

ANALIZA PODUZEĆA TURISTHOTEL

Turisthotel d.d. je hrvatska tvrtka sa sjedištem u Zadru koja se bavi djelatnostima pružanja turističko-ugostiteljskih usluga, usluga pranja rublja i usluga cateringa u zemlji i inozemstvu. Svoje djelatnosti pruža prvenstveno na području Zadra i Zadarske županije, a u svom portfelju objekata drži Zaton Holiday Resort (kamp i apartmansko naselje), Boutique hostel Forum, Praonicu rublja Turisthotel, TH Catering te ugostiteljske objekte Branimir, Forum i Krševan.

Turisthotel je do 1993. godine bio u državnom vlasništvu kad je privatiziran i pretvoren u dioničko društvo. Danas njegovu vlasničku strukturu čine prvenstveno mali dioničari te deset najvećih dioničara posjeduje oko 55% dionica. Deset najvećih dioničara redom su fizičke osobe izuzev dionica u vlasništvu Turisthotela koje čine 7,90% ukupnog broja dionica.

Zarade po dionici porasle su u posljednje dvije godine promatranja zbog povećanja dobiti koje je nastalo zbog smanjenja poreznog opterećenja bruto dobiti. Turisthotel redovito isplaćuje dividendu na razinama od oko 80kn po dionici što čini između 48% do čak 89% neto dobiti. Gledajući prema dividendnoj rentabilnosti dioničari ovog Društva imaju vrlo visoki prinos, a ako se kalkulira s ukupnom rentabilnosti dionice dobivaju se impozantne veličine koje su san svakog investitora.

Ciljana cijena	1.970,90 kn
Cijena na dan 31/12/2013	1.479,91 kn
Potencijal za rast	33,2%

Analitičari:

Juraj Orehovec
Sabina Tabaković



www.finance.hr

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



1. OPIS PODUZEĆA	2
2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA	3
2.1. Račun dobiti i gubitka.....	3
2.2. Bilanca.....	7
3. ANALIZA FINANCIJSKIH POKAZATELJA	11
3.1. Pokazatelji likvidnosti.....	11
3.2. Pokazatelji zaduženosti	12
3.3. Pokazatelji aktivnosti	13
3.4. Pokazatelji ekonomičnosti.....	13
3.5. Pokazatelji profitabilnosti	14
3.6. Pokazatelji investiranja	14
4. DCF ANALIZA	15





1. OPIS PODUZEĆA

Turisthotel d.d. je hrvatska tvrtka sa sjedištem u Zadru koja se bavi djelatnostima pružanja turističko-ugostiteljskih usluga, usluga pranja rublja i usluga cateringa u zemlji i inozemstvu. Svoje djelatnosti pruža prvenstveno na području Zadra i Zadarske županije, a u svom portfelju objekata drži Zaton Holiday Resort (kamp i apartmansko naselje), Boutique hostel Forum, Praonicu rublja Turisthotel, TH Catering te ugostiteljske objekte Branimir, Forum i Krševan.

Svoju tradiciju u pružanju turističko-ugostiteljskih usluga Turisthotel gradi od svog osnutka 1959. godine. Usluge pranja rublja Turisthotel je uveo u svoju ponudu 1970. godine otvaranjem praonice rublja za vlastite potrebe, ali i za sve druge zainteresirane privatne i poslovne korisnike. Hostel Forum otvoren je 2012. godine u samoj povijesnoj jezgri Zadra te je tako dodatno obogatio ponudu Turisthotela i turističku ponudu grada Zadra koji se može pohvaliti modernim novouređenim objektom što zasigurno pridonosi atraktivnosti i privlačnosti za mlađu populaciju sa svjetske turističke scene.

Turisthotel je do 1993. godine bio u državnom vlasništvu kad je privatiziran i pretvoren u dioničko društvo. Danas njegovu vlasničku strukturu čine prvenstveno mali dioničari te deset najvećih dioničara posjeduje oko 55% dionica. Deset najvećih dioničara redom su fizičke osobe izuzev dionica u vlasništvu Turisthotela koje čine 7,90% ukupnog broja dionica.

Smještajne kapacitete Turisthotela čini 597 apartmana, 1700 smještajnih jedinica za kamp kućice i 315 vlastitih mobilnih kućica u sklopu Zaton Holiday Resorta. Navedeni kapaciteti dostatni su za smještaj oko 8000 osoba. U sklopu ovog apartmanskog naselja 253 objekta kategorizirana su s četiri zvjezdice, dok su 344 objekta kategorizirana s tri zvjezdice. Novootvoreni hostel Forum raspolaže sa 35 soba za smještaj 110 osoba. Praonica rublja ima kapacitet 30 tona rublja dnevno. Po navedenom kapacitetu i tehnologiji koju koristi jedna je od vodećih praonica rublja u Hrvatskoj. Osim pružanja usluga pranja i transporta rublja, u sklopu praonice pružaju se i usluge najma rublja, radne odjeće i ostalog tekstilnog asortimenta za turističke i ugostiteljske objekte, zdravstvene ustanove te industriju obrt i gradane. Caffe barovi Branimir i Forum te Bistro Krševan nalaze se na atraktivnim lokacijama u gradu Zadru i svojom prepoznatljivošću i tradicijom predstavljaju simbol Zadra. Turisthotel je prema podacima iz 2013. godine zapošljavao 147 ljudi u stalnom radnom odnosu, a obzirom na sezonski karakter njegova poslovanja prosječno je tijekom godine imao 449 zaposlenika.





2. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

2.1. Račun dobiti i gubitka

Vertikalna analiza

Obzirom na djelatnosti koje obavlja, Turisthotel d.d. svoje poslovne prihode ostvaruje prihodima od prodaje, u koje su uključeni prihodi od pružanja ugostiteljskih i turističkih usluga, od pružanja ostalih usluga, od pružanja usluga pranja rublja, prodaje robe, zakupnina te prihodi od cateringa i ustupanja osoblja i ostalim poslovnim prihodima. Poslovni prihodi u analiziranom razdoblju imaju udio u ukupnim prihodima između 93% i 96% s tendencijom rasta tako da u 2013. godini njihov udio iznosi 95,9%. U pravilu ostali prihodi iz poslovanja čine 1-2% poslovnih prihoda, a iznimke su vidljive u 2010. i u 2012. godini kad je Društvo po završetku sudskega procesa u kojima je Društvo bilo tuženik ukinulo rezerviranja u iznosu od 4, odnosno 9,7 milijuna kuna što je povećalo udio ostalih prihoda iz poslovanja na razinu od 3,3% i 6,00%. Kao što je vidljivo u Tablici 1., najvažniji prihodi su oni od pružanja ugostiteljskih i turističkih usluga. Njihov udio se povećava u promatranom razdoblju zbog povećanja broja turističkih noćenja od 11,5%(2009.-2013.) i zbog neprestanih ulaganja u smještajne kapacitete u turističkom naselju Zaton što je rezultiralo većom prosječnom cijenom smještaja. Udio prihoda od praonice rublja je povećan 2011.godine investicijom u povećanje kapaciteta praonice, te je tako postala druga najvažnija djelatnost ispred djelatnosti cateringa i ustupanja osoblja čiji udio u prihodi je smanjen sa 22% u 2009. na 7,4% u 2013.godini zbog fokusiranja Društva na prije spomenute dvije djelatnosti.

Udio EBITDA značajnije je porastao u 2012. godini zbog ukidanja rezerviranja što je u značajnijoj mjeri povećalo poslovne prihode, a istovremeno su poslovni rashodi smanjeni za 2.138 tis. kuna(1,8%). Već u 2013. godini udio EBITDA je pao na 39,2% što je realnija slika u odnosu na prethodnu godinu.



Tablica 1. Vertikalna analiza Izvještaja o dobiti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
I. POSLOVNI PRIHODI	160.526	160.903	161.405	177.034	186.641
1. Prijodi od prodaje	156.445	155.316	159.564	165.858	184.224
2. Ostali poslovni prihodi	4.081	5.587	1.841	11.176	2.417
II. POSLOVNI RASHODI	118.093	117.535	120.123	117.985	129.934
1. Promjena vrijednosti zaliha	0	0	0	0	0
2. Materijalni troškovi	44.441	45.542	46.569	42.984	52.591
3. Troškovi osoblja	32.918	33.234	33.206	34.092	36.603
4. Amortizacija	24.203	23.072	21.596	23.306	19.615
5. Ostali troškovi	15.887	15.432	17.773	15.322	17.844
6. Vrijednosno usklađivanje	377	98	187	1.345	1.752
7. Rezerviranja	0	0	0	0	0
8. Ostali poslovni rashodi	267	158	792	935	1.528
III. FINANCIJSKI PRIHODI	10.502	9.400	9.984	8.419	8.073
1. Kamate, tečajne razlike, dividende s povezanim poduzetnicima	0	0	0	0	0
2. Kamate, tečajne razlike, dividende	10.492	9.400	9.984	8.419	8.073
3. Ostali finansijski prihodi	10	0	0	0	0
IV. FINANCIJSKI RASHODI	1.857	1.794	3.817	1.960	2.313
1. Kamate, tečajne razlike, dividende s povezanim poduzetnicima	0	0	0	0	0
2. Kamate, tečajne razlike, dividende	1.857	1.794	1.963	1.960	2.312
3. Ostali finansijski rashodi	0	0	1.853	0	0
V. IZVANREDNI PRIHODI	0	0	0	0	0
VI. IZVANREDNI RASHODI	0	0	0	0	0
VII. UKUPNI PRIHODI	171.028	170.303	171.389	185.453	194.714
VIII. UKUPNI RASHODI	119.950	119.329	123.939	119.945	132.247
IX. DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	51.078	50.974	47.449	65.508	62.467
X. POREZ NA DOBIT	10.376	9.448	9.728	181	1.042
XI. DOBIT RAZDOBLJA	40.702	41.527	37.721	65.327	61.425

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

Udio dobiti prije poreza povećan je 2012. godine kao rezultat već prije spomenutih događaja, a 2013. godine je ostao na višoj razini od prethodnih razdoblja zbog moderniziranja i obnove dijela apartmana u Turističkom naselju Zaton i zbog rada novootvorenog Hostela Forum što je rezultiralo višim udjelom ukupnih prihoda u odnosu na ukupne rashode. Također, udio neto dobiti je povećan iz istih razloga, ali i zbog oslobođanja Društva od plaćanja poreza na dobiti zbog promjene zakonodavnog okvira i ostvarivanja olakšica kroz raspodjelu dobiti u



reinvestiranu dobit. Nadalje, u 2013. godini osim spomenute poticajne mjere upotrebe dobiti, Društvo je koristilo i oslobođenje od plaćanja poreza na dobit do iznosa od 46.699 tis. kuna koje je ishođeno kao poticajna mjeru prema Zakonu o poticanju investicija i unapređenju investicijskog okruženja.

Horizontalna analiza

Horizontalnom analizom Izvještaja o dobiti poduzeća Turistihotel d.d. prikazanom u Tablici 2. vidljiv je stalan, no neujednačen rast poslovnih prihoda u promatranom razdoblju koji ukupno iznosio 16,2%. Promatrajući prihode od prodaje po segmentima poslovanja ovog Društva vidljiv je stabilan rast prihoda od ugostiteljstva i pružanja turističkih usluga po stopama između 10-12% što čini okosnicu djelatnosti društva. U promatranom razdoblju broj turističkih noćenja povećan je za 11,5% na 689.105, i to zbog veće popunjenošću Turističkog naselja Zaton i produljenja sezone te zbog otvorenja Hostela Forum koji je u prvoj cijelovitoj godini poslovanja ostvario više od 17.000 noćenja. Iako je ukupni broj noćenja u 2013. godini manji za 5% u odnosu na prethodnu godinu, prihodi od pružanja turističkih usluga porasli su za 10,2% zbog obnove dijela apartmana što ih je svrstalo u višu kategoriju i time podiglo prosječnu cijenu smještaja. Ulaganjem u praonicu rublja u 2011. godini, prihodi ovog segmenta porasli su 41,5%, a dodatno su porasli u 2013. godini za 12,3%. Prihodi od cateringa i ustupanja osoblja u promatranom razdoblju smanjeni su za 61% zbog orijentacije Društva na druge djelatnosti. Ostali prihodi iz poslovanja vrlo su volatilni u promatranom razdoblju, ponajprije zbog ukidanja rezervacija u 2010. i 2012. godini što je značajnije utjecalo na poslovni rezultat u tim godinama. EBITDA u 2012. godini bilježi značajan rast od 31% zbog 9%-tnog porasta broja noćenja i zbog ukidanja previranja po okončanju sudskog spora. Zbog istih razloga u istoj godini značajno je povećana i dobit prije oporezivanja za 38,1%, a neto dobit je dodatno povećana i zbog promjene zakonodavnog okvira u Republici Hrvatskoj kojom je omogućeno oslobođenje od plaćanja poreza na dobit ulaganjem ostvarene dobiti u povećanje temeljnog kapitala Društva. Prihodi od prodaje u 2013. godini bilježe značajan rast od 11,1% zbog povećanja cijene prosječnog smještaja u TN Zaton, povećanja prometa praonice rublja te zbog povećanja prihoda od cateringa u ovoj godini za 2.967 mil. kuna. Poslovni prihodi veći su u 2013. za 5,4% što se objašnjava značajno manjim ostalim prihodima koji su u prethodnoj godini značajno utjecali na poslovni rezultat. EBITDA je u 2013. manji u odnosu na 2012. godinu zbog povećanja poslovnih rashoda u iznosu od 10,1% zbog povećanih investicija koje su rezultirale većim troškovima sirovina i materijala, odnosno



sitnog inventara koji se odmah otpisuje, te zbog većih troškova osoblja obzirom da je u 2013. godini Društvo u prosjeku zapošljavalo 33 ljudi više u odnosu na 2012. godinu. Slabiji finansijski rezultat zbog smanjenja prihoda od kamata i povećanja rashoda od kamata dodatno je utjecao na dobit prije oporezivanja koja je manja 4,6% u odnosu na prethodnu godinu. Iako se 2013. godina prema ovim podacima čini lošija u odnosu na 2012., zbog već spomenutih izvanrednih prihoda u 2012. godini ukupni prihodi su umjetno povećani više nego što bi bili uz isključivo rast realnih pokazatelja. Eliminacijom ukidanja rezerviranja u 2012. godini, rast neto dobiti Društva u 2013. godini iznosio bi 10% što govori o kvalitetnom poslovanju Društva i dobro planiranim ulaganjima u povećanje kapaciteta i povećanje prosječne cijene smještaja.

Tablica 2. Horizontalna analiza Izvještaja o dobiti

U 000 HRK	2009	2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2013/ 2012
I. POSLOVNI PRIHODI	160.526	0,2%	0,3%	9,68%	5,43%
1. Prihodi od prodaje	156.445	-0,7%	2,7%	3,9%	11,1%
<i>Prihodi od ugostiteljstva i turističkih usluga</i>	97.124	3,0%	11,8%	10,0%	10,2%
<i>Prihodi od ostalih usluga</i>	0	784	60,7%	7,9%	11,4%
<i>Prihodi od praonice rublja</i>	15.299	-4,2%	41,5%	2,2%	12,3%
<i>Prihodi od prodaje roba</i>	0	735	17,3%	97,3%	43,4%
Zakupnine	6.476	8,2%	-1,6%	1,2%	-10,0%
<i>Prihodi od cateringa i ustupanja osoblja</i>	37.546	-14,6%	-44,0%	-35,7%	25,7%
2. Ostali poslovni prihodi	4.081	36,9%	-67,0%	507,1%	-78,4%
II. POSLOVNI RASHODI	118.093	-0,5%	2,2%	-1,78%	10,13%
2. Materijalni troškovi	44.441	2,5%	2,3%	-7,7%	22,4%
3. Troškovi osoblja	32.918	1,0%	-0,1%	2,7%	7,4%
4. Amortizacija	24.203	-4,7%	-6,4%	7,9%	-15,8%
5. Ostali troškovi	15.887	-2,9%	15,2%	-13,8%	16,5%
6. Vrijednosno usklađivanje	377	-74,1%	91,4%	619,4%	30,3%
8. Ostali poslovni rashodi	267	-40,9%	401,9%	18,2%	63,4%
III. EBITDA	66.636	-0,3%	-5,4%	31,0%	-7,3%
IV. EBIT	42.433	2,2%	-4,8%	43,0%	-4,0%
V. FINANCIJSKI PRIHODI	10.502	-10,5%	6,2%	-15,67%	-4,10%
VI. FINANCIJSKI RASHODI	1.857	-3,4%	112,8%	-48,65%	17,98%
VII. FINANCIJSKI REZULTAT	8.645	-12,0%	-18,9%	4,7%	-10,8%
VII. UKUPNI PRIHODI	171.028	-0,4%	0,6%	8,21%	4,99%
VIII. UKUPNI RASHODI	119.950	-0,5%	3,9%	-3,22%	10,26%
IX. DOBIT PRIJE	51.078	-0,2%	-6,9%	38,1%	-4,6%

OPOREZIVANJA					
X. POREZ NA DOBIT	10.376	-8,9%	3,0%	-98,1%	476,7%
XI. DOBIT RAZDOBLJA	40.702	2,0%	-9,2%	73,2%	-6,0%

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

2.2. Bilanca

Vertikalna analiza

U aktivi bilance Turisthotela u promatranom razdoblju kratkotrajna imovina ima udio veći od 50% iz čega se može zaključiti da Društvo nema problema sa likvidnošću. Najveći udio u aktivi unutar kratkotrajne imovine imaju financijska imovina i novac na računu, odnosno dva najlikvidnija oblika kratkotrajne imovine. Udio kratkotrajne imovine bio je najveći u 2010. godini kad su investicije bile smanjene pa je zbog otpisivanja vrijednosti udio dugotrajne imovine pao. Investicijama u razdoblju od 2011.-2013. godine udio dugotrajne imovine porastao na 48,6% i to najviše u 2013. godini kad su investicije u TN Zaton bile najveće, a kapitalna ulaganja iznosila su 71,783 mil.kuna.

U pasivi bilance kratkoročne obveze Društva imaju udio između 6 i 8% što je vrlo niski udio u odnosu na veličinu kratkotrajne imovine. Udio kratkoročnih obveza bio je povećan u 2012. godini zbog prije spomenutih povećanih obveza prema dobavljačima i dioničarima. Udio dugoročnih obveza u odnosu na veličinu pasive porastao je u 2013. godini na 18,2% zbog financiranja investicija dugoročnim zajmom u iznosu od 10 mil. EUR. U prethodnim godinama investicije su financirane isključivo iz vlastitih sredstava i te zato nije bilo povećanja dugoročnih obveza.

Društvo je visokokapitalizirano sa udjelom kapitala u pasivi u promatranom razdoblju između 70 i 83%. Udio kapitala bio je najmanji u 2012. godini kad je Društvo smanjilo temeljni kapital, da bi ga već 2013. godine povećalo te mu je udio iznosio 40,7%. Društvo je u 2013. godini dividendu isplatio iz zadržane dobiti te je zato toj stavci smanjen udio na 8,1%. Udio tekuće dobiti znatno je porastao u 2012. godini zbog povećane dobiti čiji uzrok je smanjena obveza poreza na dobit promjenom zakonodavnog okvira.



Tablica 3. Vertikalna analiza bilance

Vertikalna analiza Bilance (u tisućama HRK)	2009.	2010.	2011	2012.	2013.
Dugotrajna imovina					
Nematerijalna imovina	746	451	157	0	0
Materijalna imovina	119.204	99.243	108.359	121.107	165.033
Financijska imovina	7.448	6.693	5.058	4.495	4.024
Potraživanja	1.030	1.077	1.862	1.860	790
Ukupna dugotrajna imovina	128.428	107.464	115.436	127.463	169.846
Kratkotrajna imovina					
Ostala potraživanja	134	280	3.866	14.258	7.611
Zalihe	1.656	1.755	1.469	1.683	2.014
Potraživanja od kupaca	25.688	16.784	17.850	11.679	11.822
Financijska imovina	136.789	165.188	111.745	79.712	56.945
Novac	679	469	46.500	83.847	100.966
Ukupna kratkotrajna imovina	164.946	184.476	181.430	191.179	179.357
Plaćeni troškovi bud. Razdoblja	0	2.231	430	6.376	296
UKUPNA IMOVINA	293.375	294.171	297.296	325.018	349.499
KAPITAL					
Upisani kapital	118.427	118.427	118.427	78.951	142.112
Zadržane zar. , ostali kapital i rezerve	113.697	121.947	126.808	150.303	121.412
Ukupni kapital	232.123	240.374	245.235	229.254	263.524
DUGOROČNE OBVEZE					
Zajmovi	39.469	32.682	26.656	19.847	63.724
Ostali dugoročni dugovi	0	0	0	0	0
Ukupne dugoročne obveze	39.469	32.682	26.656	19.847	63.724
KRATKOROČNE OBVEZE					
Ostale obveze	2.069	2.494	2.662	38.467	2.253
Financijski instrumenti	0	0	0	0	0
Zajmovi	8.534	7.667	6.858	7.062	7.143
Porez na dobit	4.396	1.086	3.439	2.606	1.202
Dobavljači	6.342	9.427	11.845	27.285	11.200
Ukupne kratkoročne obveze	21.342	20.674	24.804	75.420	21.798
Odgodeno plaćanje troškova	440	441	601	496	453
PASIVA	293.375	294.171	297.296	325.018	349.499

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



Horizontalna analiza

Društvo je kroz investicije u promatranom razdoblju povećalo svoju dugotrajnu imovinu za 32,2%, i to ponajprije materijalnu imovinu kroz ulaganja u pravnicu rublja i nabavu mobilnih kućica(2011. godina), uređenje i otvaranje hostela Forum(2012. godina) te renovaciju dijela apartmana i nabavu dodatnih mobilnih kućica u TN Zaton (2013.godine). Najznačajnija ulaganja su u 2013. godini kad je dugotrajna imovina povećana za 42,384 mil. kuna ili 33% u odnosu na 2012. Godinu. Jedino 2010. godine je došlo do smanjenja dugotrajne imovine zbog izostanka ulaganja uz značajan iznos amortizacije koja je umanjila vrijednost spomenute imovine. Kod stavaka kratkotrajne imovine najveće promjene dogodile su se kod kratkotrajnih finansijskih ulaganja kod kojih najveći dio čine oročeni depoziti kod banaka i novac na računu. U razdoblju 2011.-2013. godine oročeni depoziti smanjeni su za 108,805 mil. kuna ili za 66%, a oslobođena sredstva korištena su u ulaganjima, podmirenju redovitih obveza te kod isplate dividende, a dio je premješten pod stavku novac na računu koja je u razdoblju 2011.-2013. godine povećana za 100,497 mil. kuna.

U pasivi bilance, kapital je u promatranom razdoblju povećan za 13,5%. Temeljni kapital Društva smanjen je 2012. godine za 39,476 mil.kuna smanjenjem nominalne vrijednosti dionice sa 300,00kn na 200,00kn, da bi u 2013. godini temeljni kapital bio povećan 63,161 mil.kuna, odnosno nominalna vrijednost dionice je povećana na 360,00kn uplatom cjelokupne neto dobiti iz 2012. godine kako bi se ostvarila porezna olakšica na reinvestiranu dobit. U 2013. godini su zadržane zarade smanjene za 19,2% jer je isplata dividende izvršena iz te stavke umjesto iz tekuće dobiti.

Dugoročne obveze Društva čine obveze po dugoročnim kreditima prema poslovnim bankama i Fondu za zaštitu okoliša i energetsku učinkovitost u sklopu ulaganja u solarne ploče iz 2009. godine. U promatranom razdoblju obveze po dugoročnim kreditima su smanjivane redovitom godišnjom otplatom anuiteta, a 2013. godine Društvu je odobren kredit u iznosu od 10 mil. EUR koji je prouzročio rast dugoročnih obveza od 221%. Kratkoročne obveze Društva u promatranom razdoblju porasle su za 2%, a najznačajnije promjene dogodile su se 2012. godine porastom obveza prema dobavljačima i dioničarima na ime isplate temeljnog kapitala što je uvećalo ove stavke za 204%, ali su već 2013. godine te stavke ponovno smanjene podmirenjem obveza prema dobavljačima i isplatom temeljnog kapitala vlasnicima dionica.



Tablica 4. Horizontalna analiza Bilance

AKTIVA	2009	2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2013/ 2012
Dugotrajna imovina	128.428	-16,32%	7,42%	10,42%	33,25%
Nematerijalna imovina	746	-39,5%	-65,3%	-100,0%	#DIV/0!
Materijalna imovina	119.204	-16,7%	9,2%	11,8%	36,3%
Financijska imovina	7.448	-10,1%	-24,4%	-11,1%	-10,5%
Potraživanja	1.030	4,6%	72,8%	-0,1%	-57,5%
Kratkotrajna imovina	164.946	11,84%	-1,65%	5,37%	-6,18%
Ostala potraživanja	134	108,3%	1282,8%	268,8%	-46,6%
Zalihe	1.656	6,0%	-16,3%	14,6%	19,6%
Potraživanja od kupaca	25.688	-34,7%	6,3%	-34,6%	1,2%
Financijska imovina	136.789	20,8%	-32,4%	-28,7%	-28,6%
Novac	679	-30,9%	9817,1%	80,3%	20,4%
Plaćeni troškovi bud. razdoblja	0	2.231	-80,71%	1381,48%	-95,36%
UKUPNA IMOVINA	293.375	0,27%	1,06%	9,32%	7,53%
PASIVA					
KAPITAL	232.123	3,55%	2,02%	-6,52%	14,95%
Upisani kapital	118.427	0,0%	0,0%	-33,33%	80,00%
Zadržane zar., ostali kapital i rezerve	113.697	7,3%	4,0%	18,53%	-19,22%
DUGOROČNE OBVEZE	39.469	-17,20%	-18,44%	-25,54%	221,07%
Zajmovi	39.469	-17,2%	-18,4%	-25,54%	221,07%
KRATKOROČNE OBVEZE	21.342	-3,13%	19,98%	204,07%	-71,10%
Ostale obveze	2.069	20,5%	6,7%	1344,92%	-94,14%
Financijski instrumenti	0	0	0	0	0
Zajmovi	8.534	-10,2%	-10,6%	2,98%	1,15%
Porez na dobit	4.396	-75,3%	216,6%	-24,22%	-53,87%
Dobavljači	6.342	48,6%	25,6%	130,35%	-58,95%
Odgodeno plaćanje troškova	440	0,27%	36,06%	-17,40%	-8,79%
PASIVA	293.375	0,27%	1,06%	9,32%	7,53%

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



3. ANALIZA FINANCIJSKIH POKAZATELJA

3.1. Pokazatelji likvidnosti

Tablica 5. Pokazatelji likvidnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Koeficijent trenutnelikvidnosti	0,03	0,02	1,88	1,11	4,63
Koeficijent ubrzane likvidnosti	1,24	0,85	2,75	1,46	5,52
Koeficijent tekuće likvidnosti	7,73	8,92	7,32	2,54	8,23

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

Najbolji uvid u stvarno kretanje likvidnosti poduzeća 2009.-2013. godine dobivamo ako koeficijente trenutne, ubrzane i tekuće likvidnosti promatramo zajedno. Uzimajući ih sve u obzir, primjećuje se znatno odstupanje u koeficijentu trenutne likvidnosti tijekom 2009. i 2010. godine. Te niske razine stabilizirane su kroz iduće tri godine, kada koeficijent ne pada ispod 1,11. Objasnjenje leži u činjenici da je novac na računu izrazito povećan u razdoblju 2011.-2013. godine kao posljedica smanjenja oročenih depozita za 66%, od čega je dio sredstava premješten u stavku novac. Što se tiče 2012. godine, koeficijent bi bio znatno veći da tada nije zabilježen nagli rast kratkoročnih obveza prema dobavljačima i dioničarima.

Slične oscilacije u vrijednostima pokazatelja možemo uočiti i kod koeficijenta ubrzane likvidnosti. Naime, u 2011. i 2013. je razina pokazatelja visoko iznad zadovoljavajuće jer je količina novca u blagajni porasla u razdoblju od 2011. do 2013.godine. 2012. godinu, bez obzira na veliki udio novca u blagajni, sputavaju kratkoročne obveze, a 2009. i 2010. razlog bilježe u niskoj razini novca i potraživanja.

Na temelju koeficijenta trenutne likvidnosti lako se može zaključiti da Turisthotel ima izrazito veliku sposobnost podmirivanja svojih kratkoročnih obveza, a jedini se problem pojavljuje u već spomenutoj 2012.godini iz istih razloga koji se ponavljaju i u ostalim pokazateljima likvidnosti.



3.2. Pokazatelji zaduženosti

Tablica 6. Pokazatelji zaduženosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Koeficijent zaduženosti	0,209	0,183	0,175	0,295	0,246
Koeficijent vlastitog financiranja	0,791	0,817	0,825	0,705	0,754
Koeficijentfinanciranja	0,264	0,224	0,212	0,418	0,326
Stupanjpokrića I	1,807	2,237	2,124	1,799	1,552
Stupanjpokrića II	2,115	2,541	2,355	1,954	1,927

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

Što se tiče koeficijenta zaduženosti, možemo vidjeti da Turisthotel vrlo mali postotak imovine nabavlja zaduživanjem. Kako je odnos duga i imovine relativno mali, tako možemo zaključiti da ovo poduzeće posluje sa niskim financijskim rizikom. Iz koeficijenta vlastitog financiranja uočavamo da se financiranje iz vlastitog kapitala u navedenih 5 godina kreće između 70 i 83%, pri čemu je ova najniža vrijednost zabilježena u 2012.godini zbog pada upisanog kapitala, s obzirom na prethodnu 2011., kao posljedica smanjenja nominalne cijene dionice.

Već smo utvrdili da Turisthotel ima zadovoljavajuću financijsku sliku kada su u pitanju zaduživanje i financiranje, a to dodatno potvrđujemo koeficijentom financiranja. Naime, odstupanja se jedino primjećuju u 2012. i 2013., ali ona i dalje nisu drastična. U 2012. je koeficijent nešto lošiji zbog većih kratkoročnih obveza, i već spomenutog manjeg temeljnog kapitala. U 2013. je baš suprotno s obzirom da su tada kratkoročne obveze ponovno smanjene, a problem predstavljaju dugoročne zbog financiranja dugoročnim zajmom od 10 mil. EUR.

Likvidnost i zaduženost poduzeća možemo lako povezati na temelju pokazatelja stupnja pokrića. Kod stupnja pokrića I zbog pada vrijednosti primjećujemo ono što smo maloprije potvrdili, a to je da zadnje dvije godine analize zaduženost raste. Budući da je stupanj pokrića II veći od 1, zaključujemo da se dio kratkoročne imovine financirao iz dugoročnih izvora radi očuvanja likvidnosti.



3.3. Pokazatelji aktivnosti

Tablica 7. Pokazatelji aktivnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	0,58	0,58	0,58	0,57	0,56
Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	1,04	0,92	0,95	0,97	1,09
Naplata potraživanja	58,71	38,71	49,11	53,48	38,00

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

Koeficijent obrtaja imovine upućuje da je poduzeću potrebno nešto manje od dvije godine da jedanput „obrне“ vrijednost svoje imovine. Ovaj pokazatelj ne nalazi se na preporučenoj razini od jednog obrtaja godišnje, što je i razumljivo jer se radi o poduzeću koje mora poslovati sa velikom količinom imovine radi djelatnosti koje pokriva.

Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine kreće se u rasponu od 0,92 do 1,09 u promatranih 5 godina, čime vidimo da se kratkotrajna imovina „okreće“ približno jedanput u godini dana.

Naplata potraživanja je, u usporedbi s ostalim hotelima, na znatno lošijoj razini.

3.4. Pokazatelji ekonomičnosti

Tablica 8. Pokazatelji ekonomičnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,43	1,43	1,38	1,55	1,47
Ekonomičnost poslovanja	1,36	1,37	1,34	1,50	1,44
Ekonomičnost financiranja	5,66	5,24	2,62	4,30	3,49

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

Već znamo iz analize računa dobiti i gubitka da ovo poduzeće ne posluje s gubitkom, ali to možemo provjeriti i na njegovim pokazateljima ekonomičnosti. Ekonomičnost ukupnog poslovanja daje nam do znanja da su ukupni prihodi veći od ukupnih rashoda u svim promatranim godinama, a ekonomičnost poslovanja da su pak prihodi od prodaje nadmašili rashode prodaje. Iz pokazatelja ekonomičnosti financiranja uočavamo da se ostvaruje



dovoljno finansijskih prihoda da bi se pokrili troškovi kamata od zaduživanja. Najveće vrijednosti u 2009. i 2010. godini posljedica su veće kratkotrajne i dugotrajne finansijske imovine, dok su najmanje vrijednosti posljedica smanjenja prihoda od kamata i povećanja rashoda od kamata.

3.5. Pokazatelji profitabilnosti

Tablica 9. Pokazatelji profitabilnosti

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Neto marža profita	24,9%	25,4%	24,2%	36,3%	32,7%
Neto rentabilnost imovine	14,5%	14,7%	14,0%	20,7%	18,2%
Rentabilnost vlastitog kapitala	17,5%	17,3%	15,4%	28,5%	23,3%

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

Svi pokazatelji profitabilnosti isključivo su pozitivni. Neto marža profita na prihvativim je razinama, a godine 2012. i 2013. ističu se ponajviše zbog povećane neto dobiti u tom dobu. Povećanja prihoda u izvještaju dobiti i gubitka vidljiva su posebno u 2012. i 2013. godini. 2012. se povećavaju pretežito zbog završetka sudskog postupka kojim se ukidaju visoke rezervacije, a 2013. zbog neprestanih ulaganja u kapacitete u turističkom naselju Zaton te rada novootvorenog Hostela Forum čime se povećala stavka prihoda od ugostiteljstva i turističkih usluga. Budući da je u tim godinama novim zakonodavnim okvirom društvu omogućeno neplaćanje određenog iznosa poreza na dobit, i neto dobit je veća. Rezultat svega toga i jest veća razina neto marže profita u 2012. i 2013.

Neto rentabilnost imovine u prve je tri godine analize manja od neto rentabilnosti imovine posljednje dvije godine radi niže neto dobiti i imovine.

ROE ili rentabilnost vlastitog kapitala na izvanrednim je razinama. Kao i dosada, 2012. godina bilježi najveću vrijednost, a tada je naime temeljni kapital društva smanjen zbog već spomenutog smanjivanja nominalne vrijednosti dionice. 2013. je ROE također visoka, a tada je kapital bio manji zbog isplate dividende iz stavke zadržane dobiti.

3.6. Pokazatelji investiranja

Tablica 10. Pokazatelji investiranja

	2009	2010	2011	2012	2013
Zarada po dionicima (HRK)	103,11	105,20	95,56	165,49	155,60
Dividenda po dionicima (HRK)	50,00	80,00	85,00	80,00	75,00
Odnos isplate dividendi	48%	76%	89%	48%	48%
Dividendna rentabilnost dionice	7,9%	10,0%	8,6%	7,0%	5,1%



Ukupna rentabilnost dionice	16,3%	13,1%	9,7%	14,4%	10,5%
Odnos cijene i zarade po dionici	6,12	7,64	10,36	6,95	9,51

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

Svi pokazatelji investiranja izgledaju sjajno. Zarade po dionici porasle su u posljednje dvije godine promatranja zbog povećanja dobiti koje je nastalo zbog smanjenja poreznog opterećenja bruto dobiti. Turisthotel redovito isplaćuje dividendu na razinama od oko 80kn po dionici što čini između 48% do čak 89% neto dobiti. Gledajući prema dividendnoj rentabilnosti dioničari ovog Društva imaju vrlo visoki prinos, a ako se kalkulira s ukupnom rentabilnosti dionice dobivaju se impozantne veličine koje su san svakog investitora.

4. DCF ANALIZA

Kao što je vidljivo iz tablice 11. Troška glavnice Društva iznosi 7,64, dok se društvo zadužuje po 5,92%. Kako se Društvo financira 89% iz vlastitih izvora što je nepovoljniji oblik financiranja, tako je i prosječni ponderirani trošak kapitala Društva(WACC) visok i iznosi 7,45%

Tablica 11. Izračun troška glavnice i troška duga

Trošak glavnice		Trošak duga	
Nerizična kamatna stopa	4,29%		
Beta	0,48	Trošak duga prije poreza	7,40%
Tržišna premija rizika	6,93%	Stopa poreza na dobit	20,00%
Trošak glavnice	7,64%	Trošak duga nakon poreza	5,92%

Prosječni ponderirani trošak kapitala	
Tržišna vrijednost glavnice (HRK '000)	584.203
Iznos duga (HRK '000)	70.867
Udio glavnice	89%
Udio duga	11%
Trošak glavnice	7,64%
Trošak duga nakon poreza	5,92%



Trošak kapitala	7,45%
Stabilan rast(g)	2,92%

Prema FCFF metodi određivanja budućih tokova novca i diskontiranjem na sadašnju vrijednost fundamentalna vrijednost Turisthotela iznosi 709,176 milijuna kuna ukupno odnosno 1797,86kn po dionici. Kako je cijena dionica na dan 31.12.2013. godine iznosila 1479,91kn, potencijal rasta dionice je 21,5%.

Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFF-a	679.617
+ Novac na računu	100.966
- Tržišna vrijednost duga	70.867
- Manjinski interesi	0
Fundamentalna vrijednost poduzeća	709.716
Fundamen. vrijednost poduzeća po dionici	1797,86
Trenutna tržišna cijena po dionici	1.479,91
Potencijal rasta	21,5%

Prema FCFF metodi koja mjeri raspoložive novčane tokove za dioničare sadašnja vrijednost diskontiranih novčanih tokova poduzeća iznosi 816.236kn. Prema ovoj metodi fundamentalna vrijednost poduzeća je 846,335 milijuna kuna odnosno 2143,94kn po dionici. Potencijal rasta dionice prema ovoj metodi iznosi 44,9%. Prosječna fundamentalna vrijednost poduzeća iznosi 1970,90kn po dionici uz prosječan potencijal rasta od 33,2% u odnosu na tržišnu cijenu od 31.12.2013.

Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFE-a	816.236
+ Novac na računu	100.966
- Tržišna vrijednost duga	70.867
- Manjinski interesi	0
Fundamentalna vrijednost poduzeća	846.335
Fundamen. vrijednost poduzeća po dionici	2143,94
Trenutna tržišna cijena po dionici	1479,91
Potencijal rasta	44,9%
prosječna fer cijena:	1970,90
prosječan potencijal rasta:	33,2%