	<b>1,8349</b>

Izvor: Autorski rad

Dobiveni rezultati mogu se prikazati i grafički:

Grafikon 7.1. Altmanov Z-score model za ukupan sektor



Izvor: Autorski rad

Iz Tablice 7.1. i Grafikona 7.1. vidi se da u sektoru postoje oscilacije. U 2015. godine sektor jer bio na samoj granici sive zone i pojave ozbiljnih problema. Najveći problem u sektoru stvara

nemogućnost podmirenja kratkoročnih obveza Društava iz vlastitih kratkotrajnih imovina i to kroz sve četiri godine. U 2016. godini dolazi do porasta Z-scora, međutim, sektor je još uvijek financijski nestabilan. Problem iz prethodne godine se smanjio, ali je još uvijek veliki. U 2017. godini dolazi do pada Z-scora i to iz razloga što je pao i udio ulagača koji su imali povjerenja u uspješnost poslovanja sektora. Do 2017. godine udio ulagača je porastao, a u 2017. i 2018. pada. Budući da je ta vrijednost najveća, ona ima i najveći učinak na Z-score. Drugim riječima, kada raste udio ulagača, raste i Z-score, a kada udio ulagača pada, pada i Z-score. Kroz sve četiri promatrane godine može se reći da je sektor financijski ugrožen s potencijalnim ozdravljenjem ukoliko će Društva nastojati poboljšati svoje poslovne izvrsnosti.

## 8. Usporedba dobiti ili gubitka razdoblja i Z-score

Iako Z-score može predvidjeti stečaj, u nekim situacijama dolazi do ne podudaranja dobiti ili gubitka razdoblja sa Z-scorom. Kao npr. kada Z-score prognozira stečaj u roku od godine dana, a dobit je dosta velika, te stoga dolazi do nelogičnosti. U toj situaciji potrebno je proučiti što je rezultiralo velikom dobiti ili gubitku razdoblja.

Društva u kojima su prikazani takvi rezultati (Prilog 3.) su:

- Hoteli Brela d.d.: U 2015. godini. Z-score prognozira stečaj u roku od godine dana, no dobit razdoblja iznosi 17.358.749 kune. Razlog velike dobiti je to što je društvo reinvestiralo dio dobiti iz 2012. godine u iznosu od 6.720.000 kuna te izdavanje 672.070 novih dionica, svaka nominalne cijene 10 kuna u 2013. godini. (Hoteli Brela d.d., 2019.)
- Imperial Riviera d.d.: U 2015. godini dolazi do rasta prihoda. Društvo bilježi rast ukupnih prihoda za 7,3%. Poslovni prihodi su za 6,7% veći u odnosu na prošlu godinu. Financijski prihodi bilježe rast 108,5% zahvaljujući rastu prihoda od kamata zbog povećanog priljeva novca uzrokovanog boljim rezultatima poslovanja, prihodima od pozitivnih tečajnih razlika po osnovi deviznih potraživanja i prohodima od pozitivnih tečajnih razlika uzrokovanih revalorizacijom deviznih kreditnih obveza. u 2017. i 2018. godini dobit razdoblja raste zahvaljujući rastu operativne dobiti. (Imperial Riviera d.d., 2019.)
- Hoteli Jadran d.d.: Društvo je u 2013. godini pokrenulo predstečajni postupak što je razlog velike dobiti u 2015. godini. U 2017. i 2018. godini Društvo je prema rješenju sudskog postupka trebalo isplatiti tražbine prema društvu Optima Leasing d.o.o. (Hoteli Jadran d.d., 2019.)
- Medora hoteli i ljetovališta d.d.: U 2017. godini Društvu su bila isplaćena bespovratna sredstva iz Europskog fona za regionalni razvoj. U 2108. godini društvo je realiziralo kratkoročni kredit u iznosu od 3,5 milijuna kuna. Također, Društvu je odobren i dugoročni investicijski kredit u iznosu od 1,65 milijuna eura. (Medora hoteli i ljetovališta d.d., 2019.)
- Hoteli Tučepi: U 2015. godini dobit razdoblja je veća zahvaljujući porastu prihoda. Nasuprot prethodne godine ukupni prihodi veći su za skoro 9 milijuna kuna. U 2017. godini također je došlo do rasta prihoda. Poslovni prihodi veći su za skoro 13 milijuna kuna, a financijski su veći za skoro 12 milijuna zahvaljujući nerealiziranim prihodima od financijske imovine te ostalim financijskim prihodima. U 2018. godini poslovni rashodi bilježe rast od skoro 15 milijuna kuna od toga najveći rast imali su materijalni

troškovi te financijski rashodi koji su u odnosu na prethodnu godinu bili veći za oko 5 milijuna kuna, najviše zbog vrijednosnih usklađenja financijske imovine. (Hoteli Tučepi d.d., 2019.)

- HTP Korčula d.d.: Društvo ima kredite koji na naplatu dopijevaju 2023. i 2024. godine. U 2018. godini Društvo je uzelo kredit koji će na naplatu dospjeti 2034. godine. (HTP Korčula d.d., 2019.)
- HTP Orebić d.d.: Društvo je u 2015. godini uložilo u investicije u hotel „Orsan“ i hotelski kompleks „Bellevue“. U hotel „Orsan“ su uložene manje investicije koje su se odnosile na popravke, preuređenje, zamjene i ostale radnje. U hotelski kompleks „Bellevue“ je uloženo najveći dio investicija jer se odnosi na potpunu obnovu svih smještajnih kapaciteta i javnih prostora kompleksa. Kompleks će nakon obnove raspolagati sa 160 novoobnovljenih jedinica kategorija 3\* i 4\*. (HTP Orebić d.d., 2019.)
- Hoteli Zlatni Rat d.d.: U 2016. godini došlo je do porasta prihoda za skoro 12 milijuna kuna. Također, u 2016. godini Društvo nije imalo obvezu platiti porez na dobit temeljem porezne bilance zbog korištenja poreznog gubitka ostvarenog u prethodnim godinama. U 2017. godini došlo je do povećanja financijskih rashode za skoro 40 milijuna kuna, točnije zbog kamata, tečajnih razlika i drugih rashoda sa nepovezanim poduzetnicima. (Hoteli Zlatni rat d.d., 2019.)
- Hoteli Živogošće d.d.: U 2015. godini potpuno je obnovljen hotel Sensimar Adriatic Beach, a obnova uključuje proširenje soba, zamjenu postojeće infrastrukture i sveukupno preuređenje svih zajedničkih prostorija hotela. Kompletnu obnovu prošao je i Sensimar Makarska Hotel. Obnova je uključivala proširenje soba, renoviranje bazena, te izgradnju novog bazena i ostalo. U 2017. godini došlo je do pada poslovnih rashoda, točnije ostalih troškova koji su manji za više od 7 milijuna kuna, te financijskih rashoda, točnije kamata, tečajnih razlika i drugih rashoda s povezanim poduzetnicima koji su manji za oko 2,5 milijuna kuna. (Hoteli Živogošće d.d., 2019.)
- Jelsa d.d.: Društvo je u 2013. godine pokrenulo postupak predstečajne nagodbe što je omogućilo Društvu da izađe iz blokade i nastavi poslovati u normalnim uvjetima. Također, došlo je do smanjenja cijena najamnina hotela društvima-kćerima sa 7.800.000 kuna na 2.700.000 kuna neto kako bi se osigurao bolji novčani tok. Razlog smanjenja bio je što društva-kćeri nisu mogle plaćati toliku visinu najma, pa tako ni matica nije bila u mogućnosti podmiriti obveze prema Poreznoj upravi koje su nastale po toj osnovi. Visina najmova ostala je ista i u 2015. godini. (Jelsa d.d., 2019.)

- Liburnia Riviera hoteli d.d.: Tokom 2018. godine Društvo je puno uložilo u obnove hotela. U ožujku je otvoren Remisens hotel Admiral koji je dobio 8 novih smještajnih jedinica u kongresne sadržaje, na mjesta koja su do tad bila van funkcije, a la carte restorana taverne i renovirane wellnes sadržaje. U travnju je otvoren Smart Selection hotel Istra s dodatnih 37 smještajnih jedinica, Remisens hotel Marina (Mošćenička Draga) sa 6 dodatnih soba i vanjski bazen, Remisens Premium Vila Abbazia sa kapacitetom od 13 smještajnih jedinica, Remisens Premium Grand hotel Palace koji je povećao kapacitet za dodatne 3 smještajne jedinice, Remisens Vila Belvedere u Lovranu investicijom je dobio 1 smještajnu jedinicu i vanjski bazen te Smart Selection hotel Lungomare Opatija koji je dobio 1 smještajnu jedinicu i u potpunosti preuređene i klimatizirane prijašnje smještajne jedinice. (Liburnia Riviera d.d., 2019.)
- Maistra d.d.: Kroz sve četiri godine Društvo je dizalo kratkoročni kredit zbog povećanog investiranja u izgradnje hotela. (Maistra d.d., 2019.)
- Olympia Vodice d.d.: U 2015. godini dolazi do rasta poslovnih prihoda za oko 9 milijuna kuna u odnosu na prethodnu godinu. Najviše su porasli ostali poslovni prihodi. U 2016. godini temeljni kapital povećan je za 10.000.000 kuna.(Olympia Vodice d.d., 2019.)
- Plava laguna d.d.: U 2015. godini dolazi do povećanja financijskih rashoda za oko 33 milijuna kuna. U 2016. godini dolazi do rasta prihoda za oko 20 milijuna kuna. Poslovni prihodi rasli su za više od 17 milijuna kuna,a financijski su rasli za oko 3 milijuna kuna. Također, Društvo bilježi i pad rashoda za oko 18 milijuna kuna u odnosu na prethodnu godinu. U 2018. godini dolazi do rasta ukupnih prihoda. Poslovni prihodi veći su za više od 500 milijuna kuna i to prvenstveno prihodi od prodaje izvan grupe. Financijski prihodi veći su za oko 63 milijuna kuna. (Plava laguna d.d., 2019.)
- Valamar Riviera d.d.: U 2014. godini društva Valamar grupa d.d. i Valamar Adria holding d.d. pripojile su se društvu Riviera Adria d.d, a grupa je upisana pod imenom Valamar Riviera d.d. U veljači 2015. godine Društvu se pripojilo društvo-kćer Valamar hoteli i ljetovališta d.o.o.. Društvo je ostvarilo 15,4% više ukupnih prihoda u odnosu na prethodno razdoblje. U 2016. godini dolazi do rasta prihoda Društva. Poslovni prihodi su veći za više od 200 milijuna kuna i najveći dio čine prihodi od prodaje. Financijski prihodi su veći za više od 23 milijuna kuna. U 2017. godini povećali su se operativni troškovi za 21%. Razlozi su konsolidacija društva Imperial, porast materijalnih troškova, povećanje plaća radnika i nova zapošljavanja. U 2018. godini dolazi do pada dobiti u odnosu na prethodnu godinu prvenstveno zbog nižih

poreznih prihoda s osnove manjeg jednokratnog priznavanja odgode porezne imovine koje je u skladu sa Zakonom o poticaju za investicije i unapređenju investicijskog okruženja. (Valamar Riviera d.d., 2019.)

- Solaris d.d.: U 2018. godini došlo je do gubitka razdoblja zbog amortizacije revalorizirane vrijednosti osnovnih sredstava u iznosi od 43.018.241 kuna. (Solaris d.d., 2019.)
- Arena Hospitality Group d.d.: U 2015. godini došlo je do povećanja poslovnih prihoda za 15,1% u odnosu na prethodnu godinu zbog povećanja broja noćenja i povećanja prosječnih cijena smještaja. Ostvarena dobit iz poslovanja, veća je za 194,7% u odnosu na prošlu godinu. Dobit prije odbitka kamata, amortizacije i poreza veća je za 59% u odnosu na prošlu godinu. U 2016. godini dolazi do rasta poslovnih rashoda za 176 milijuna kuna. Najveći dio poslovnih rashoda čini vrijednosno usklađenje dugotrajne imovine. (Arena Hospitality Group d.d., 2019.)

Iz navedenih situacija vidljivo je da Z-score ne može predvidjeti stečaj za 16 Društava od ukupnih 22. Drugim riječima, točnost Z-score modela je svega 27%. Prema navedenome postavljena hipoteza, koja govori da „*Altmanov Z-score model omogućava predviđanje poteškoća u poslovanju i u hrvatskom gospodarstvu.*“ se odbacuje iz razloga što je Z-score nastao u Americi te nije prilagođen hrvatskom uvjetima poslovanja, koje se bazira na dugoročnom zaduživanju za obnovu i ulaganje u hotele. Drugim riječima, Društva su prezadužena i ne odlaze u stečaj po Stečajnom zakonu nego godinama vuku dugove.

## 9. Zaključak

Temeljni financijski izvještaji pružaju informacije o resursima u poduzeću, izvorima tih resursa, učincima raznih transakcija i o događajima na tim resursima. Također, daju informacije o financijskoj uspješnosti poduzeća. Financijski izvještaji mogu biti izvještaji stanja, koji prikazuju stanje i izvor resursa u određenom trenutku u poduzeću, ili mogu biti izvještaji tijeka, koji pokrivaju određeno razdoblje. Obveza svakog poduzetnika je sastavljanje i prezentiranje temeljnih financijskih izvještaja. Temeljni financijski izvještaji su bilanca, račun dobiti i gubitka, izvještaj o promjenama kapitala, izvještaj o novčanom tijeku, izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti i bilješke uz financijske izvještaje.

Bilanca je sustavni pregled imovine, kapitala i obveza na određeni datum. To znači, da na određeni dan, kada se ona sastavlja, daje potpuni pregled imovine, kapitala i obveza poduzeća. Sastoji se od aktive i pasive, te je vrlo važno da su iznosi jednaki. Bilanca se dijele na početnu, pokusnu, konsolidiranu, zbrojnu, diobenu, fuzijsku, sanacijsku i stečajnu bilancu.

Račun dobiti i gubitka je financijski izvještaj koji prikazuje uspješnost poslovanja kroz određeno vremensko razdoblje. Sadrži prikaz svih prihoda i rashoda te ostvarenog financijskog rezultata. Ukoliko su ukupni prihodi veći od ukupnih rashoda ostvarena je dobit što znači da je poslovanje rentabilno, a ukoliko su ukupni prihodi manji od ukupnih rashoda ostvaren je gubitak. Od 1. siječnja 2017. godine, porezna stopa po kojoj se oporezuje dobit u Hrvatskoj je 12% za tvrtke čiji je prihod manji od 3 milijuna kuna i 18% za tvrtke s prihodom većim od 3 milijuna kuna.

Izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti se sastavlja kao dopuna Računu dobiti i gubitka s ciljem da se pokaže dobit koja je posljedica posebnih procjena pojedinih pozicija financijskih izvještaja te ga sastavljaju samo veliki poduzetnici i poduzetnici čije su dionice uvrštene ili se obavlja priprema za uvrštenje na službeno tržište vrijednosnih papira.

Izvještaj o promjenama kapitala sastavlja se za razdoblje između dva datuma odnosno za jedno obračunsko razdoblje.

Izvještaj o novčanom tijeku pokazuje izvore pribavljanja i način uporabe novca. Informacija o novčanim tijekovima pomaže korisnicima financijskih izvještaja u pružanju osnove za ocjenjivanje mogućnosti poduzeća da ostvari novac i novčane ekvivalente te potrebe poduzeća da iskoristi te novčane tijekove.

Bilješke uz financijske izvještaje predstavljaju detaljniju razradu i dopunu pojedinih stavaka svakog izvještaja.

Kriza je negativan događaj koji može nanijeti ozbiljne posljedice, ali i uništiti samo poduzeće. Drugim riječima, kriza označava problematičnu i prijelomnu točku koja je povezana s



donošenjem važnih odluka. 21. stoljeće obilježile su dvije velike krize. Obje krize utjecale su na brojna aktivna poduzeća, odnosno poduzeća u stečaju. Posljedice krize mogu biti nova orijentacija, promjena ponašanja pa sve do preispitivanja dosadašnjih ciljeva poduzeća. Krize utječu na unutarnje i vanjske subjekte.

Stečaj je poseban izvanparnični sudski postupak koji se provodi radi skupnog namirenja svih vjerovnika stečajnog dužnika i to unovčenjem njegove imovine i podjelom prikupljenih sredstava vjerovnicima. Vrijeme trajanja i troškovi stečaja ne mogu se unaprijed procijeniti jer ovise u nizu faktora koji se odnose na stečajnog dužnika i sam postupak. Predstečajni postupak je posebna vrsta izvanparničnog postupka koje se provodi radi uređivanja pravnog položaja dužnika i njegova odnosa prema vjerovnicima i održavanje njegove djelatnosti.

Altmanov Z-score model je jedan od najpoznatijih modela te skupni pokazatelj koji predviđa stečaj poduzeća u roku jedne ili dvije godine. Ima pet pokazatelja od kojih su:  $X_1$  pokazatelj likvidnosti,  $X_2$  stavlja u odnos zadržanu dobit i ukupnu imovinu poduzeća,  $X_3$  pokazuje profitabilnost poduzeća,  $X_4$  pokazuje koliko imovina može izgubiti na vrijednosti prije nego što poduzeće postane nesolventno i  $X_5$  koji pokazuje aktivnost poduzeća.

Rezultati Z-score modela svrstavaju se u tri kategorije. Prva kategorija je kad je Z-score veći od 2,67 i to znači da je poduzeće financijski stabilno i da ima dobru budućnost u kratkoročnom, pa čak i srednjoročnom razdoblju. Druga kategorija je kad je Z-score između 1,81 i 2,67 što znači da su poduzeća podložna stečaju te da trebaju pojačano raditi na poboljšanju poslovne izvrsnosti. Treća kategorija je kad je Z-score manji od 1,81 što znači da je moguća pojava ozbiljnih problema i prijeti stečaj u roku od godine dana.

Također postoje još i A model Z i B model Z. A model Z osmišljen je za poduzeća koja ne kotiraju na burzi i promijenjen je pokazatelj  $x_4$ . Donja granica kod tog modela je 1,23, a gornja 2,90. B model Z nastao je kao rješenje problema utjecaja grana djelatnosti na poduzeće. Taj model prilagođen je neproizvodnim poduzećima te je peti pokazatelj eliminiran iz formule. Donja granica kod tog modela iznosi 10,6, dok gornja iznosi 20,6.

U radu je analizirano 22 poduzeća koja se bave djelatnostima smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Također analizirani je i sami sektor. Pet društava sa najboljim Z-score rezultatima u 2018. godini su Jelsa d.d. (6,2368), Hoteli Jadran d.d. (3,0397), Liburnia Riviera d.d. (2,6699), Ilirija d.d. (2,6539) i Hoteli Orebić d.d. (2,3777.). Pet najlošijih Z-score rezultata u 2018. godini imaju Hoteli Živogošće d.d. (-0,1111), Solaris d.d. (0,2965), Medora hoteli i ljetovališta d.d. (0,4713), Hoteli Zlatni rat d.d. (0,5797), i Valamar Riviera d.d. (0,6595) koji imaju znatne financijske poteškoće i prijeti im stečaj u roku od 1 do 2 godine.

Promatrani sektor uključuje pružanje usluga smještaja za kraći boravak za posjetitelje i ostale putnike te pružanje usluga pripreme hrane i pića koja se mogu odmah konzumirati.

Z-score za ukupan sektor ima oscilacije. Najveći problem u sektoru stvara nemogućnost podmirenja kratkoročnih obveza Društava iz vlastitih kratkotrajnih imovina i to kroz sve četiri godine. U 2016. godini dolazi do porasta Z-scorea, dok u 2017. i 2018. godini pada. Najveća vrijednost je ona koja pokazuje udio ulagača, te ona ima i najveći učinak na Z-score. Drugim riječima, kada raste udio ulagača, raste i Z-score, a kada udio ulagača pada, pada i Z-score. Kroz sve četiri promatrane godine može se reći da je sektor financijski ugrožen s potencijalnim ozdravljenjem ukoliko će Društva nastojati poboljšati svoje poslovne izvrsnosti.

Iako Z-score može predvidjeti stečaj ipak u nekim situacijama dolazi do ne podudaranja dobiti ili gubitka razdoblja sa Z-scorom. Kao npr. kada Z-score prognozira stečaj u roku od godine dana, a dobit je dosta velika, te stoga dolazi do nelogičnosti. U toj situaciji potrebno je proučiti što je rezultiralo velikom dobiti ili gubitku razdoblja.

Na temelju svega navedenog hipoteza rada, koja glasi „*Altmanov Z-score model omogućava predviđanje poteškoća u poslovanju i u hrvatskom gospodarstvu.*“, se odbacuje. Razlog tome je što Z-score nije prilagođen hrvatskom gospodarstvu tj. hrvatskim uvjetima poslovanja. Kao primjer može se uzeti slučaj u kojem Z-score je predviđao stečaj, a dobit razdoblja je bila velika te je došlo do nepoklapanja. Razlog tome je što se poslovanje Društava, pa i cijelog sektora, bazira na dugoročnom zaduživanju. Problem se javio kod većine analiziranih Društava (73%). Drugim riječima, točnost Z-score modela u promatranom sektoru iznosi svega 27%.



**IZJAVA O AUTORSTVU  
I  
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU**

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, KRISTINA ŠIPEK (ime i prezime) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom ANALIZA FINANCIJSKIH IZVEŠTAJA KUPUJUĆI I PRODAJATELJEM (upisati naslov) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Kristina Šipek  
(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, KRISTINA ŠIPEK (ime i prezime) neopozivo izjavljujem da sam suglasan/na s javnom objavom završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom ANALIZA FINANCIJSKIH IZVEŠTAJA KUPUJUĆI I PRODAJATELJEM (upisati naslov) čiji sam autor/ica.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Kristina Šipek  
(vlastoručni potpis)

## Literatura

1. Benolić M., (2012.) Svjetska ekonomska kriza: razvoj, utjecaj na Republiku Hrvatsku i subjektivni stavovi studenata, Zagreb: Pravni fakultet
2. Bilić I., (2017.) Poslovne krize i uloga menadžmenta poduzeća u njihovom ranom otkrivanju pomoću Altmanovog i Bex modela, Diplomski rad, Split: Ekonomski fakultet
3. Čikeš A., (2016.) Kriza i poslovne performanse poduzeća mjerene Z-score i Bex indeksom, Diplomski rad, Split: Ekonomski fakultet
4. Lončar N. (2017) Godišnji financijski izvještaji za mikro poduzetnike, Završni rad, Varaždin: Sveučilište Sjever
5. Miko L., Kukec S.K. (2008.) Računovodstvo. Varaždin: TIVA Tiskara Varaždin
6. Mikša I., (2016.) Ključni pokazatelji uspješnosti poslovanja trgovačkog društva, Specijalistički diplomski stručni rad, Zagreb: RRif Visoka škola za financijski menadžment
7. Mlikotić S., (2010.) Globalna financijska kriza, uzroci, tijek i posljedice, Zagreb: Pravni fakultet
8. Žager, K. et al. (2008.) Analiza financijskih izvještaja. Zagreb: AKD

### Internetski izvori:

9. Porez na dobit URL: [http://www.efos.unios.hr/financiranje-poduzetnickog-pothvata/wp-content/uploads/sites/224/2013/04/Ra%C4%8Dun-dobiti-i-gubitka\\_1.pdf](http://www.efos.unios.hr/financiranje-poduzetnickog-pothvata/wp-content/uploads/sites/224/2013/04/Ra%C4%8Dun-dobiti-i-gubitka_1.pdf) (pristupljeno 11.03.2019.)
10. <https://www.financewalk.com/altman-zscore/#the-origin-of-altman-z-score-bankruptcy-score> (pristupljeno 11.03.2019.)
11. Hoteli Brela d.d., Godišnji izvještaj za 2018. godinu, (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HBRL-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)

12. Hoteli Haludovo Makarska d.d., Godišnji izvještaj, (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HHLD-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
13. Imperial d.d., Godišnje izvješće, (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HIMR-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
14. Hoteli Jadran d.d., Konsolidirano financijsko izvješće za razdoblje od 01.01. do 31.12.2018, (2019.) URL: <https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HJDR-fin2018-1Y-REV-K-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
15. Hoteli Maestral d.d., Izvješće neovisnog revizora i financijski izvještaji 2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HMST-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
16. Medora hoteli i ljetovališta d.d., Godišnji financijski izvještaji i Izvješće neovisnog revizora za 2018. godinu., (2019) URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HPDG-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf> (pristupljeno 5.09.2019.)
17. Hoteli Tučepi d.d., Godišnji izvještaj za 2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HTCP-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
18. HTP Korčula d.d., Godišnje izvješće i izvješće neovisnog revizora 31. prosinca 2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HTPK-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
19. HTP Orebić d.d., Izvješće o poslovanju za razdoblje 01.01.2018. do 31.12.2018., (2019.)  
URL:[https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HTPO-fin2018-1Y-REV-N-HR\\_2.pdf](https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HTPO-fin2018-1Y-REV-N-HR_2.pdf)  
(pristupljeno 5.09.2019.)

20. Hoteli Zlatni rat d.d., Godišnji izvještaj za 2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HZLA-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
21. Hoteli Živogošće d.d., Godišnji financijski izvještaj za 2018. godinu, (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/HZVG-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
22. Ilirija d.d., Financijski izvještaj za razdoblje od 01.01.-31.12.2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/ILRA-fin2018-1Y-NotREV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
23. Jelsa d.d., Nekonsolidirano financijsko izvješće za razdoblje od 01.01. do 31.12.2018.,  
(2019.) URL: <https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/JLSA-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
24. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Godišnji financijski izvještaji, (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/LRH-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
25. Maistra d.d., Godišnje izvješće i izvješće neovisnog revizora 31.prosinca 2018. zajedno s  
dodatnim dokumentima, (2019.) URL:[https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/MAIS-  
fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf](https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/MAIS-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf) (pristupljeno 5.09.2019.)
26. Olympia Vodice d.d., Rezultati poslovanja 01.01.2018. - 31.12.2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/OLVD-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
27. Plava laguna d.d., Godišnji izvještaj, (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/PLAG-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)

28. Palace hotel Zagreb d.d., Godišnji financijski izvještaji, (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/PLCH-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
29. Valamar Riviera d.d., Godišnje izvješće 2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/RIVP-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
30. Solaris d.d., Godišnje financijsko izvješće Društva za 2018. godinu, (2019.)  
URL:[https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/SLRS-fin2018-1Y-REV-N-HR\\_2.pdf](https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/SLRS-fin2018-1Y-REV-N-HR_2.pdf)  
(pristupljeno 5.09.2019.)
31. Turisthotel d.d., Godišnje izvješće i izvješće revizora za 2018.g., (2019.),  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/TUHO-fin2018-1Y-REV-K-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
32. Arena Hospitality Group d.d., Godišnje izvješće i financijski izvještaji 2018., (2019.)  
URL:<https://www.zse.hr/userdocsimages/financ/ARNT-fin2018-1Y-REV-N-HR.pdf>  
(pristupljeno 5.09.2019.)
33. NKD 2007. s objašnjenjima URL:[https://e-obrt.portor.hr/dokumenti/nkd2007\\_s\\_objasnjenjima.pdf](https://e-obrt.portor.hr/dokumenti/nkd2007_s_objasnjenjima.pdf) (pristupljeno 5.09.2019)
34. Porezna uprava, Smanjenje porezne osnovice/povećanje poreznog gubitka, (2016.)  
URL:[https://www.porezna-uprava.hr/baza\\_znanja/Stranice/PorezNaDobitSmanjenjePorezneOsnovicePovecanjePoreznogGubitka.aspx](https://www.porezna-uprava.hr/baza_znanja/Stranice/PorezNaDobitSmanjenjePorezneOsnovicePovecanjePoreznogGubitka.aspx) (pristupljeno 6.09.2019.)
35. Porezna uprava, Povećanje porezne osnovice/smanjenje gubitka, (2016.)  
URL:[https://www.porezna-uprava.hr/baza\\_znanja/Stranice/PorezNaDobitPove%C4%87anjePorezneOsnoviceSmanjenjeGubitka.aspx](https://www.porezna-uprava.hr/baza_znanja/Stranice/PorezNaDobitPove%C4%87anjePorezneOsnoviceSmanjenjeGubitka.aspx) (pristupljeno 6.09.2019.)
36. Psc, Stečaj, (2017.) URL:<http://psc.hr/stecaj/> (pristupljeno 6.09.2019.)

37. Objašnjenje Altman Z-score modela URL:<http://www.efos.unios.hr/nsarlija/wp-content/uploads/sites/88/2013/04/Altman-z-score.pdf> (pristupljeno 6.09.2019.)



## Popis slika

Slika 2.1. Najosnovniji prikaz strukture bilance.....	4
Slika 2.2. Način utvrđivanja dobiti poslije oporezivanja.....	11

## Popis tablica

Tablica 2.1. Osnovne pozicije u računu dobiti i gubitka .....	8
Tablica 4.1. Pokazatelji Altmanovog Z- score modela .....	22
Tablica 6.1. Rezultati Z-score modela za Hoteli Brela d.d.....	26
Tablica 6.2. Rezultati Z-score modela za Hoteli Haludovo Malinska d.d.....	27
Tablica 6.3. Rezultati Z-score modela za Imperial Riviera d.d. ....	29
Tablica 6.4. Rezultati Z-score modela za Hoteli Jadran d.d. ....	31
Tablica 6.5. Rezultati Z-score modela za Hoteli Maestral d.d. ....	33
Tablica 6.6. Rezultati Z-score modela za Medora hoteli i ljetovališta d.d. ....	34
Tablica 6.7. Rezultati Z-score modela za Hoteli Tučepi d.d. ....	36
Tablica 6.8. Rezultati Z-score modela za HTP Korčula d.d. ....	38
Tablica 6.9. Rezultati Z-score modela za HTP Orebić d.d. ....	39
Tablica 6.10. Rezultati Z-score modela za Hoteli Zlatni rat d.d.....	41
Tablica 6.11. Rezultati Z-score modela za Hoteli Živogošće d.d.....	43
Tablica 6.12. Rezultati Z-score modela za Ilirija d.d. ....	45
Tablica 6.13. Rezultati Z-score modela za Jelsa d.d. ....	46
Tablica 6.14. Rezultati Z-score modela za Liburnia Riviera d.d.....	48
Tablica 6.15. Rezultati Z-score modela za Maistra d.d. ....	50
Tablica 6.16. Rezultati Z-score modela za Olympia Vodice d.d.....	51
Tablica 6.17. Rezultati Z-score modela za Plava laguna d.d.....	53
Tablica 6.18. Rezultati Z-score modela za Palace hotel Zagreb d.d.....	54
Tablica 6.19. Rezultati Z-score modela za Valamar Riviera d.d.....	56
Tablica 6.20. Rezultati Z-score modela za Solaris d.d. ....	58
Tablica 6.21. Rezultati Z-score modela za Turisthotel d.d.....	59
Tablica 6.22. Rezultati Z-score modela za Arena Hospitality Group d.d. ....	61
Tablica 7.1. Rezultati Z-score modela za ukupan sektor.....	64

## Popis grafikona

Grafikon 6.1. Altmanov Z-score za Hoteli Brela d.d. ....	26
Grafikon 6.2. Altmanov Z-score za Hoteli Haludovo Malinska d.d. ....	28
Grafikon 6.3. Altmanov Z-score za Imperial Riviera d.d. ....	30
Grafikon 6.4. Altmanov Z-score za Hoteli Jadran d.d. ....	31
Grafikon 6.5. Altmanov Z-score model za Hoteli Maestral d.d. ....	33
Grafikon 6.6. Altmanov Z-score model za Medora hoteli i ljetovališta d.d. ....	35
Grafikon 6.7. Altmanov Z-score model za Hoteli Tučepi d.d. ....	36
Grafikon 6.8. Altmanov Z-score za HTP Korčula d.d. ....	38
Grafikon 6.9. Altmanov Z-score za HTP Orebić d.d. ....	40
Grafikon 6.10. Altmanov Z-score model za Hoteli Zlatni rat d.d. ....	42
Grafikon 6.11. Altmanov Z-score model za Hoteli Živogošće d.d. ....	43
Grafikon 6.12. Altmanov Z-score model za Ilirija d.d. ....	45
Grafikon 6.13. Altmanov Z-score model za Jelsa d.d. ....	47
Grafikon 6.14. Altmanov Z-score model za Liburnia Riviera d.d. ....	48
Grafikon 6.15. Altmanov Z-score model za Maistra d.d. ....	50
Grafikon 6.16. Altmanov Z-score model za Olympia Vodice d.d. ....	52
Grafikon 6.17. Altmanov Z-score model za Plava laguna d.d. ....	53
Grafikon 6.18. Altmanov Z-score model za Palace hotel Zagreb d.d. ....	55
Grafikon 6.19. Altmanov Z-score model za Valamar Riviera d.d. ....	56
Grafikon 6.20. Altmanov Z-score model za Solaris d.d. ....	58
Grafikon 6.21. Altmanov Z-score model za Turisthotel d.d. ....	60
Grafikon 6.22. Altmanov Z-score model za Arena Hospitality Group d.d. ....	61
Grafikon 7.1. Altmanov Z-score model za ukupan sektor ....	64

## Popis priloga

Prilog 1. Potrebni podaci društava potrebni za izračunavanje Z-score modela

<i>Hoteli</i>	<i>Godina</i>	<i>Ukupna imovina</i>	<i>Radni kapital</i>	<i>Ukupne obveze</i>	<i>Zadržana dobit ili preneseni gubitak</i>	<i>Dobit ili gubitak razdoblja</i>	<i>EBIT</i>	<i>Prihod od prodaje</i>	<i>Tržišna vrijednost glavnice</i>
<b>Hoteli Brela d.d.</b>	<b>2015.</b>	398.431.583	-25.581.691	93.081.474	13.730.408	17.358.749	26.134.153	102.924.066	208.341.700,00
	<b>2016.</b>	401.997.927	1.530.471	78.712.656	30.221.219	16.401.879	24.816.306	108.463.676	208.341.700,00
	<b>2017.</b>	404.689.653	-35.160.475	139.059.118	43.598.597	7.414.284	12.902.578	110.510.608	208.341.700,00
	<b>2018.</b>	406.654.701	97.377	131.864.430	50.642.167	9.159.736	16.756.256	133.027.784	208.341.700,00
<b>Hoteli Haludovo Malinska d.d.</b>	<b>2015.</b>	212.248.102	56.523	53.867.147	-49.478.283	-6.848.566	-5.679.146	1.516.112	214.658.160,00
	<b>2016.</b>	210.078.603	-219.213	58.457.853	-56.325.850	-6.760.206	-5.547.023	1.415.678	214.658.160,00
	<b>2017.</b>	207.565.833	-972.641	62.900.782	-63.087.056	-6.955.691	-5.688.937	1.434.577	214.658.160,00
	<b>2018.</b>	205.543.053	-463.174	70.776.053	-70.042.747	-9.898.059	-8.529.647	1.668.464	214.658.160,00
<b>Imperial Riviera d.d.</b>	<b>2015.</b>	511.155.097	-3.395.524	175.339.835	37.396.540	17.123.533	25.954.538	128.046.893	254.342.000,00
	<b>2016.</b>	557.848.194	6.783.293	216.307.025	52.612.507	7.633.473	14.372.758	139.649.685	254.342.000,00
	<b>2017.</b>	567.484.372	11.824.106	210.704.376	60.245.981	15.238.826	21.291.222	157.031.797	518.221.825,00
	<b>2018.</b>	592.791.052	6.832.533	227.975.018	64.675.271	18.845.574	24.624.075	176.884.461	518.221.825,00
<b>Hoteli Jadran d.d.</b>	<b>2015.</b>	128.204.608	-5.436.270	39.953.547	-26.007.266	23.269.557	23.897.168	23.686.942	74.980.500,00
	<b>2016.</b>	130.218.646	3.412.860	38.365.391	-2.737.709	3.602.194	4.461.318	10.907.509	74.980.500,00
	<b>2017.</b>	107.832.670	6.362.174	15.845.421	864.485	133.994	314.628	8.473.502	74.980.500,00
	<b>2018.</b>	107.547.243	10.441.919	15.795.186	998.478	-235.191	-235.030	7.773.784	74.980.500,00
<b>Hoteli Maestral d.d.</b>	<b>2015.</b>	193.639.099	-4.845.305	70.619.687	-19.667.030	2.569.095	6.289.618	50.460.291	103.144.000,00
	<b>2016.</b>	193.808.241	-2.275.277	66.909.744	-17.097.935	3.879.085	8.096.804	51.337.309	103.144.000,00
	<b>2017.</b>	195.304.614	-466.846	64.253.766	-13.218.851	4.152.352	7.559.262	54.034.799	103.144.000,00
	<b>2018.</b>	196.816.309	732.415	68.833.456	-10.339.659	3.124.776	6.050.557	54.577.127	103.144.000,00
<b>Medora hoteli i ljetovališta d.d.</b>	<b>2015.</b>	259.934.180	-37.591.689	94.680.138	-137.592.688	-3.792.545	-872.305	32.392.547	52.662.500,00
	<b>2016.</b>	378.118.098	-30.725.578	215.782.483	-141.385.234	-4.311.034	-690.556	48.217.957	52.662.500,00
	<b>2017.</b>	381.457.602	-15.941.771	207.783.331	1.917.413	8.510.912	15.212.322	72.819.176	52.662.500,00
	<b>2018.</b>	408.840.249	-22.574.163	226.020.741	11.739.798	8.867.026	15.975.737	81.050.865	52.662.500,00
<b>Hoteli Tučepi d.d.</b>	<b>2015.</b>	466.440.536	-13.649.863	169.034.940	5.891.922	10.994.070	15.952.317	101.294.043	208.109.700,00
	<b>2016.</b>	469.209.824	1.368.441	55.239.968	16.335.289	14.764.923	22.484.324	112.007.356	208.109.700,00
	<b>2017.</b>	426.044.633	61.409.945	157.988.107	29.847.841	28.374.609	36.467.522	125.776.059	208.109.700,00
	<b>2018.</b>	465.314.191	55.307.695	180.198.692	56.803.719	17.058.974	24.581.751	139.294.459	208.109.700,00
<b>HTP Korčula d.d.</b>	<b>2015.</b>	233.410.600	-2.610.932	77.080.880	13.121.603	-189.790	3.509.484	52.658.911	87.323.000,00
	<b>2016.</b>	267.353.940	19.556.131	74.352.478	13.121.603	771.783	4.009.469	53.376.990	123.443.450,00
	<b>2017.</b>	302.269.669	9.041.314	106.612.424	13.994.700	2.627.336	5.284.782	66.858.715	123.443.450,00
	<b>2018.</b>	291.203.153	10.401.999	84.164.235	16.622.035	10.727.986	15.734.047	80.886.503	123.443.450,00

<b>HTP Orebić d.d.</b>	<b>2015.</b>	70.752.887	10.838.432	8.600.143	-1.310.139	-585.117	-466.244	14.695.951	47.582.000,00
	<b>2016.</b>	82.265.725	1.309.660	18.650.283	-1.559.256	1.059.448	1.321.369	18.762.867	47.582.000,00
	<b>2017.</b>	83.770.284	5.037.061	17.944.903	-271.249	2.209.938	2.618.663	21.686.894	47.582.000,00
	<b>2018.</b>	76.326.014	4.635.942	15.690.811	1.841.755	1.658.805	2.608.620	23.532.849	47.582.000,00
<b>Hoteli Zlatni Rat d.d.</b>	<b>2015.</b>	524.512.488	-62.912.105	313.403.919	-141.018.878	3.281.551	9.845.921	101.292.538	261.186.840,00
	<b>2016.</b>	528.364.852	-25.282.015	221.560.696	-137.737.327	9.881.283	17.421.442	111.693.735	261.186.840,00
	<b>2017.</b>	393.351.189	-71.999.776	197.055.311	-131.579.611	-20.998.170	-21.587.400	113.191.220	261.186.840,00
	<b>2018.</b>	405.177.933	-33.547.005	204.066.392	-152.577.780	4.815.663	12.492.711	129.643.407	261.186.840,00
<b>Hoteli Živogošće d.d.</b>	<b>2015.</b>	310.147.893	-32.911.064	270.057.303	-10.871.272	-22.461.424	-20.593.099	49.879.529	24.687.600,00
	<b>2016.</b>	324.229.663	-16.794.813	281.085.677	-33.120.904	1.845.373	6.477.342	79.810.096	24.687.600,00
	<b>2017.</b>	317.308.001	-188.347.772	218.733.005	-31.058.443	11.241.585	19.151.373	85.088.616	69.687.600,00
	<b>2018.</b>	331.263.842	-173.749.565	226.487.595	-19.898.033	6.522.351	13.553.825	84.533.154	69.687.600,00
<b>Ilirija d.d.</b>	<b>2015.</b>	315.151.668	-24.113.815	98.775.500	13.370.143	21.533.371	29.541.196	127.662.243	2.152.276.193,76
	<b>2016.</b>	413.186.169	-17.816.447	137.502.261	19.870.143	30.676.046	36.014.876	127.591.141	2.773.870.028,16
	<b>2017.</b>	426.057.263	-14.756.478	131.841.078	12.348.497	27.238.944	38.450.370	149.515.545	411.306.624,96
	<b>2018.</b>	457.638.775	-19.098.850	140.503.399	29.366.201	29.795.130	41.419.356	159.490.115	439.254.816,00
<b>Jelsa d.d.</b>	<b>2015.</b>	148.178.664	-22.460.296	120.669.435	-69.092.639	2.543.904	5.210.893	2.924.288	94.043.110,00
	<b>2016.</b>	147.416.367	-21.861.733	119.634.448	-66.548.735	272.690	1.393.124	2.993.371	94.043.110,00
	<b>2017.</b>	144.531.216	-10.768.441	50.301.810	272.690	5.261.907	5.341.591	9.682.796	522.342.170,00
	<b>2018.</b>	147.088.615	-10.276.684	50.932.766	5.534.597	1.926.443	2.033.650	7.458.258	522.342.170,00
<b>Liburnia Riviera hoteli d.d.</b>	<b>2015.</b>	953.923.107	28.248.243	211.237.491	0	181.425	9.094.213	275.207.906	696.074.300,00
	<b>2016.</b>	950.676.492	-4.543.138	195.101.546	81.668	16.995.532	25.261.533	291.617.345	696.074.300,00
	<b>2017.</b>	907.263.309	-4.214.582	135.341.449	12.970.998	16.356.914	24.763.072	321.155.057	696.074.300,00
	<b>2018.</b>	935.679.298	-8.473.877	176.686.147	29.327.912	-12.938.709	-14.071.703	320.130.034	696.074.300,00
<b>Maistra d.d.</b>	<b>2015.</b>	2.285.395.726	-929.439.496	1.023.188.064	-49.275.383	102.071.694	168.172.856	866.913.554	1.164.039.896,04
	<b>2016.</b>	2.579.268.813	-844.521.275	1.180.353.337	50.156.495	130.536.977	170.806.434	950.145.415	1.164.039.896,04
	<b>2017.</b>	2.949.764.304	-1.033.008.138	1.380.313.467	76.542.826	162.144.756	231.980.354	1.143.939.425	1.277.970.465,03
	<b>2018.</b>	3.399.706.457	-817.435.502	1.540.825.323	228.873.982	289.430.298	222.497.980	1.245.030.116	1.277.970.465,03
<b>Olympia Vodice d.d.</b>	<b>2015.</b>	246.008.302	-29.025.054	111.383.550	-61.300.682	9.578.790	14.068.613	48.078.138	116.732.401,86
	<b>2016.</b>	305.539.734	-2.262.797	154.491.233	-51.718.893	6.087.475	10.515.320	44.511.863	134.621.275,62
	<b>2017.</b>	391.238.930	-35.111.480	249.426.281	-58.621.601	611.869	6.063.123	64.860.731	134.621.275,62
	<b>2018.</b>	382.030.438	376.886.188	239.934.943	-58.079.873	477.996	5.496.070	76.554.157	126.732.394,45
<b>Plava laguna d.d.</b>	<b>2015.</b>	2.295.520.963	41.242.161	705.470.962	111.254.047	67.864.778	113.318.908	515.752.423	651.318.000,00
	<b>2016.</b>	2.259.153.838	37.347.518	567.670.547	137.796.246	100.717.565	141.625.736	533.511.914	651.318.000,00
	<b>2017.</b>	2.368.447.076	99.715.144	570.577.480	183.038.848	105.428.847	140.124.562	577.756.742	651.318.000,00
	<b>2018.</b>	3.019.471.125	-40.272.890	874.529.624	267.632.040	308.393.659	319.336.522	1.100.061.484	651.318.000,00

<b>Palace hotel Zagreb d.d.</b>	<b>2015.</b>	104.934.213	6.674.097	49.143.582	2.549.845	1.360.242	3.389.499	23.070.730	50.690.400,00
	<b>2016.</b>	105.463.119	10.497.773	48.457.276	3.816.684	844.060	3.190.589	22.726.845	50.690.400,00
	<b>2017.</b>	106.788.050	7.964.261	48.790.341	4.971.135	1.379.172	2.708.930	25.837.264	50.690.400,00
	<b>2018.</b>	103.836.458	9.959.566	43.409.910	5.913.408	2.650.116	4.632.085	30.895.571	50.690.400,00
<b>Valamar Riviera d.d.</b>	<b>2015.</b>	3.566.618.693	74.557.551	1.664.928.013	30.576.912	105.461.477	158.703.877	1.294.036.934	30.545.569,50
	<b>2016.</b>	4.465.334.310	-125.668.737	2.091.697.271	36.580.064	342.313.777	306.185.990	1.488.610.601	54.373.955,52
	<b>2017.</b>	4.996.605.048	-142.210.717	2.480.430.138	263.138.894	245.087.385	280.862.632	1.778.395.862	74.720.939,64
	<b>2018.</b>	5.668.945.486	-190.903.599	2.910.412.738	348.674.430	239.187.507	307.955.604	1.990.984.717	117.589.527,00
<b>Solaris d.d.</b>	<b>2015.</b>	1.495.489.029	-34.945.384	661.492.931	38.870.337	2.455.633	24.342.782	306.488.505	185.315.700,00
	<b>2016.</b>	1.538.992.395	-45.419.027	723.068.637	41.325.970	2.474.324	25.644.112	348.900.908	185.315.700,00
	<b>2017.</b>	1.542.016.306	-71.988.603	758.388.813	86.818.508	2.978.670	-16.352.861	309.434.888	185.315.700,00
	<b>2018.</b>	1.550.861.907	-84.553.183	799.326.833	89.797.179	-40.035.699	-20.654.047	344.051.164	185.315.700,00
<b>Turisthotel d.d.</b>	<b>2015.</b>	429.803.013	-18.183.452	98.919.529	7.545.037	69.831.929	73.013.805	205.410.470	212.718.480,00
	<b>2016.</b>	455.339.905	-16.957.750	90.381.209	39.200.646	70.975.829	75.249.472	213.897.510	212.718.480,00
	<b>2017.</b>	524.205.514	114.745.818	112.656.235	78.181.083	79.597.665	81.703.343	239.531.149	212.718.480,00
	<b>2018.</b>	642.738.705	148.113.539	199.496.789	125.056.188	64.318.518	67.868.916	267.067.455	212.718.480,00
<b>Arena Hospitality Group d.d.</b>	<b>2015.</b>	1.285.883.553	66.605.441	582.449.298	2.259.658	18.724.184	50.505.116	363.249.664	43.650.000
	<b>2016.</b>	1.772.257.275	-8.924.242	697.709.049	20.983.842	-111.935.425	-96.400.532	390.757.450	1.380.016.575
	<b>2017.</b>	2.483.539.229	650.173.293	598.512.863	0	68.823.676	111.590.474	487.915.687	2.179.706.425
	<b>2018.</b>	2.624.257.901	619.541.826	673.594.617	65.877.455	66.550.407	94.773.117	513.716.443	1.748.893.861
<b>Ukupni Sektor</b>	<b>2015.</b>	16.583.200.371	-1.018.879.492	6.693.377.368	-289.047.808	442.326.540	733.334.163	4.687.642.678	23.937.526.932
	<b>2016.</b>	18.134.124.203	-1.081.465.895	7.128.562.873	-46.129.467	638.727.051	796.710.207	5.150.907.221	26.927.511.315
	<b>2017.</b>	19.822.845.112	-658.674.604	7.915.460.499	570.915.685	766.859.780	1.000.761.605	5.924.931.109	31.214.054.889
	<b>2018.</b>	22.419.732.905	-158.397.493	9.101.525.698	1.088.438.523	1.020.403.307	1.154.900.452	6.968.312.371	31.792.642.205

Prilog 2. Z-score sa pripadajućim pokazateljima

<i>Hoteli</i>	<i>Godina</i>	<i>x1</i>	<i>x2</i>	<i>x3</i>	<i>x4</i>	<i>x5</i>	<i>Z-score</i>
<b>Hoteli Brela d.d.</b>	2015.	-0,0642	0,0780	0,0656	2,2383	0,2583	<b>1,8499</b>
	2016.	0,0038	0,1160	0,0617	2,6469	0,2698	<b>2,2286</b>
	2017.	-0,0869	0,1261	0,0319	1,4982	0,2731	<b>1,3494</b>
	2018.	0,0002	0,1471	0,0412	1,5800	0,3271	<b>1,6173</b>
<b>Hoteli Haludovo Malinska d.d.</b>	2015.	0,0003	-0,2654	-0,0268	3,9850	0,0071	<b>1,9386</b>
	2016.	-0,0010	-0,3003	-0,0264	3,6720	0,0067	<b>1,7011</b>
	2017.	-0,0047	-0,3374	-0,0274	3,4126	0,0069	<b>1,4860</b>
	2018.	-0,0023	-0,3889	-0,0415	3,0329	0,0081	<b>1,1437</b>
<b>Imperial Riviera d.d.</b>	2015.	-0,0066	0,1067	0,0508	1,4506	0,2505	<b>1,4298</b>
	2016.	0,0122	0,1080	0,0258	1,1758	0,2503	<b>1,2067</b>
	2017.	0,0208	0,1330	0,0375	2,4595	0,2767	<b>2,0874</b>
	2018.	0,0115	0,1409	0,0415	2,2732	0,2984	<b>2,0104</b>
<b>Hoteli Jadran d.d.</b>	2015.	-0,0424	-0,0214	0,1864	1,8767	0,1848	<b>1,8451</b>
	2016.	0,0262	0,0066	0,0343	1,9544	0,0838	<b>1,4102</b>
	2017.	0,0590	0,0093	0,0029	4,7320	0,0786	<b>3,0112</b>
	2018.	0,0971	0,0071	-0,0022	4,7470	0,0723	<b>3,0397</b>
<b>Hoteli Maestral d.d.</b>	2015.	-0,0250	-0,0883	0,0325	1,4606	0,2606	<b>1,0905</b>
	2016.	-0,0117	-0,0682	0,0418	1,5415	0,2649	<b>1,2181</b>
	2017.	-0,0024	-0,0464	0,0387	1,6053	0,2767	<b>1,2997</b>
	2018.	0,0037	-0,0367	0,0307	1,4985	0,2773	<b>1,2310</b>
<b>Medora hoteli i ljetovališta d.d.</b>	2015.	-0,1446	-0,5439	-0,0034	0,5562	0,1246	<b>-0,4878</b>
	2016.	-0,0813	-0,3853	-0,0018	0,2441	0,1275	<b>-0,3690</b>
	2017.	-0,0418	0,0273	0,0399	0,2534	0,1909	<b>0,4627</b>
	2018.	-0,0552	0,0504	0,0391	0,2330	0,1982	<b>0,4713</b>
<b>Hoteli Tučepi d.d.</b>	2015.	-0,0293	0,0362	0,0342	1,2312	0,2172	<b>1,0843</b>
	2016.	0,0029	0,0663	0,0479	3,7674	0,2387	<b>2,7536</b>
	2017.	0,1441	0,1367	0,0856	1,3172	0,2952	<b>1,7323</b>
	2018.	0,1189	0,1587	0,0528	1,1549	0,2994	<b>1,5315</b>
<b>HTP Korčula d.d.</b>	2015.	-0,0112	0,0554	0,0150	1,1329	0,2256	<b>1,0191</b>
	2016.	0,0731	0,0520	0,0150	1,6602	0,1996	<b>1,4058</b>
	2017.	0,0299	0,0550	0,0175	1,1579	0,2212	<b>1,0865</b>
	2018.	0,0357	0,0939	0,0540	1,4667	0,2778	<b>1,5104</b>
<b>HTP Orebić d.d.</b>	2015.	0,1532	-0,0268	-0,0066	5,5327	0,2077	<b>3,6519</b>
	2016.	0,0159	-0,0061	0,0161	2,5513	0,2281	<b>1,8224</b>
	2017.	0,0601	0,0231	0,0313	2,6516	0,2589	<b>2,0575</b>
	2018.	0,0607	0,0459	0,0342	3,0325	0,3083	<b>2,3777</b>
<b>Hoteli Zlatni Rat d.d.</b>	2015.	-0,1199	-0,2626	0,0188	0,8334	0,1931	<b>0,2435</b>
	2016.	-0,0478	-0,2420	0,0330	1,1789	0,2114	<b>0,6313</b>
	2017.	-0,1830	-0,3879	-0,0549	1,3254	0,2878	<b>0,1392</b>
	2018.	-0,0828	-0,3647	0,0308	1,2799	0,3200	<b>0,5797</b>
<b>Hoteli Živogošće d.d.</b>	2015.	-0,1061	-0,1075	-0,0664	0,0914	0,1608	<b>-0,2812</b>
	2016.	-0,0518	-0,0965	0,0200	0,0878	0,2462	<b>0,1676</b>
	2017.	-0,5936	-0,0625	0,0604	0,3186	0,2682	<b>-0,1412</b>
	2018.	-0,5245	-0,0404	0,0409	0,3077	0,2552	<b>-0,1111</b>
<b>Ilirija d.d.</b>	2015.	-0,0765	0,1108	0,0937	21,7896	0,4051	<b>13,8514</b>
	2016.	-0,0431	0,1223	0,0872	20,1733	0,3088	<b>12,8199</b>
	2017.	-0,0346	0,0929	0,0902	3,1197	0,3509	<b>2,6091</b>
	2018.	-0,0417	0,1293	0,0905	3,1263	0,3485	<b>2,6539</b>
<b>Jelsa d.d.</b>	2015.	-0,1516	-0,4491	0,0352	0,7793	0,0197	<b>-0,2073</b>
	2016.	-0,1483	-0,4496	0,0095	0,7861	0,0203	<b>-0,2842</b>
	2017.	-0,0745	0,0383	0,0370	10,3842	0,0670	<b>6,3837</b>
	2018.	-0,0699	0,0507	0,0138	10,2555	0,0507	<b>6,2368</b>
<b>Liburnia Riviera hoteli d.d.</b>	2015.	0,0296	0,0002	0,0095	3,2952	0,2885	<b>2,3329</b>
	2016.	-0,0048	0,0180	0,0266	3,5678	0,3067	<b>2,5545</b>
	2017.	-0,0046	0,0323	0,0273	5,1431	0,3540	<b>3,5696</b>
	2018.	-0,0091	0,0175	-0,0150	3,9396	0,3421	<b>2,6699</b>
<b>Maistra d.d.</b>	2015.	-0,4067	0,0231	0,0736	1,1377	0,3793	<b>0,8491</b>
	2016.	-0,3274	0,0701	0,0662	0,9862	0,3684	<b>0,8838</b>
	2017.	-0,3502	0,0809	0,0786	0,9259	0,3878	<b>0,8959</b>
	2018.	-0,2404	0,1525	0,0654	0,8294	0,3662	<b>1,0047</b>

<b>Olympia Vodice d.d.</b>	<b>2015.</b>	-0,1180	-0,2102	0,0572	1,0480	0,1954	<b>0,5770</b>
	<b>2016.</b>	-0,0074	-0,1493	0,0344	0,8714	0,1457	<b>0,5641</b>
	<b>2017.</b>	-0,0897	-0,1483	0,0155	0,5397	0,1658	<b>0,2255</b>
	<b>2018.</b>	0,9865	-0,1508	0,0144	0,5282	0,2004	<b>1,5375</b>
<b>Plava laguna d.d.</b>	<b>2015.</b>	0,0180	0,0780	0,0494	0,9232	0,2247	<b>1,0723</b>
	<b>2016.</b>	0,0165	0,1056	0,0627	1,1474	0,2362	<b>1,2991</b>
	<b>2017.</b>	0,0421	0,1218	0,0592	1,1415	0,2439	<b>1,3451</b>
	<b>2018.</b>	-0,0133	0,1908	0,1058	0,7448	0,3643	<b>1,4113</b>
<b>Palace hotel Zagreb d.d.</b>	<b>2015.</b>	0,0636	0,0373	0,0323	1,0315	0,2199	<b>1,0738</b>
	<b>2016.</b>	0,0995	0,0442	0,0303	1,0461	0,2155	<b>1,1243</b>
	<b>2017.</b>	0,0746	0,0595	0,0254	1,0389	0,2419	<b>1,1218</b>
	<b>2018.</b>	0,0959	0,0825	0,0446	1,1677	0,2975	<b>1,3759</b>
<b>Valamar Riviera d.d.</b>	<b>2015.</b>	0,0209	0,0381	0,0445	0,0183	0,3628	<b>0,5992</b>
	<b>2016.</b>	-0,0281	0,0849	0,0686	0,0260	0,3334	<b>0,6603</b>
	<b>2017.</b>	-0,0285	0,1017	0,0562	0,0301	0,3559	<b>0,6677</b>
	<b>2018.</b>	-0,0337	0,1037	0,0543	0,0404	0,3512	<b>0,6595</b>
<b>Solaris d.d.</b>	<b>2015.</b>	-0,0234	0,0276	0,0163	0,2801	0,2049	<b>0,4374</b>
	<b>2016.</b>	-0,0295	0,0285	0,0167	0,2563	0,2267	<b>0,4399</b>
	<b>2017.</b>	-0,0467	0,0582	-0,0106	0,2444	0,2007	<b>0,3378</b>
	<b>2018.</b>	-0,0545	0,0321	-0,0133	0,2318	0,2218	<b>0,2965</b>
<b>Turisthotel d.d.</b>	<b>2015.</b>	-0,0423	0,1800	0,1699	2,1504	0,4779	<b>2,5300</b>
	<b>2016.</b>	-0,0372	0,2420	0,1653	2,3536	0,4698	<b>2,7213</b>
	<b>2017.</b>	0,2189	0,3010	0,1559	1,8882	0,4569	<b>2,7883</b>
	<b>2018.</b>	0,2304	0,2946	0,1056	1,0663	0,4155	<b>2,0928</b>
<b>Arena Hospitality Group d.d.</b>	<b>2015.</b>	0,0518	0,0163	0,0393	0,0749	0,2825	<b>0,5421</b>
	<b>2016.</b>	-0,0050	-0,0513	-0,0544	1,9779	0,2205	<b>1,1499</b>
	<b>2017.</b>	0,2618	0,0277	0,0449	3,6419	0,1965	<b>2,8828</b>
	<b>2018.</b>	0,2361	0,0505	0,0361	2,5964	0,1958	<b>2,2267</b>
<b>Ukupan sektor</b>	<b>2015.</b>	-0,0614	0,0092	0,0442	2,4053	0,2827	<b>1,8110</b>
	<b>2016.</b>	-0,0596	0,0327	0,0439	2,4396	0,2840	<b>1,8670</b>
	<b>2017.</b>	-0,0332	0,0675	0,0505	2,2195	0,2989	<b>1,8518</b>
	<b>2018.</b>	-0,0071	0,0941	0,0515	2,0515	0,3108	<b>1,8349</b>

Prilog 3. Usporedba dobiti ili gubitka razdoblja sa Z-scorom

<i>Hoteli</i>	<i>Godina</i>	<i>Dobit ili gubitak razdoblja</i>	<i>Z-score</i>	<i>Napomena</i>
Hoteli Brela d.d.	2015.	17.358.749	1,8499	Izdavanje novih dionica
	2016.	16.401.879	2,2286	
	2017.	7.414.284	1,3494	
	2018.	9.159.736	1,6173	
Hoteli Haludovo Malinska d.d.	2015.	-6.848.566	1,9386	
	2016.	-6.760.206	1,7011	Proces restrukturiranja i blokada računa
	2017.	-6.955.691	1,4860	
	2018.	-9.898.059	1,1437	
Imperial Riviera d.d.	2015.	17.123.533	1,4298	Rast prihoda
	2016.	7.633.473	1,2067	
	2017.	15.238.826	2,0874	Rast operativne dobiti
	2018.	18.845.574	2,0104	Rast operativne dobiti
Hoteli Jadran d.d.	2015.	23.269.557	1,8451	Predstečajni postupak iz 2013.
	2016.	3.602.194	1,4102	
	2017.	133.994	3,0112	Tražbine vjerovnika
	2018.	-235.191	3,0397	Tražbine vjerovnika
Hoteli Maestral d.d.	2015.	2.569.095	1,0905	
	2016.	3.879.085	1,2181	
	2017.	4.152.352	1,2997	
	2018.	3.124.776	1,2310	
Medora hoteli i ljetovališta d.d.	2015.	-3.792.545	-0,4878	
	2016.	-4.311.034	-0,3690	
	2017.	8.510.912	0,4627	Bespovratna sredstva iz EU fondova
	2018.	8.867.026	0,4713	Kratkoročni i dugoročni investicijski kredit
Hoteli Tučepi d.d.	2015.	10.994.070	1,0843	Rast prihoda
	2016.	14.764.923	2,7536	
	2017.	28.374.609	1,7323	Rast financijskih prihoda
	2018.	17.058.974	1,5315	Rast financijskih rashoda
HTP Korčula d.d.	2015.	-189.790	1,0191	
	2016.	771.783	1,4058	
	2017.	2.627.336	1,0865	
	2018.	10.727.986	1,5104	Kredit
HTP Orebič d.d.	2015.	-585.117	3,6519	Investicije
	2016.	1.059.448	1,8224	
	2017.	2.209.938	2,0575	
	2018.	1.658.805	2,3777	
Hoteli Zlatni Rat d.d.	2015.	3.281.551	0,2435	
	2016.	9.881.283	0,6313	Rast poslovnih prihoda
	2017.	-20.998.170	0,1392	Rast financijskih rashoda
	2018.	4.815.663	0,5797	



Hoteli Živogošće d.d.	2015.	-22.461.424	-0,2812	Investicije
	2016.	1.845.373	0,1676	
	2017.	11.241.585	-0,1412	Pad poslovnih i financijskih rashoda
	2018.	6.522.351	-0,1111	
Ilirija d.d.	2015.	21.533.371	13,8514	
	2016.	30.676.046	12,8199	
	2017.	27.238.944	2,6091	
	2018.	29.795.130	2,6539	
Jelsa d.d.	2015.	2.543.904	-0,2073	Predstečajni postupak iz 2013.
	2016.	272.690	-0,2842	
	2017.	5.261.907	6,3837	
	2018.	1.926.443	6,2368	
Liburnia Riviera hoteli d.d.	2015.	181.425	2,3329	
	2016.	16.995.532	2,5545	
	2017.	16.356.914	3,5696	
	2018.	-12.938.709	2,6699	Investicije
Maistra d.d.	2015.	102.071.694	0,8491	Kratkoročno zaduženje
	2016.	130.536.977	0,8838	Kratkoročno zaduženje
	2017.	162.144.756	0,8959	Kratkoročno zaduženje
	2018.	289.430.298	1,0047	Kratkoročno zaduženje
Olympia Vodice d.d.	2015.	9.578.790	0,5770	Rast poslovnih prihoda
	2016.	6.087.475	0,5641	Izdavanje novih dionica
	2017.	611.869	0,2255	
	2018.	477.996	1,5375	
Plava laguna d.d.	2015.	67.864.778	1,0723	Rast financijskih rashoda
	2016.	100.717.565	1,2991	Rast prihoda i pad rashoda
	2017.	105.428.847	1,3451	
	2018.	308.393.659	1,4113	Rast ukupnih prihoda
Palace hotel Zagreb d.d.	2015.	1.360.242	1,0738	
	2016.	844.060	1,1243	
	2017.	1.379.172	1,1218	
	2018.	2.650.116	1,3759	
Valamar Riviera d.d.	2018.	105.461.477	0,5992	Pripajanje Društava 2014.
	2016.	342.313.777	0,6603	Rast ukupnih prihoda
	2017.	245.087.385	0,6677	Rast operativnih troškova
	2018.	239.187.507	0,6595	Zakonom o poticaju za investicije i unapređenju investicijskog okruženja
Solaris d.d.	2015.	2.455.633	0,4374	
	2016.	2.474.324	0,4399	
	2017.	2.978.670	0,3378	
	2018.	-40.035.699	0,2965	Amortizacija revaloriziranih osnovih sredstava
Turisthotel d.d.	2015.	69.831.929	2,5300	
	2016.	70.975.829	2,7213	
	2017.	79.597.665	2,7883	
	2018.	64.318.518	2,0928	
Arena Hospitality Group d.d.	2015.	18.724.184	0,5421	Rast poslovnih prihoda
	2016.	-111.935.425	1,1499	Rast ukupnih rashoda
	2017.	68.823.676	2,8828	
	2018.	66.550.407	2,2267	