

ANALIZA PODUZEĆA LIBURNIA RIVIERA HOTELI

Liburnia Riviera Hoteli d.d. sa sjedištem u Opatiji, Maršala Tita 198, Republika Hrvatska nastala je pretvorbom bivšeg društvenog poduzeća Liburnia Riviera Hoteli u dioničko društvo dana 1. siječnja 1993. Godine.

Osnovne djelatnosti društva su smještajne i ugostiteljske usluge, putničke agencije i tour-operatorske usluge, maloprodaja i veleprodaja i usluge sportsko - rekreativnih aktivnosti. Grupu Liburnia Riviera Hoteli sačinjavaju Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija (Matica) i podružnica Hoteli Cavtat d.d., Cavtat.

Temeljni kapital društva iznosi 865.553.260,00 kuna koji je formiran emitiranjem 302.641 dionica nominalne vrijednosti 2.860,00 kuna.

Grupa na dan 31. prosinca 2014. godine ima 20 hotela, 12 vila, 3 restorana, autokamp i upravnu zgradu. U 2013. Godini dolazi do porasta kapitala ali i obveza. Porast obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama rezultat je prvenstveno porasta potrebe za financijskim sredstvima koja su bila nužna za rekonstrukciju hotela Kvarner i Admiral, vila Amajlja, Atlanta, Elza, Belvedere te ulaganja u zadovoljenje uvjeta za kategorizaciju u objektima Marina, Imperial i Istra kao i nadopuna opreme.

Ciljana cijena	1.874,99 kn
Cijena na dan 31/12/2013	2.161 kn
Potencijal za rast	-13,2%

Analitičari:

Ana Mijić
Iva Živković



1. OPIS PODUZEĆA	2
2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA	3
2.1. Bilanca.....	3
2.2. Račun dobiti i gubitka.....	5
3. ANALIZA FINANCIJSKIH POKAZATELJA	6
3.1. Pokazatelji likvidnosti.....	6
3.2. Pokazatelji zaduženosti	7
3.3. Pokazatelji aktivnosti	8
3.4. Pokazatelji ekonomičnosti.....	8
3.5. Pokazatelji profitabilnosti	9
3.6. Pokazatelji investiranja	9
4. DCF ANALIZA	10

1. OPIS PODUZEĆA

Liburnia Riviera Hoteli d.d. sa sjedištem u Opatiji, Maršala Tita 198, Republika Hrvatska nastala je pretvorbom bivšeg društvenog poduzeća Liburnia Riviera Hoteli u dioničko društvo dana 1. siječnja 1993. Godine.

Osnovne djelatnosti društva su smještajne i ugostiteljske usluge, putničke agencije i tour-operatorske usluge, maloprodaja i veleprodaja i usluge sportsko - rekreativnih aktivnosti. Grupu Liburnia Riviera Hoteli sačinjavaju Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija (Matica) i podružnica Hoteli Cavtat d.d., Cavtat.

Grupa na dan 31. prosinca 2014. godine ima 20 hotela, 12 vila, 3 restorana, autokamp i upravnu zgradu. Poslovnu jezgru Društva predstavljaju sljedeći objekti: hotel Ambasador s depandansom Ambasador, hotel Belvedere s depandansom, hotel Kvarner, vila Amalia, hotel Imperial, hotel Palace-Bellevue, hotel Kristal, hotel Residenz, hotel Admiral, hotel Istra, hotel Ičići s depandansama, hotel Excelsior, hotel Bristol, hotel Belvedere Lovran, hotel Albatros i Epidaurus Cavtat, vila Elza, vila Zagreb, hotel Marina, hotel Mediteran, vila Hermitage, autokamp i turističko naselje Medveja te Centralna praonica.

Temeljni kapital društva iznosi 865.553.260,00 kuna koji je formiran emitiranjem 302.641 dionica nominalne vrijednosti 2.860,00 kuna.



2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

2.1. Bilanca

Tablica 1. Aktiva bilance poduzeća

Aktiva (u tisućama HRK)	2009	2010	2011	2012	2013
Nematerijalna imovina	1.859	1.254	1.855	2.386	47.591
Materijalna imovina	995.854	957.716	929.524	915.747	1,045.529
Finansijska imovina	9.014	617	470	737	834
Potraživanja	913	913	385	385	0
Ukupna dugotrajna imovina	1.007.642	962.446	933.954	920.965	1,095.371
Potraživanja	10.796	9.146	8.229	8.659	11.715
Zalihe	1.562	1.296	1.256	5.902	5.081
Finansijska imovina	51	473	159	0	0
Novac	58.948	47.707	57.124	62.621	76.938
Ukupna kratkotrajna imovina	71.358	58.624	66.770	77.183	93.736
Plaćeni troškovi bud. Razdoblja	515	461	732	785	533
UKUPNA IMOVINA	1,079.516	1,021.531	1,001.456	998.934	1,189.641

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

Iz priložene tablice možemo uočiti dominaciju dugotrajne imovina u ukupnoj imovini sa 93,34% u 2009., odnosno 92,08 u 2013. godini i to se prvenstveno očituje u dominaciji dugotrajne materijalne imovine. Dugotrajna materijalna imovina dominira u ukupnoj dugotrajnoj imovini sa 98,83% u 2009. godini, odnosno 95,45% u 2013. godini. Razlog ovakve dominacije dugotrajne imovine i to posebice materijalne imovine proizlazi iz turističke industrije. Također možemo uočiti i značajan porast dugotrajne nematerijalne imovine u 2013. godini što je rezultat stjecanja goodwill-a u iznosu od 45.571.133 kuna koji



je privremeno utvrđen kao razlika između troška stjecanja i neto knjigovodstvene vrijednosti stečene podružnice.

S druge strane, u kratkotrajnoj imovini je vidljiva dominacija novca u odnosu na ostale kategorije kratkotrajne imovine u iznosu od 82,61% u 2009. godini, dok u 2013. godini taj udio iznosi 82,08%. Također, možemo uočiti i smanjenje ukupne kratkotrajne imovine u razdoblju od 2010 – 2012. Godine. Upravo u 2012. Godini dolazi do ponovnog rasta kratkotrajne imovine, međutim ukupna imovina još uvijek bilježi smanjenje u 2012. godini zbog pada ukupne dugotrajne imovine. Rast dugotrajne i kratkotrajne imovine vidljiv je u 2013. Godini kada dolazi i do porasta ukupne imovine i to u 19,09% u odnosu na prethodnu 2012. Godinu.

Tablica 2. Pasiva bilance poduzeća

Pasiva (u tisućama HRK)	2009	2010	2011	2012	2013
Upisani kapital	968.451	968.451	968.451	968.451	968.451
Zadržane zar. i rezerve	-40.106	-86.336	-82.561	-65.908	-50.500
Ukupni kapital	928.345	882.115	885.889	902.542	930.764
Zajmovi	97.775	70.856	0	40.530	164.462
Ostali dugoročni dugovi	0	0	54.172	0	0
Ukupne dugoročne obveze	97.775	70.856	54.172	40.530	164.462
Ostale obveze	7.274	7.932	8.435	9.550	18.267
Zajmovi	19.411	18.467	18.484	14.324	25.577
Porez na dobit	2.441	2.373	3.143	2.441	4.769
Dobavljači	12.558	8.456	7.705	8.357	12.922
Ukupne kratkoročne obveze	41.685	37.230	37.770	34.675	61.536
Odgodeno plaćanje troškova	2.857	4.930	3.749	1.558	2.760
PASIVA	1,079.516	1,021.531	1,001.456	998.934	1,189.641

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

Iz priložene tablice možemo uočiti dominaciju kapitala u odnosu na tuđe izvore finansijskih sredstava što ukazuje na financiranje iz vlastitih izvora. Udio kapitala u odnosu na pasivu u 2009. godini iznosi 86%, odnosno 78,24% u 2013. godini. Kroz promatrano razdoblje možemo uočiti da su i kapital i obveze padali od 2009 – 2013 . godine. Tek u 2013. Godini



dolazi do porasta kapitala ali i obveza. Međutim, vidljiv je pad udjela kapitala u pasivi što je prvenstveno razlog povećanja tuđih izvora financiranja pri čemu dugoročne obveze imaju značajni udio u pasivi sa 13,82% u 2013. godini za razliku od kratkoročnih obveza koje imaju svega 5,17% u 2013. Godini.

Porast obveze prema bankama i drugim finansijskim institucijama rezultat je prvenstveno porasta potrebe za finansijskim sredstvima koja su bila nužna za rekonstrukciju hotela Kvarner i Admiral, vila Amajlja, Atlanta, Elza, Belvedere te ulaganja u zadovoljenje uvjeta za kategorizaciju u objektima Marina, Imperial i Istra kao i nadopuna opreme. Sve to je u konačnici rezultiralo samim porastom ukupnih dugoročnih obveza, ali i ukupne pasive.

2.2. Račun dobiti i gubitka

Tablica 3. Račun dobiti i gubitka od 2009. do 2013. godine

RDG (u tisućama HRK)	2009	2010	2011	2012	2013
I.POSLOVNI PRIHODI	200.745	198.702	213.197	216.742	327.069
1. Prihodi od prodaje	193.718	193.177	201.578	210.295	284.559
2. Ostali poslovni prihodi	7.026	5.524	11.618	6.446	42.510
II. POSLOVNI RASHODI	196.812	244.847	207.630	200.125	297.091
1. Promjena vrijednosti zaliha	0	0	0	0	0
2. Materijalni troškovi	60.757	64.179	62.034	64.808	79.550
3. Troškovi osoblja	79.056	80.422	81.783	74.782	97.199
4. Amortizacija	26.559	34.100	33.195	34.211	67.396
5. Ostali troškovi	25.805	25.221	26.656	25.448	36.327
6. Vrijednosno usklađivanje	3.774	21.668	2.525	241	8.779
7. Rezerviranja	859	19.254	1.435	633	7.231
8. Ostali poslovni rashodi	0	0	0	0	607
III. FINANCIJSKI PRIHODI	3.722	3.671	3.423	2.943	4.839
Kamate, tečajne razlike, dividende	3.722	3.671	3.423	2.943	4.839
IV. FINANCIJSKI RASHODI	3.722	3.671	3.423	2.943	4.839
Kamate, tečajne razlike, dividende	6.281	5.732	4.843	3.164	10.525
V. IZVANREDNI PRIHODI	0	0	0	0	3
VI. IZVANREDNI RASHODI	0	0	0	0	8.066
VII. UKUPNI PRIHODI	204.467	202.373	216.621	219.686	331.912
VIII. UKUPNI RASHODI	203.094	250.579	212.473	203.289	315.683



IX. DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	1.373	-48.205	4.147	16.396	16.229
X. POREZ NA DOBIT	459	0	0	0	0
XI. DOBIT RAZDOBLJA	913	-48.205	4.147	16.396	16.229

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

U navedenom razdoblju možemo primijetiti da poslovni prihodi imaju tendenciju rasta, dok su poslovni rashodi volatilnog karaktera. Najveća promjena se dogodila u 2013. godini kada su se radi stjecanja većinskog vlasništva nad drugim subjektom i prihodi i rashodi od poslovnih aktivnosti povećali po stopi nešto iznad 0,66% u odnosu na 2012. U poslovnim rashodima najznačajniji su troškovi osoblja, zatim materijalni troškovi te amortizacija. Bitno je naglasiti da je društvo u 2010 godini poslovalo u gubitku. Na visinu gubitka kao najznačajnije stavke između ostalog utječe povećanje stope amortizacije što u ukupnosti iznosi 8,6 milijuna kuna te vrijednosno usklađenje u kojem 90,78% čini vrijednosno usklađenje dugotrajne imovine. Rezultat poslovanja od finansijskih aktivnosti negativan je u promatranom razdoblju što umanjuje dobit koja u 2013 godini iznosi 16.229,382 kn te čine 4,96% ukupnih prihoda.

3. ANALIZA FINANSIJSKIH POKAZATELJA

3.1. Pokazatelji likvidnosti

Tablica 4. Pokazatelji likvidnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. trenutne likvidnosti	1,414	1,281	1,512	1,806	1,250
Koef. ubrzane likvidnosti	1,674	1,540	1,734	2,056	1,441
Koef. tekuće likvidnosti	1,712	1,575	1,768	2,226	1,523
Koef. finansijske stabilnosti	0,974	0,983	0,973	0,957	0,973

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

Iz navedene tablice, prema koeficijentu tekuće likvidnosti možemo uočiti da je vrijednosti veća od 1,5 u promatranim godinama što upućuje na mogućnost ostajanja bez finansijskih



sredstava za podmirenje kratkoročnih obveza. Prema ostalim koeficijentima likvidnosti, možemo vidjeti da Liburnia ostvaruje likvidnost u granicama preporučenih razina.

3.2. Pokazatelji zaduženosti

Tablica 5. Pokazatelji zaduženosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koeficijent zaduženosti	0,132	0,111	0,096	0,077	0,192
Koef. vlastitog financiranja	0,868	0,889	0,904	0,923	0,808
Koef. financiranja	0,152	0,124	0,106	0,083	0,238
Faktor zaduženosti	-9,571	-25,275	-1,778	-1,578	361,072
Stupanj pokrića I	0,930	0,944	0,970	1,001	0,877
Stupanj pokrića II	1,027	1,018	1,028	1,045	1,027
Pokriće troškova kamata	0,219	-8,410	0,856	5,182	1,542

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

Prema koeficijenta zaduženosti, možemo vidjeti da Liburnia ima vrijednosti niže od 0,5 što ukazuje na to da se Liburnia više financira iz vlastitog kapitala što možemo vidjeti i prema koeficijentu vlastitog financiranja koji iznosi više od 0,5. U 2013. godini je došlo do porasta koeficijenta zaduženosti te smanjenja koeficijenta vlastitog financiranja ponajprije zbog potrebe za finansijskim sredstvima koja su bila nužna za rekonstrukciju hotela. Faktor zaduženosti poduzeća je negativan i stoga nije realan pokazatelj stvarnog stanja jer je glavni razlog negativnog faktora zapravo negativna zadržana dobit. Stupanj pokrića I nalazi se unutar granica osim u 2012. godini kada je za 0,001 veći od preporučene razine. Prema stupnju pokrića II možemo uočiti da su vrijednosti veće od 1 što ukazuje na veću zaduženost i manju likvidnost. Pokriće troškova kamata se povećavalo kroz promatrane godine, osim u 2010. godini kada je zabilježena i negativna vrijednost. Porast vrijednosti rezultat je povećanja dobiti i to ponajprije u 2012. i 2013. godini.



3.3. Pokazatelji aktivnosti

Tablica 6. Pokazatelji aktivnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. obrta ukupne imovine	0,189	0,198	0,216	0,220	0,279
Koef obrta kratkotrajne imovine	2,865	3,452	3,244	2,846	3,541
Koef obrta potraživanja	18,594	21,725	25,908	25,030	27,917
Naplata potraživanja (u danima)	19,630	16,801	14,088	14,583	13,074

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

Koefficijent obrtaja ukupne imovine, iako rastuće, ima male vrijednosti kroz promatrane godine, što znači da se smanjuje prosječno trajanje obrta iako to smanjenje nije značajno. Glavni razlog tome je zapravo priroda djelatnosti te visoki udio dugotrajne imovine. Upravo radi takve strukture aktive, gdje je veći udio dugotrajne imovine, a manji kratkotrajne imovine, koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine je viši u odnosu na obrtaj ukupne imovine. Koefficijent obrtaja potraživanja je rastao kroz promatrane godine što je u konačnici rezultiralo smanjenjem broja dana koji su potrebni za naplatu potraživanja. Glavni razlog rasta koefficijenta obrtaja potraživanja jest povećanja prihoda i smanjenja potraživanja.

3.4. Pokazatelji ekonomičnosti

Tablica 7. Pokazatelji ekonomičnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,007	0,808	1,020	1,081	1,051
Ekonomičnost poslovanja (prodaje)	1,020	0,812	1,027	1,083	1,101
Ekonomičnost financiranja	0,593	0,640	0,707	0,930	0,460

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

Pokazatelji ekonomičnosti ukazuju nam da je društvo poslovalo pozitivno u svim godinama izuzev one u kojoj je ostvarilo gubitak. Možemo primjetiti da je ekonomičnost ukupnog



poslovanja na sličnoj razni kao i pokazatelj ekonomičnosti poslovanja od prodaje zbog toga što visina ukupnih prihoda i rashoda prati visinu prihoda i rashoda od prodaje.

3.5. Pokazatelji profitabilnosti

Tablica 8. Pokazatelji profitabilnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Neto marža profita	3,5%	-21,0%	4,2%	8,9%	8,1%
Bruto marža profita	3,7%	-21,0%	4,2%	8,9%	8,1%
Neto rentabilnost imovine	0,7%	-4,2%	0,9%	2,0%	2,2%
Bruto rentabilnost imovine	07,%	-4,2%	0,9%	2,0%	2,2%
Rentabilnost vlastitog kapitala	0,1%	-5,3%	0,5%	1,8%	1,7%

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

Rastom poslovnih prihoda, posebice prihoda od prodaje, profitne marže izrazito su narasle s naglaskom na posljednje dvije godine. U posljednje dvije godine narasli su i ostali pokazatelji profitabilnosti što ukazuje na rast društva i izuzev rastom dobiti može biti objašnjeno pojačanim financiranjem iz tuđih izvora. Pošto je rentabilnost imovine neznatno veća od rentabilnosti vlastitog kapitala da se zaključiti da je neznatno- ali ipak isplativije koristiti se vlastitim kapitalom pri financiranju.

3.6. Pokazatelji investiranja

Tablica 9. Pokazatelji investiranja

	2009	2010	2011	2012	2013
Zarada po dionici (HRK)	3.02	-159.28	13.70	54.18	53.63
Dividenda po dionici (HRK)	0.00	0.00	13.70	0.00	0.00
Odnos isplate dividendi	0%	0%	100%	0%	0%
Dividendna rentabilnost dionice	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ukupna rentabilnost dionice	0.2%	-7.6%	0.8%	3.0%	2.5%
Odnos cijene i zarade po dionici	486.14	-13.19	124.05	32.86	40.30

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



Zarade po dionici intenzivno rastu sukladno sa rastom dobiti, izuzev 2010 kad je poduzeće poslovalo u gubitku, što također upućuje na povećanje tržišne cijene dionice. S obzirom da zarade po dionici rastu puno brže od rasta tržišne cijene dionice, odnos cijene i zarade je u padu.

4. DCF ANALIZA

Za vrednovanje poduzeća korišten je DCF model. Prema navedenom modelu fer vrijednost poduzeća po dionici je 1.867,06 kuna što je znatno niže od prosječne tržišne cijene koja iznosi 4.227,79 kuna.

Tablica 10. Podloga za prognoziranje

(u mil. kn)	2009	2010	2011	2012	2013	Prosjek
Neto prodaja	193.719	193.178	201.579	210.296	284.559	
<i>Promjena neto prodaje</i>	--	0%	4%	4%	35%	10,09%
EBIT	3.932	-46.145	5.568	16.617	29.978	
Efektivna porezna stopa	8,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2%
EBIT(1-Porez)	3.592	-46.145	5.568	16.617	29.978	
<i>Promjena EBIT(1-Porez)</i>		-1385%	-112%	198%	80%	102,85%
Kapitalna ulaganja		-4.642	5.605	20.966	250.447	
Amortizacija	26.560	34.101	33.196	34.212	67.397	
<i>Promjena Amortizacije</i>		28%	-3%	3%	97%	36,40%
Neto kapitalna ulaganja	-26.560	-38.743	-27.591	-13.246	183.050	
Promjene u radnom kapitalu		-1.411	781	-6.246	15.505	2.157
FCFF	30.151	-5.992	32.377	36.109	-168.577	
Plaćene kamate	6.282	5.732	4.844	3.164	10.525	
	--	-9%	-15%	-35%	233%	13,8%
Promjena duga		-26.920	-16.684	-13.642	123.932	16.672
FCFE	29.607	-32.911	15.694	22.467	-44.645	



Stopa reinvestiranja	-739,50%	87,02%	-481,53%	-117,30%	662,33%	37,63%
Povrat na kapital	0,37%	-4,95%	0,62%	1,85%	2,86%	0,09%
BV of equity	937.198	908.514	905.764	922.170	960.881	
BV of debt	97.776	70.856	54.173	40.531	164.463	
Cash	58.949	47.708	57.124	62.621	76.939	
Očekivani rast	-2,72%	-4,31%	-2,97%	-2,17%	18,94%	0,03%

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 102,85 % godišnje. Te stope uzete su za projekcije budućih zarada.

Trošak glavnice	
Nerizična kamatna stopa	4,29%
Beta	0,74
Tržišna premija rizika	6,93%
Trošak glavnice	9,44%

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

Prosječni ponderirani trošak kapitala	
Tržišna vrijednost glavnice (HRK '000)	654.007
Iznos duga (HRK '000)	190.040
Udio glavnice	77%
Udio duga	23%
Trošak glavnice	9,44%
Trošak duga nakon poreza	5,92%
Trošak kapitala (WACC)	8,64%

Stabilan rast	
g	0,03%

Trošak glavnice izračunat je na temelju 3 pokazatelja i to nerizične kamatne stope, beta koeficijenta i tržišne premije rizika te iznosi 9,44%.

Trošak kapitala izračunat je na temelju dugoročnih državnih obveznica Hrvatske na rok od 5-15 godina i iznosi 8,64% za Liburniju.

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
EBIT (1-Porez)	18.445	21.149	24.250	27.805	31.882	36.557
Neto kapitalna ulaganja	6.730	-1.187	11.662	40.678	46.730	-53.891
FCFF	8.367	18.990	9.241	-16.219	-18.194	87.101
Sadašnja vrijednost FCFF-a	7.702	16.088	7.207	-11.642	-12.020	668.415

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

Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFE-a	680.551
+ Novac na računu	76.939
- Tržišna vrijednost duga	190.040
- Manjinski interesi	0
Fer vrijednost poduzeća	567.450
Fer vrijednost poduzeća po dionici	1874,99
Trenutna tržišna cijena po dionici	2.161,00
Potencijal rasta	-13,2%

Dobivena fer vrijednost po dionici iznosi 1.874,99 HRK što je 13,2% manje od trenutne tržišne cijene te je prema tome precijenjena.

