

ANALIZA PODUZEĆA ISTRATURIST UMAG

Istraturist hrvatska je kompanija sa 50 godina tradicije u pružanju turističkih usluga u hotelima, apartmanima i kampovima. Prepoznatljivost i uspješnost Istraturista rezultat su višegodišnje usmjerenosti turizmu visoke kvalitete. Svi objekti Istraturista locirani su na sjeverozapadnoj obali Istarskog poluotoka.

Intenzivna ulaganja osigurala su Istraturistu i gradu Umagu prestižnu poziciju u hrvatskoj turističkoj ponudi. Cilj je Društva neprestano unaprjeđivati kvalitetu smještaja, razvijati sadržaje za odmor, sport i rekreaciju, odnosno aktivno doprinijeti procesu repositioniranja Istre i Umaga u turističko odredište visoke kvalitete koje karakterizira snažna ekološka orijentacija.

U cilju implementacije visokih, internacionalnih standarda turističkih usluga Istraturist je od 1998. godine, angažirao Meliá Hotels International na funkcijama prodaje i operacija. Meliá Hotels International je osnovana 1956. godine u Palma de Mallorci i jedna je od najvećih hotelskih kompanija u svijetu po broju hotela u odmorišnim destinacijama obzirom da upravlja sa 350 hotela u 30 zemalja.

Strateško opredjeljenje Društva poštivanje je odrednica održivog razvoja u svim segmentima djelovanja, od zaštite prirodnog okruženja, do podržavanja lokalne kulture, načina života i odnosa sa lokalnom zajednicom. U operativnom poslovanju management se zalaže za efikasnost, ekonomičnost i učinkovitost u cilju ostvarenja interesa vlasnika i dioničara.

Temeljni kapital Društva iznosi 467.499.500,000 HRK raspoređen na 4.674.955 izdanih dionica nominalne vrijednosti 100 HRK. Većinski je vlasnik od kolovoza 2014. godine Plava laguna d.d. Poreč s 93,04 % udjela.

Ciljana cijena	267,46 kn
Cijena na dan 31/12/2013	169,99 kn
Potencijal za rast	57,3%

Analitičari:

Krunoslav Čačković
Mario Murgić

1. OPIS PODUZEĆA	2
2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA	3
2.1. Bilanca.....	3
2.2. Račun dobiti i gubitka	6
3. ANALIZA POKAZATELJA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA	8
3.1. Pokazatelji likvidnosti.....	8
3.2. Pokazatelji zaduženosti	9
3.3. Pokazatelji aktivnosti	10
3.4. Pokazatelji ekonomičnosti.....	10
3.5. Pokazatelji profitabilnosti	11
3.6. Pokazatelji investiranja	12
4. DCF ANALIZA	13

1. OPIS PODUZEĆA

Istraturist hrvatska je kompanija sa 50 godina tradicije u pružanju turističkih usluga u hotelima, apartmanima i kampovima. Prepoznatljivost i uspješnost Istraturista rezultat su višegodišnje usmjerenosti turizmu visoke kvalitete. Svi objekti Istraturista locirani su na sjeverozapadnoj obali Istarskog poluotoka uz 40 kilometara dugu umašku rivijeru.

Intenzivna ulaganja osigurala su Istraturistu i gradu Umagu prestižnu poziciju u hrvatskoj turističkoj ponudi. Umag se, nakon što je Istraturist svoju ponudu upotpunio s tri wellnessa, na tržištu profilirao kao jedna od najpoželjnijih wellness destinacija u Hrvatskoj, dok je višegodišnja tradicija održavanja internacionalnog tenis turnira, ATP Croatia Open, Umag svrstala u red turističkih destinacija vrhunske sportske ponude.

Cilj je Društva neprestano unaprjeđivati kvalitetu smještaja, razvijati sadržaje za odmor, sport i rekreaciju, odnosno aktivno doprinijeti procesu repozicioniranja Istre i Umaga u turističko odredište visoke kvalitete koje karakterizira snažna ekološka orijentacija.

U cilju implementacije visokih, internacionalnih standarda turističkih usluga Istraturist je od 1998. godine, angažirao Meliá Hotels International na funkcijama prodaje i operacija. Meliá Hotels International je osnovana 1956. godine u Palma de Mallorci i jedna je od najvećih hotelskih kompanija u svijetu po broju hotela u odmorišnim destinacijama obzirom da upravlja sa 350 hotela u 30 zemalja.

Strateško opredjeljenje Društva poštivanje je odrednica održivog razvoja u svim segmentima djelovanja, od zaštite prirodnog okruženja, do podržavanja lokalne kulture, načina života i odnosa sa lokalnom zajednicom. U operativnom poslovanju management se zalaže za efikasnost, ekonomičnost i učinkovitost u cilju ostvarenja interesa vlasnika i dioničara.

Temeljni kapital Društva iznosi 467.499.500,000 HRK raspoređen na 4.674.955 izdanih dionica nominalne vrijednosti 100 HRK. Većinski je vlasnik od kolovoza 2014. godine Plava laguna d.d. Poreč s 93,04 % udjela.

2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

2.1. Bilanca

Vertikalna analiza

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

Analizirajući aktivu na taj način dolazi se do zaključka da dugotrajna imovina čini oko 95 posto ukupne imovine poduzeća neovisno o tome koja se godina promatra. Preciznije, riječ je o dugotrajnoj materijalnoj imovini jer ostali oblici dugotrajne imovine u pravilu ne prelaze 1 posto ukupne imovine. Takva struktura imovine poduzeća Istraturist ni najmanje ne iznenađuje. Naime, poduzeće posluje u turističkom sektoru za koje je karakteristična pojava velikog broja građevinskih objekata potrebnih za poslovanje (npr. hotelske zgrade). Takva struktura imovine posljedično dovodi i do nepovoljnih pokazatelja likvidnosti za čiju je analizu ipak potrebno uzeti u obzir specifičnu djelatnost (kapitalno intenzivna djelatnost) u kojoj poduzeće posluje koja zahtjeva dominaciju dugotrajne materijalne imovine.

Vertikalna analiza pasive govori nam na koji se način poduzeće financira. Ako znamo da postoje tri temeljne kombinacije financiranja poduzeća (velik udio kapitala u odnosu na obveze, podjednak udio kapitala i obveza te veliki udio obveza u odnosu na kapital) može se zaključiti da Istraturist koristi srednju kombinaciju, odnosno podjednak udio kapitala i obveza u financiranju. Udio kapitala u odnosu na pasivu kreće se između 55 i 60 posto tokom promatranih 5 godina, dok se ukupne obveze kreću između 40 i 45 posto. Velik dio stručnjaka reći će da je takva kombinacija financiranja najbolja za dugoročno održiv razvoj poduzeća. U strukturi ukupnih obveza prednjače dugoročne u odnosu na kratkoročne obveze ponajviše zbog uzetih dugoročnih zajmova, odnosno kredita. Kretanje kratkoročnih obveza determinirano je kretanjem uzetih kratkoročnih zajmova, odnosno kredita, dok ostale kratkoročne obveze nisu značajne (izuzev obveza prema dobavljačima).

Zaključno, vertikalna analiza bilance poduzeća Istraturist u cjelini ukazuje na činjenicu da poduzeće svoju dugotrajnu materijalnu imovinu financira najviše iz dugoročnih izvora (kapital ili dugoročne obveze).

Navedeno predstavlja posljedicu investicija u građevinske objekte koje poduzeće u svrhu povećanja i unaprjeđenja broja usluga te stalnog širenja provodi.

Horizontalna analiza

Tablica 1. Horizontalna analiza bilance

AKTIVA	2009	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
Nematerijalna imovina	1.674.990	30,20%	64,10%	3,00%	103,60%
Materijalna imovina	1.225.562.047	-2,20%	0,80%	1,80%	4,50%
Financijska imovina	331.093	-26,40%	-25,70%	-15,10%	3551,50%
Potraživanja	13.978.276	41,80%	-30,90%	-77,10%	-1,10%
Ukupna dugotrajna imovina	1.241.546.406	-1,62%	0,41%	0,91%	5,20%
Ostala potraživanja	2.925.650	67,40%	-37,50%	88,80%	245,90%
Zalihe	2.144.348	-34,20%	84,90%	10,30%	11,30%
Potraživanja od kupaca	19.270.766	-53,00%	-28,50%	-22,70%	99,00%
Financijska imovina	17.646.629	25,10%	68,80%	21,10%	-37,20%
Novac	3.408.041	-17,60%	148,30%	5,50%	6,50%
Ukupna kratkotrajna imovina	45.395.434	-11,35%	40,10%	17,34%	4,79%
Plaćeni troškovi bud. razdoblja	151.173	93,94%	-9,90%	6,49%	40,31%
UKUPNA IMOVINA	1.287.093.013	-1,95%	1,67%	1,64%	5,18%
PASIVA	2009	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
Upisani kapital	467.499.500	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zadržane zarade, ostali kapital i r.	265.807.395	-10,60%	9,40%	18,15%	23,73%
Ukupni kapital	733.306.895	-3,84%	3,18%	6,49%	9,41%
Zajmovi	434.051.269	-2,80%	-6,60%	-10,35%	0,21%
Ostali dugoročni dugovi	0	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
Ukupne dugoročne obveze	434.051.269	-2,83%	-6,62%	-10,35%	0,54%
Ostale obveze	15.479.730	-14,70%	33,20%	6,24%	-1,91%
Financijski instrumenti	744.748	887,80%	141,80%	-18,68%	-40,73%

Zajmovi	72.502.123	14,00%	3,70%	6,61%	-1,75%
Porez na dobit	5.419.876	3,50%	-10,00%	35,99%	-26,20%
Dobavljači	25.588.372	2,60%	35,40%	26,22%	5,47%
Ukupne kratkoročne obveze	119.734.849	12,82%	19,70%	9,01%	-4,08%
Odgođeno plaćanje troškova	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
UKUPNE OBVEZE	1.287.093.013	-1,95%	1,67%	1,64%	5,18%

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009. do 2013.

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

Analizirajući aktivu na takav način dolazi se do zaključka da se ukupna dugotrajna imovina sve do 2013. godine malo mijenja. Parcijalnom analizom uviđa se da je nematerijalna imovina u stalnom porastu, dok ostale kategorije bilježe i rastove i padove. Nematerijalna imovina u slučaju poduzeća Istraturist u stalnom je porastu ponajviše zbog rasta iznosa koje poduzeće izdvaja na koncesije za kampove, turistička naselja te turistička zemljišta. Od promatranih 5 godina, 2013. posebno je zanimljiva zbog osjetnog rasta svih stavki dugotrajne imovine osim dugotrajnih potraživanja. Nematerijalna imovina tako raste za 103,6 posto u odnosu na prethodnu godinu, materijalna imovina za 4,5 posto, a financijska imovina za čak pomalo nestvarnih 3551,5 posto. Rast materijalne imovine generiran je novim ulaganjima u građevinske objekte u svrhu unaprjeđenja kvalitete smještaja. Obnovljena je depadansa Sol Umag 4* i poboljšana je kvaliteta smještaja u kampu Park Umag. Dugotrajna financijska imovina u 2013. godini bilježi porast od 3551,5 posto u odnosu na 2012. ponajprije zbog odobrenih zajmova povezanim poduzetnicima u iznosu od 5.480.500 kn. Kretanje ukupne kratkotrajne imovine uvelike je determinirano kretanjem ukupne kratkotrajne financijske imovine koja dominira u strukturi ukupne kratkotrajne imovine izuzev 2013. godine (dominacija ostalih potraživanja te njihov rast od 245,9 posto u odnosu na prethodnu godinu).

Horizontalna analiza pasive pokazuje nam trendove u načinu financiranja poslovanja, a i samog poslovanja poduzeća. Naime, iščitavanjem pada razine kapitala u 2010. godini u odnosu na 2009. dolazi se do zaključka da je u 2010. godini poduzeće ostvarilo gubitak u

poslovanju koje je pokrilo iz zadržane dobiti iz prethodnih godina. U godinama koje su slijedile, poduzeće je ostvarivalo rast razine kapitala generiran na zadržavanju dobiti (Istraturist dividende dioničarima u promatranom razdoblju nije isplaćivalo). Ukupne dugoročne obveze smanjivale su se na temelju razduživanja poduzeća (vraćanja kredita bankama i financijskim institucijama) sve do 2013. godine kada su se uslijed investicija obveze prema bankama i povezanim osobama povećale. S druge strane, ukupne kratkoročne obveze u stalnom su rastu sve do 2013. godine kada u odnosu na 2012. godinu one padaju. Zanimljivo je istaknuti porast od 887,8 posto kratkoročnih obveza po financijskim instrumentima u 2010. u odnosu na 2009. godinu.

2.2. Račun dobiti i gubitka

Vertikalna analiza

Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka usmjerena je na stavljanje u odnos svih računovodstvenih kategorija računa dobiti u gubitka i ukupnih prihoda koji čine bazu za izračun (ukupni prihodi = 100 posto). Analizirajući na taj način RDG poduzeća Istraturist d.d. dolazi se do zaključka da poduzeće prihode većinski ostvaruje kroz svoju poslovnu djelatnost, a minorno na temelju financijskih aktivnosti. Dakako, poslovnim prihodima dominiraju prihodi od prodaje usluga i smještaja. Rashodi gledani kroz ukupne prihode kreću se oko 85 do 90 posto ukupnih prihoda izuzev 2010. godine kada iznose više od 100 posto (ostvaren gubitak poslovanja). Poslovni rashodi (materijalni troškovi i troškovi osoblja dominantni) kreću se svih godina na razini od oko 80 posto ukupnih prihoda, dok financijski rashodi 2010. godine čine čak 26 posto ukupnih prihoda (negativne tečajne razlike – aprecijacija CHF).

Horizontalna analiza

Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka usmjerena je na razmatranje tendencija i dinamike promjena pojedinih pozicija RDG-a tijekom određenog razdoblja. Analizirajući račun dobiti i gubitka na takav način dolazi se do zaključka da su poslovni prihodi u stalnom porastu unatoč globalnoj recesiji koja je u promatranom razdoblju vladala (nepovoljno poslovno okruženje za turistički sektor, rast nestabilnosti deviznog tržišta). Stalni rast poslovnih prihoda generiran je prvenstveno povećanjem obujma poslovanja u segmentu kampova i rastom prosječnih cijena smještaja radi poboljšanja kvalitete i povećanja direktne

prodaje. Od ostalih kategorija RDG-a poduzeća Istraturist, neizbježno je uočiti nagli porast financijskih rashoda u 2010. godini u odnosu na 2009. Naime, 2010. ostvaren je negativni neto efekt financijskog poslovanju u iznosu od 97,5 milijuna kuna generiran revalorizacijom nedospjelih glavnica kredita denominiranih u švicarskom franku, za investicijski ciklus iz prethodnog razdoblja, uslijed aprecijacije valute CHF od 20,8 posto u odnosu na 2009. Najvažnija računovodstvena kategorija računa dobiti i gubitka - neto dobit, za promatrano razdoblje poduzeća Istraturist bilježi pozitivne vrijednosti te pozitivne trendove kretanja izuzev 2010. godine kada je ostvaren neto gubitak uslijed nepovoljnih kretanja kreditne zaduženosti u valuti CHF, a usprkos povećanju efikasnosti operativnog poslovanja. Neto dobit u 2013. godini iznosi 72,4 milijuna kuna što je povećanje od 51,3 posto u odnosu na prethodnu godinu.

Tablica 2. Račun dobiti i gubitka

RDG	2009	2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2013/ 2012
I. POSLOVNI PRIHODI	375.363.768	3,4%	10,5%	5,90%	-1,92%
II. POSLOVNI RASHODI	314.498.313	3,1%	9,0%	7,41%	-3,37%
III. FINANCIJSKI PRIHODI	10.505.081	-51,0%	-34,5%	176,40%	39,57%
IV. FINANCIJSKI RASHODI	23.203.289	342,2%	-51,4%	-52,80%	-15,60%
V. IZVANREDNI - OSTALI PRIHODI	0	0%	0%	0%	0%
VI. IZVANREDNI - OSTALI RASHODI	0	0%	0%	0%	0%
VII. UKUPNI PRIHODI	385.868.849	1,9%	9,9%	7,23%	-1,09%
VIII. UKUPNI RASHODI	337.701.602	26,4%	-5,5%	-0,04%	-4,09%
IX. DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	48.167.247	170,3%	184,4%	109,9%	19,1%
X. POREZ NA DOBIT	10.590.627	-100,0%	100%	106,8%	-100,0%
XI. DOBIT RAZDOBLJA	37.576.620	-190,1%	166,2%	110,8%	51,3%

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009. do 2013.

3. ANALIZA POKAZATELJA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

3.1. Pokazatelji likvidnosti

Tablica 3. Pokazatelji likvidnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. trenutne likvidnosti	0,028	0,021	0,043	0,042	0,046
Koef. ubrzane likvidnosti	0,361	0,287	0,332	0,359	0,391
Koef. tekuće likvidnosti	0,379	0,298	0,349	0,375	0,410
Koef. financijske stabilnosti	1,064	1,084	1,094	1,097	1,083

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Analizirajući pokazatelje likvidnosti može se izvući zaključak da je Istraturist d.d. tokom promatranih 5 godina imao problema s likvidnošću, odnosno s podmirenjem dospjelih kratkoročnih obveza. Koeficijent trenutne likvidnosti prosječno je bio na relativno niskoj razini (poželjna je što veća); koeficijent ubrzane likvidnosti koji stavlja u omjer novac pribrojen potraživanjima te kratkoročne obveze kretao se oko vrijednosti 0,3 (kritična je vrijednost 1). Možda najveći odmak od kritične vrijednosti predstavlja koeficijent tekuće likvidnosti što znači da su kratkoročne obveze višestruko premašivale vrijednost kratkotrajne imovine. Takva odstupanja možemo dovesti u korelaciju s djelatnošću kojom se Istraturist bavi te strukturom imovine (dominacija dugotrajne materijalne imovine). Koeficijent financijske stabilnosti jedini se kreće blizu kritične vrijednosti (1), no svejedno ukazuje da poduzeće dio svoje dugotrajne imovine financira iz kratkoročnih izvora.

3.2. Pokazatelji zaduženosti

Tablica 4. Pokazatelji zaduženosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koeficijent zaduženosti	0,430	0,441	0,433	0,406	0,382
Koef. vlastitog financiranja	0,570	0,559	0,567	0,594	0,618
Koef. Financiranja	0,755	0,790	0,764	0,683	0,618
Faktor zaduženosti	2,113	1,869	2,056	1,802	1,528
Stupanj pokrića I	0,591	0,577	0,593	0,626	0,651
Stupanj pokrića II	0,940	0,923	0,914	0,911	0,924
Pokriće troškova kamata	3,076	0,670	1,572	3,545	4,592

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Najbitniji pokazatelji zaduženosti poduzeća jesu koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja i koeficijent financiranja. Ti su pokazatelji statički (računaju se na temelju podataka iz balance) te u ovom slučaju pokazuju da Istraturist imovinu financira većinski iz vlastitih izvora (glavnice). Primjetno je da u promatranim godinama financiranje iz vlastitih izvora raste što je pokazatelj malo konzervativnijeg pristupa financiranju poslovanja te razduživanja, ali omjer ukupnih obveza i vlastitog kapitala gledan iz računovodstvenog aspekta i više je nego prihvatljiv. Iz ostalih pokazatelja zaduženosti također se iščitava da zaduženost poduzeća pada, a pokriće troškova kamata iznosom bruto dobiti raste (izuzev problematične 2010. godine kada je poduzeće ostvarilo gubitak).

3.3. Pokazatelji aktivnosti

Tablica 5. Pokazatelji aktivnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. obrta ukup imovine	0,300	0,312	0,337	0,355	0,334
Koef obrta kratkotrajne imovine	8,500	9,768	7,663	7,003	6,610
Koef obrta potraživanja	16,911	27,820	44,978	42,102	14,867
Naplata potraživanja (u danima)	21,584	13,120	8,115	8,669	24,551

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Pokazatelji aktivnosti ukazuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovnom procesu. Kada je riječ o poduzeću Istraturist, koeficijenti obrtaja ukupne i kratkotrajne imovine kreću se oko određenih vrijednosti što možemo tumačiti kao stabilnost ukupnih prihoda kao temeljne računovodstvene kategorije potrebne za izračun oba koeficijenta. S druge strane, veliki pad koeficijenta obrtaja potraživanja ukazuje (iščitano iz RDG-a) na pad prihoda od prodaje uz istovremeni osjetni porast potraživanja (iščitano iz bilance). Posljedično, broj dana potreban za naplatu potraživanja u 2013. godini osjetno raste.

3.4. Pokazatelji ekonomičnosti

Tablica 6. Pokazatelji ekonomičnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,143	0,921	1,071	1,149	1,185
Ekonomičnost poslovanja (prodaje)	1,194	1,196	1,212	1,195	1,213
Ekonomičnost financiranja	0,453	0,050	0,068	0,396	0,655

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Pokazatelji ekonomičnosti računaju se na temelju podataka iz RDG-a te u suštini pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda. Pokazatelj ekonomičnosti ukupnog poslovanja ima vrijednost veću od 1 svih promatranih godina osim 2010. (ostvaren gubitak). Prihodi od prodaje bili su veći tokom svih godina od rashoda prodaje (ekonomičnost prodaje), dok su financijski prihodi manji od financijskih rashoda svih godina, a naročito 2010. i 2011. (izražen rast kamata i negativnih tečajnih razlika).

3.5. Pokazatelji profitabilnosti

Tablica 7. Pokazatelji profitabilnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Neto marža profita	15,8%	17,5%	16,7%	15,3%	19,9%
Bruto marža profita	18,5%	17,5%	18,2%	18,0%	19,9%
Neto rentabilnost imovine	4,7%	5,4%	5,6%	5,4%	6,7%
Bruto rentabilnost imovine	5,5%	5,4%	6,1%	6,4%	6,7%
Rentabilnost vlastitog kapitala	5,1%	-4,8%	3,1%	6,1%	8,4%

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Neto marža profita kretala se između 15 i 20 posto tokom promatranih 5 godina. Bruto marža profita koja u obzir uzima i porezno opterećenje kreće se u užem koridoru (17 – 20 posto). Ta dva pokazatelja identična su za 2010. te za 2013. godinu, ali iz različitih razloga. 2010. godine ostvaren je gubitak poslovanja, a 2013. godine poduzeće je ostvarilo porezni poticaj u obliku 100-postotnog oslobođenja plaćanja poreza na dobit uslijed investicija u vrijednosti od 139 milijuna kuna. Neto i bruto rentabilnost imovine kreću se usporedno izuzev 2012. godine kada neto rentabilnost pada u odnosu na 2011. godinu, a bruto rentabilnost raste što ukazuje na osjetan porast poreznog opterećenja. Završno, rentabilnost vlastitog kapitala u stalnom je porastu (izuzev 2010.) uslijed većeg povećanja neto dobiti u odnosu na povećanja glavnice.

3.6. Pokazatelji investiranja

Tablica 8. Pokazatelji investiranja

	2009	2010	2011	2012	2013
Zarada po dionici (HRK)	8,04	-7,24	5,00	10,09	15,28
Dividenda po dionici (HRK)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Odnos isplate dividendi	0%	0%	0%	0%	0%
Dividendna rentabilnost dionice	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ukupna rentabilnost dionice	2,7%	-2,4%	2,7%	6,7%	9,0%
Odnos cijene i zarade po dionici	37,32	-41,44	37,38	14,86	11,13

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Pokazatelji investiranja u slučaju poduzeća Istraturist d.d. samo još jednom ukazuju na temeljna kretanja u poslovanju poduzeća. 2009. godine ostvareno je 8,04 kn dobiti po jednoj dionici, dok je 2010. uslijed gubitka ostvarena negativna vrijednost ovog pokazatelja. Zarada po dionici od 2011. do 2013. godine u kontinuiranom je porastu. Ukupna rentabilnost dionice pokazuje iste trendove kretanja. Sva tri pokazatelja koja se temelje na dividendama nisu značajna jer poduzeće u promatranom razdoblju nije dioničarima isplaćivalo dividende, već je svu ostvarenu dobit zadržavalo. Od 28.6.2013. godine dionice poduzeća više ne kotiraju na Zagrebačkoj burzi (odluka donesena uslijed prevelikih operativnih troškova).

4. DCF ANALIZA

Za vrednovanje Istraturista korišten je DCF model. Fer vrijednost prije kamata iznosi HRK 199,91 odnosno HRK 267,46 nakon kamata. Sveobuhvatno gledano, prosječna fer vrijednost dionice poduzeća prema DCF modelu je HRK 229,72 uz prosječni potencijal rasta od 35,1%.

Tablica 9. FCFF

	2009	2010	2011	2012	2013	Prosjek
Neto prodaja	367.780	380.854	421.507	449.089	440.828	
Promjena neto prodaje	--	4%	11%	7%	-2%	4,63%
EBIT	60.865	63.055	75.093	74.180	78.269	
Efektivna porezna stopa	9,7%	0,0%	6,0%	9,5%	0,0%	5%
EBIT(1-Porez)	54.953	63.055	70.621	67.119	78.269	
Promjena EBIT(1-Porez)		15%	12%	-5%	17%	12,51%
Kapitalna ulaganja		29.659	67.185	78.875	116.579	
Amortizacija	57.230	55.523	56.018	57.073	57.676	
Promjena Amortizacije		-3%	1%	2%	1%	0,26%
Neto kapitalna ulaganja	-57.230	-25.864	11.167	21.802	58.903	
Promjene u radnom kapitalu		1.570	22.474	21.263	-19.268	6.510
FCFF	112.184	87.349	36.980	24.055	38.635	
Plaćene kamate	7.441	12.578	16.094	5.485	3.428	
Promjena duga	--	69%	28%	-66%	-38%	-17,6%
FCFE	111.461	75.062	8.119	-17.228	39.362	
Stopa reinvestiranja	-104,14%	-38,53%	47,64%	64,16%	50,64%	30,98%
Povrat na kapital	4,72%	5,61%	6,34%	5,99%	6,56%	6,12%
BV ofequity	733.307	705.125	727.514	774.702	847.599	
BV ofdebt	434.051	421.764	393.861	353.100	353.828	
Cash	3.408	2.810	6.976	7.360	7.837	
Očekivani rast	-4,92%	-2,16%	3,02%	3,84%	3,32%	1,90%

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Prognoza budućih poslovnih rezultata napravljena je na temelju projekcije budućih EBIT(1-T) zarada. EBIT(1-T) od 2009. raste prosječno 12,51% godišnje. Te stope uzete su za projekcije budućih zarada.

Tablica 10. Trošak duga i kapitala

Trošak duga	
Trošak duga prije poreza	7,40%
Porezna stopa na dobit	20,00%
Trošak duga nakon poreza	5,92%

Trošak glavnice	
Nerizična kamatna stopa	4,29%
Beta	0,45
Tržišna premija rizika	6,93%
Trošak glavnice	7,40%

Prosječni ponderirani trošak kapitala	
Tržišna vrijednost glavnice (HRK '000)	794.702
Iznos duga (HRK '000)	444.799
Udio glavnice	64%
Udio duga	36%
Trošak glavnice	7,40%
Trošak duga nakon poreza	5,92%
Trošak kapitala (WACC)	6,87%

Stabilan rast	
g	1,90%

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Trošak kapitala izračunat je na temelju dugoročnih (5,10 i 15 godina) državnih obveznica RH. Trošak duga nakon poreza razlikuje se od troška duga prije poreza za one komponente čije se naknade izuzimaju iz oporezive dobiti. Trošak glavnice izračunat je na temelju nerizične kamatne stope, beta koeficijenta te tržišne premije rizika. WACC za Istraturist iznosi 6,87%. Na temelju ove diskontne stope izračunata je sadašnja vrijednost budućih 5 novčanih tokova raspoloživih poduzeću (FCFF).

Tablica 11. Prognoziranje

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Neto kapitalna ulaganja	12.702	7.718	20.826	27.418	20.462	-5.065
EBIT (1-Porez)	64.371	67.671	71.140	74.786	78.620	82.650
FCFF	43.513	51.796	42.158	39.213	50.002	79.559
Sadašnja vrijednost FCFF	40.716	45.352	34.540	30.062	35.870	1.147.958

Izvor: izrada autora prema Godišnjim revidiranim izvještajima o poslovanju od 2009.-2013.

Dobivena fer vrijednost po dionici nakon odbitka kamata je HRK 267,46 što je 57,3% više od trenutne tržišne cijene te je prema tome podcijenjena.

Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFF-a	1.687.320
+Novac na računu	7.837
-Tržišna vrijednost duga	444.739
-Manjinski interesi	0
Fer vrijednost poduzeća	1.250.358
Fer vrijednost poduzeća po dionici	267,46
Trenutna tržišna cijena po dionici	169,99
Potencijal rasta	57,3%