

## ANALIZA PODUZEĆA MAISTRA

Maistra d.d. vodeća je hotelijerska kompanija u Hrvatskoj i dio je koncerna Adris Grupe. Nastala je 2001.g. kada je Tvornica duhana Rovinj, danas Adris grupa, preuzeila dvije najveće turističke kompanije u Rovinju i Vrsaru (Jadran-turist Rovinj d.d. i Anita d.d. Vrsar) čijim je spajanjem 2005.g. nastalo Društvo Maistra d.d. Društvo Maistra d.d. zajedno sa podružnicom Slobodna Katarina d.o.o., Rovinj čini Grupu Maistra.

Osnovna djelatnost je iznajmljivanje hotelskih soba i kampova te pružanje usluga hrane i pića u turističke svrhe. Turistički objekti kompanije smješteni su na prestižnim lokacijama u Rovinju i Vrsaru.

Uz gotovo 3 milijarde kuna koje su dosad uložene u podizanje kvalitete usluga, Maistra u narednom razdoblju planira investirati dodatnih 1,4 milijarde kuna s namjerom da do 2017. godine više od 95 posto hotelskih kapaciteta bude na razini usluge četiri i pet zvjezdica.

Vezano uz visoka investicijska ulaganja u proteklih 9 godina Maistra je ostvarila značajne troškove restrukturiranja (preko 400 milijuna kuna), uglavnom zbog rušenja objekata čija je upotreba u potpunosti prestala i na čijem su mjestu izgrađeni novi.

Ukupan kapacitet portfelja je gotovo 34.000 gostiju što omogućuje ostvarenje rezultata koji čine oko 5 % turističkih ostvarenja Hrvatske i nešto više od 15 % turističkih ostvarenja Istre. Maistra d.d., Rovinj kontrolirana je od strane društva Adria Resorts d.o.o., dok je krajnja Matica Adris grupa d.d.

<b>Ciljana cijena</b>	<b>204,32 kn</b>
Cijena na dan 31/12/2013	90,50 kn
<b>Potencijal za rast</b>	<b>125,8%</b>

### Analitičari:

Valentina Kralj  
Ivana Šeperić



<b>1. OPIS PODUZEĆA .....</b>	<b>2</b>
<b>2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA .....</b>	<b>3</b>
<b>2.1. Analiza bilance .....</b>	<b>3</b>
<b>2.2. Analiza izvještaja o dobiti .....</b>	<b>4</b>
<b>3. ANALIZA FINANCIJSKIH POKAZATELJA .....</b>	<b>7</b>
<b>3.1. Pokazatelji likvidnosti.....</b>	<b>7</b>
<b>3.2. Pokazatelji zaduženosti .....</b>	<b>7</b>
<b>3.3. Pokazatelji aktivnosti .....</b>	<b>8</b>
<b>3.4. Pokazatelji ekonomičnosti.....</b>	<b>9</b>
<b>3.5. Pokazatelji profitabilnosti .....</b>	<b>9</b>
<b>3.6. Pokazatelji investiranja .....</b>	<b>10</b>
<b>4. DCF ANALIZA .....</b>	<b>11</b>



[www.finance.hr](http://www.finance.hr)

Financijski klub | info@finance.hr  
Trg J.F. Kennedyja 6 | 10000 Zagreb | Hrvatska

## 1. OPIS PODUZEĆA

---

Maistra d.d. vodeća je hotelijerska kompanija u Hrvatskoj i dio je koncerna Adris Grupe. Nastala je 2001.g. kada je Tvornica duhana Rovinj, danas Adris grupa, preuzela dvije najveće turističke kompanije u Rovinju i Vrsaru (Jadran-turist Rovinj d.d. i Anita d.d. Vrsar) čijim je spajanjem 2005.g. nastalo Društvo Maistra d.d. Društvo Maistra d.d. zajedno sa podružnicom Slobodna Katarina d.o.o., Rovinj čini Grupu Maistra.

Osnovna djelatnost je iznajmljivanje hotelskih soba i kampova te pružanje usluga hrane i pića u turističke svrhe. Turistički objekti kompanije smješteni su na prestižnim lokacijama u Rovinju i Vrsaru.

Maistra je pred sebe postavila ambiciozne planove razvoja te se pritom orijentira na razvoj luksuznog turizma i uvođenje hotela i turističkih naselja kategorije 4+ i 5 zvjezdica koji će biti temelj tržišnog pozicioniranja destinacije, ali i same kompanije. U skladu s postavljenim planovima, Maistra se pozicionirala kao predvodnik nacionalnog turističkog razvoja.

Uz gotovo 3 milijarde kuna koje su dosad uložene u podizanje kvalitete usluga, Maistra u narednom razdoblju planira investirati dodatnih 1,4 milijarde kuna s namjerom da do 2017. godine više od 95 posto hotelskih kapaciteta bude na razini usluge četiri i pet zvjezdica.

Vezano uz visoka investicijska ulaganja u proteklih 9 godina Maistra je ostvarila značajne troškove restrukturiranja (preko 400 milijuna kuna), uglavnom zbog rušenja objekata čija je upotreba u potpunosti prestala i na čijem su mjestu izgrađeni novi.

Grupa Maistra danas raspolaže s deset visokokvalitetnih hotela, osam turističkih naselja i sedam kampova. Ukupan kapacitet portfelja je gotovo 34.000 gostiju što omogućuje ostvarenje rezultata koji čine oko 5 % turističkih ostvarenja Hrvatske i nešto više od 15 % turističkih ostvarenja Istre.

Maistra d.d., Rovinj kontrolirana je od strane društva Adria Resorts d.o.o., dok je krajnja Matica Adris grupa d.d.



## 2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

---

### 2.1. Analiza bilance

Analizom aktive utvrđeno je da dugotrajna imovina ima udio od 98,6% u 2013. godini. Daleko najveća stavka dugotrajne imovine su nekretnine, postrojenja i oprema koja u 2013. godini iznosi 1,8 mlrd. HRK odnosno 87,16% ukupne dugotrajne imovine. Takva struktura aktive je i očekivana s obzirom na djelatnost kojom se poduzeće bavi, međutim zabrinjavajući je podatak da kratkotrajna imovina čini svega 1,27% aktive od čega novac čini svega 0,1% kratkotrajne imovine. Što se tiče promjena aktive, tijekom petogodišnjeg razdoblja došlo je do povećanja ukupne aktive za 12,2% odnosno 230 mil. HRK i tome je prvenstveno pridonijelo povećanje vrijednosti građevinskih objekata za 28,2% odnosno za 328 mil. HRK i povećanje vrijednosti zemljišta za 47,9% odnosno za 60 mil. HRK. Takve promjene su rezultat kontinuiranih ulaganja u nove smještajne kapacitete kao i u podizanje razine kvalitete postojećih kapaciteta. Kapital i kratkoročne obveze čine gotovo 99% s tim da je udio kratkoročnih obveza 43,56%, dok je udio kapitala oko 54,72%. što znači da poduzeće podjednako koristi vlastite i tuđe izvore za financiranje. U strukturi kratkoročnih obveza dominiraju obveze prema povezanim poduzetnicima koje iznose 92,6% ukupnih kratkoročnih obveza što znači da poduzeće svoju imovinu financira prvenstveno kratkoročnim kreditima od povezanih poduzetnika (Matici). Ono što je zabrinjavajuće je činjenica da kratkoročne obveze poduzeća iznose 876 mil. HRK u 2013. godini što je daleko iznad vrijednosti kratkotrajne imovine i znači da poduzeće posluje sa velikim deficitom radnog kapitala od čak 896 mil. HRK u 2013. godini. Međutim zbog činjenice da poduzeće ima stalan pristup finansijskim sredstvima Matici, negativan radni kapital ne predstavlja prijetnju te poduzeće u promatranom razdoblju kontinuirano poboljšava svoj finansijski rezultat.



Tablica 1. Bilanca

<b>AKTIVA (u tisućama HRK)</b>	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
<b>DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>1.812.330</b>	<b>1.946.934</b>	<b>2.068.604</b>	<b>2.017.087</b>	<b>2.084.825</b>
II. MATERIJALNA IMOVINA	1.751.376	1.885.465	2.012.381	1.958.607	2.026.253
1. Zemljište	126.688	181.287	182.242	178.098	187.399
2. Građevinski objekti	1.163.036	1.275.789	1.472.497	1.384.024	1.491.503
3. Postrojenja i oprema	140.714	124.890	133.225	116.680	138.309
<b>KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>69.815</b>	<b>52.26</b>	<b>38.116,</b>	<b>42.318</b>	<b>26.917</b>
<b>UKUPNO AKTIVA</b>	<b>1.884.347</b>	<b>2.002.001</b>	<b>2.109.385</b>	<b>2.061.832</b>	<b>2.114.467</b>
<hr/>					
<b>PASIVA (u tisućama HRK)</b>	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
<b>KAPITAL I REZERVE</b>	<b>897.954</b>	<b>945.726</b>	<b>938.115</b>	<b>993.674</b>	<b>1.069.047</b>
<b>DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>14.018</b>	<b>24.106</b>	<b>22.389</b>	<b>20.354</b>	<b>18.238</b>
<b>KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>917.977</b>	<b>967.755</b>	<b>1.070.619</b>	<b>959.572</b>	<b>921.120</b>
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	871.302	902.236	1.018.635	890.100	852.497
<b>UKUPNO PASIVA</b>	<b>1.884.347</b>	<b>2.002.001</b>	<b>2.109.385</b>	<b>2.061.832</b>	<b>2.114.467</b>

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

## 2.2. Analiza izvještaja o dobiti

U promatranom petogodištu vidimo porast ukupnih prihoda, tj. radi se o uzastopnom porastu poslovnih prihoda uglavnom zbog povećanja aktivnosti u segmentima – hoteli, naselja i kampovi, zatim otvaranje hotela Lone u 2011. godini te pripajanje Rovinjturista u 2010. godini. Najveći porast prihoda je ostvaren u 2012. godini u odnosu na 2011. i to od 14,75%. Što se tiče ukupnih rashoda, oni su u porastu u razdoblju od 2009. do 2012. godine zbog porasta obujma poslovanja te investicijskih ulaganja. Jedino je u 2013. godini vidljiv pad ukupnih rashoda radi napora uloženih u kvalitetnije upravljanje troškovima. No, u svakoj godini je ostvaren pad udjela troškova (materijalni troškovi, troškovi zaposlenih) u poslovnim prihodima. Ako pogledamo rezultat na kraju svakog razdoblja zaključujemo kako je na početku promatranog petogodišnjeg razdoblja bio negativan u iznosu od 46,8 mil. kn, a 2013. godine Grupa je ostvarila pozitivan rezultat od 75,3 mil. kn.



Tablica 2. Račun dobiti i gubitka

<b>RDG (u tis. HRK)</b>	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>470.730</b>	<b>523.614</b>	<b>598.807</b>	<b>688.145</b>	<b>713.946</b>
<b>1. Prijodi od prodaje</b>	437.766	505.585	581.084	643.990	690.805
<b>3. Ostali poslovni prihodi</b>	32.964	18.029	17.723	44.155	23.141
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>498.967</b>	<b>498.261</b>	<b>553.570</b>	<b>594.455</b>	<b>582.928</b>
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>21.823</b>	<b>4.868</b>	<b>4.936</b>	<b>4.670</b>	<b>3.669</b>
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>44.575</b>	<b>45.360</b>	<b>59.762</b>	<b>46.217</b>	<b>50.972</b>
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>492.554</b>	<b>528.482</b>	<b>603.744</b>	<b>692.815</b>	<b>717.616</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>543.542</b>	<b>543.621</b>	<b>613.332</b>	<b>640.673</b>	<b>633.900</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>-50.988</b>	<b>-15.139</b>	<b>-9.587</b>	<b>52.142</b>	<b>83.715</b>
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	-4.105	-814	-1.976	-3.416	8.342
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>-46.883</b>	<b>-14.324</b>	<b>-7.611</b>	<b>55.559</b>	<b>75.373</b>

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

Slijedi detaljnija analiza svake od godina.U 2013. godini ostvareno je 718 mil. HRK ukupnih, odnosno 714 mil. HRK poslovnih prihoda. Rast prihoda iz redovnog poslovanja iznosi 7,3% što je vidljivo iz horizontalne analize Računa dobiti i gubitka, a možemo ga pripisati aktivnostima u svim segmentima – hotelima, naseljima i kampovima. U isto vrijeme dolazi do smanjenja ostalih poslovnih prihoda u iznosu od 21 mil. kn. Što se tiče rashoda, ukupno je ostvareno 583 mil. kn poslovnih rashoda, što je smanjenje od 2% u odnosu na prethodnu godinu jer je stavljen fokus na kvalitetno upravljanje troškovima. Navedeno nas dovodi do odnosa dobiti prije kamata, poreza i amortizacije te poslovnih prihoda, tj. dijela prihoda koji preostaje nakon podmirenja redovitih rashoda. Radi se o povećanju EBITDA marže od četiri postotna boda. Neto financijski rezultat je negativan (-47 mil. HRK) i lošiji je od 2012. zbog negativnih tečajnih razlika po kreditu. Na kraju, dobit 2013. godine iznosi 75 mil. HRK, a što je za 36% bolje od 2012. godine.

Godinu ranije ukupno je ostvareno 693 mil. kn ukupnih prihoda, odnosno 688 mil. kn poslovnih prihoda, a što je 15% više od protekle godine. Utjecaj na povećanje poslovnih prihoda je ponovno imao rast poslovnih aktivnosti hotela i kampova. Ukupno je ostvareno 594 mil. kn poslovnih rashoda, što je povećanje od 7% u odnosu na lani zbog porasta obujma poslovanja. Ostvaren krajnji rezultat Grupe 2012. iznosi 55 milijuna kuna.



U 2011. godini Grupa je ostvarila 2,9 milijuna noćenja, što je povećanje od 8% u odnosu na godinu ranije. Ukupno je ostvareno 604 mil. kn ukupnih prihoda, odnosno 599 mil. kn poslovnih prihoda, a što je 14% više od protekle godine. Utjecaj na povećanje poslovnih prihoda je rast poslovnih aktivnosti hotela i kampova, te pozitivan efekt od otvaranja hotela Lone. Ukupno je ostvareno 554 mil. kn poslovnih rashoda, što je povećanje od 11% odnosu na lani. Ostvaren krajnji rezultat Grupe 2011. je negativan u iznosu od 7,6 milijuna kuna.

U 2010. godini ostvareno je 528 mil. kn ukupnih prihoda, odnosno 524 mil. kn poslovnih prihoda, a što je 11% više od protekle godine radi poslovnog pripajanja Rovinjturista, te povećanje poslovnih aktivnosti u hotelskom segmentu. Ukupno je ostvareno 498 mil. kn poslovnih rashoda. Ostvaren krajnji rezultat 2010. Grupe Maistra je negativan.

U 2009. godini dolazi do pada potražnja za hotelskim smještajem, posebno u razdoblju predsezona. Ukupno je ostvareno 493 milijuna kn ukupnih prihoda, od čega 471 mil. kn otpada na poslovne prihode što je 5% manje od protekle godine. Ukupno je ostvareno 499 mil. kn poslovnih rashoda, što je povećanje od 12% u odnosu na lani. Povećanje je nastalo na stavkama amortizacije te na stavci jednokratnih troškova rezervacija. Ostvaren rezultat u 2009. godini je negativan u iznosu 46,9 milijuna kuna i to utjecajem jednokratnih troškova (rezerviranja).



### 3. ANALIZA FINANCIJSKIH POKAZATELJA

#### 3.1. Pokazatelji likvidnosti

Zbog zanemarivo malog udjela kratkotrajne imovine u ukupnoj aktivi, pokazatelji likvidnosti su na jako niskim razinama i iz njih je jasno vidljivo da su kratkoročne obveze poduzeća daleko veće od kratkotrajne imovine te da poduzeće ima značajan deficit radnog kapitala. Isto je vidljivo i iz koeficijenta financijske stabilnosti koji je mnogo veći od preporučene vrijednosti (1) i odražava činjenicu da poduzeće gotovo polovicu svoje dugotrajne imovine financira iz kratkoročnih obveza. Prilikom interpretacije ovih pokazatelja treba uzeti u obzir činjenicu da poduzeće ima stalan pristup financijskim sredstvima, kao i činjenicu da više od 90% kratkoročnih obveza otpada na obveze prema povezanim poduzetnicima (Matici).

Tablica 3. Pokazatelji likvidnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Koef. ubrzane likvidnosti	0,045	0,047	0,029	0,038	0,023
Koef. tekuće likvidnosti	0,076	0,054	0,036	0,044	0,029
Koef. financijske stabilnosti	1,877	1,884	2,012	1,856	1,774

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

#### 3.2. Pokazatelji zaduženosti

Iz koeficijenta financiranja jasno je vidljivo da poduzeće za financiranje imovine podjednako koristi vlastite i tuđe izvore financiranja, s tim da se udio kapitala polako povećava tijekom posljednje dvije godine. Iz stupnja pokrića II ponovno vidimo da poduzeće oko 50% svoje imovine financira iz vlastitih izvora, s tim da se pokrivenost imovine vlastitim izvorima povećava tijekom posljednje tri godine. Kada se pogleda pokriće troškova kamata, vidi se kontinuirano povećanje pokrića tijekom godina, što predstavlja pozitivan trend i ulijeva određenu dozu sigurnosti kreditorima poduzeća.



Tablica 4. Pokazatelji zaduženosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Koef. financiranja	0,980	0,984	1,098	0,933	0,828
Stupanj pokrića II	0,533	0,531	0,497	0,539	0,564
Pokriće troškova kamata	-0,144	0,666	0,840	2,128	2,642

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

### 3.3. Pokazatelji aktivnosti

Kroz pokazatelje aktivnosti utvrđuje se koliko uspješno poduzeće koristi imovinu s ciljem stvaranja prihoda. Koeficijent obrt ukupne imovine je na očekivanim razinama jer se ovdje radi o kapitalno intenzivnoj industriji. Isto tako vidimo da se on, zajedno sa preostalim koeficijentima, kontinuirano povećava kroz promatrane godine. Kod naplate potraživanja također vidimo značajno poboljšanje što je u skladu sa očekivanjima za industriju u kojoj u pravilu nema dugih rokova naplate.

Tablica 5. Pokazatelji aktivnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Koef. obrta ukup imovine	0,261	0,264	0,286	0,336	0,339
Koef obrta kratkotrajne imovine	7,055	10,112	15,840	16,372	26,660
Koef obrta potraživanja	13,304	13,875	22,004	21,209	38,155
Naplata potraživanja (u danima)	27,435	26,307	16,588	17,210	9,566

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



### 3.4. Pokazatelji ekonomičnosti

Pokazatelji ekonomičnosti pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda. Iz pokazatelja ekonomičnosti ukupnog poslovanja vidimo da se pozitivan finansijski rezultat ostvaruje tek u posljedne dvije promatrane godine, dok su poslovni prihodi već 2010. godine veći od poslovnih rashoda. To znači da značajan utjecaj na konačni finansijski rezultat imaju finansijski rashodi, i to prvenstveno rashodi po kamatama prema Matici. Ekonomičnost financiranja je u skladu sa očekivanjima jer poduzeće ima mnogo veće finansijske rashode od finansijskih prihoda.

Tablica 6. Pokazatelji ekonomičnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	0,906	0,972	0,984	1,081	1,132
Ekonomičnost poslovanja (prodaje)	0,943	1,051	1,082	1,158	1,225
Ekonomičnost financiranja	0,490	0,107	0,083	0,101	0,072

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

### 3.5. Pokazatelji profitabilnosti

Neto marža profita odražava sposobnost poduzeća da iz ukupnih prihoda zadovolji interes vlasnika (neto dobit) i interes kreditora (kamate). Kod Maistre vidimo pozitivan trend gdje najveći utjecaj na porast neto marže profita ima smanjenje gubitka odnosno povećanje neto dobiti. Ista situacija je i kod pokazatelja ROA. Najvažniji pokazatelj profitabilnosti za investitore je ROE koji nam govori koliko jedinica neto dobiti poduzeće ostvaruje po jednoj jedinici uložene glavnice. U skladu sa pozitivnim trendovima u poslovanju ROE kontinuirano raste te u 2013. godini iznosi 6,5%. Ako uzmemo u obzir da se društvo kratkoročno zadužuje kod Matice po fiksnoj stopi od 4,5%, možemo reći da Maistra ima mogućnosti koristiti finansijsku polugu kako bi povećala ROE.



Tablica 7. Pokazatelji profitabilnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Neto marža profita	-0,47%	5,87%	8,64%	14,69%	17,61%
Neto rentabilnost imovine	-0,12%	1,55%	2,47%	4,94%	5,98%
Rentabilnost vlastitog kapitala	-4,93%	-1,42%	-0,76%	5,21%	6,51%

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

### 3.6. Pokazatelji investiranja

Pokazatelji investiranja reflektiraju pozitivne trendove u poslovanju poduzeća. Nakon 2008. zarade po dionici su počele rasti te je, zbog konstantnih ulaganja i oporavka svjetskog gospodarstva, za očekivati da će se takav pozitivan trend i nastaviti. S obzirom da poduzeće dobit ostvaruje tek u posljednje dvije godine, P/E omjer je pozitivan u 2012. i 2013. i iz njega se vidi da je porasla i cijena dionica i neto dobit po dionici. Poduzeće ne isplaćuje dividende već zadržava 100% ostvarene dobiti te smanjuje iznos prenesenog gubitka koji se tijekom godina akumulirao i 2013. iznosi 223 mil. HRK. S obzirom na strukturu vlasništva i nastojanja da se uredi poslovanje poduzeća, ni u narednim godinama se ne očekuje isplata dividendi.

Tablica 8. Pokazatelji investiranja

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Zarada po dionici (HRK)	-4,28	-1,40	-0,70	5,08	6,89
Ukupna rentabilnost dionice	-0,07	-0,02	-0,01	0,09	0,08
Odnos cijene i zarade po dionici	-14,75	-42,25	-71,35	11,52	13,14

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



## 4. DCF ANALIZA

---

Za vrednovanje Maistre korištena je DCF metoda. Procijenjena fer vrijednost dionice iznosi **204,34** HRK što u odnosu na cijenu na dan 31.12.2013. predstavlja porast od **125,8%**. Početkom travnja 2015. godine dionica je već ostvarila veći dio tog rasta te njena cijena na dan 01.04.2015. iznosi 156,5 HRK, što znači da se, u budućnosti, prema modelu očekuje dodatni rast od 30,6%.

Za Maistru prosječni ponderirani trošak kapitala iznosi visokih 8,99%. Međutim ovdje u iznos duga nisu uračunate kratkoročne obveze prema povezanim poduzetnicima čiji udio u ukupnim obvezama iznosi oko 90%. Te kratkoročne obveze se odnose na kratkoročne kredite od Matice na koje poduzeće plaća kamatu po stopi od 4,5%.

Tablica 9. WACC

<b>Prosječni ponderirani trošak kapitala</b>	
Tržišna vrijednost glavnice (HRK '000)	990.463
Iznos duga (HRK '000)	7.395
Udio glavnice	99%
Udio duga	1%
Trošak glavnice	9,01%
Trošak duga nakon poreza	5,92%
<b>Trošak kapitala</b>	<b>8,99%</b>

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

Na temelju rezultata ostvarenih u razdoblju od 2009. do 2013. godine napravljena je projekcija rezultata za sljedećih šest godina. U tablici navedene postotne promjene neto dobiti, EBITDA-e, amortizacije, finansijskog rezultata i poreza na dobit dobivene su kao prosjek postotnih promjena tih kategorija u razdoblju 2009.-2013. godine. Vidljivo je da se očekuje stabilan porast svih navedenih kategorija i to po relativno visokim stopama. Takve stope su očekivane jer je Maistra upravo usred velikog ciklusa investiranja u kojem će do 2017. u smještajne kapacitete biti uloženo ukupno 4,7 mlrd. HRK. Takva intenzivna ulaganja



koja su već rezultirala porastom prosječnih cijena, kao i porastom broja noćenja, uz oporavak svjetskog gospodarstva će dovesti do snažnog porasta vrijednosti dionica.

Tablica 10. Prognoze

(u tis. HRK)	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Neto prodaja	774.600	868.559	973.915	1.092.051	1.224.517	1.373.052
Promjena (%)	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
EBITDA	223.964	251.131	281.593	315.751	354.051	396.998
EBITDA marža (%)	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Amortizacija	162.207	174.192	192.108	214.760	242.475	275.939
marža amortizacije (%)	21%	20%	20%	20%	20%	20%
EBIT	89.687	100.566	112.765	126.443	141.781	158.979
EBIT marža (%)	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Financijski rezultat	84.373	85.035	85.702	86.374	87.052	87.735
Financial result margin (%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Neto dobit	82.006	82.512	83.004	83.481	83.942	84.382
Promjena (%)	48%	1%	1%	1%	1%	1%
Neto marža (%)	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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

Na temelju napravljenih prognoza, dobivena sadašnja vrijednost FCFF-a je 2.241.400 što znači da je tada vrijednost poduzeća po dionici 125,8% veća od tada vrijednosti dionice na dan 31.12.2013. Zaključak je da je dionica Maistre podcijenjena.



Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFF-a	2.241.400
+ Novac na računu	2.108
- Tržišna vrijednost duga	7.395
- Manjinski interesi	0
Fer vrijednost poduzeća	2.236.113
Fer vrijednost poduzeća po dionici	204,32
Trenutna tržišna cijena po dionici	90,50
Potencijal rasta	125,8%

