

# SPECIFIČNOSTI PROCJENE VRIJEDNOSTI HOTELIJERSKIH PODUZEĆA METODOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA - PRIMJER VREDNOVANJA PODUZEĆA MAISTRA D.D.

---

Radić, Filip

Master's thesis / Diplomski rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:335754>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-16**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij  
Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**SPECIFIČNOSTI PROCJENE VRIJEDNOSTI  
HOTELIJERSKIH PODUZEĆA METODOM  
DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA – PRIMJER  
VREDNOVANJA PODUZEĆA MAISTRA D.D.**

Diplomski rad

**Filip Radić**

**Zagreb, svibanj 2022.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij  
Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**SPECIFIČNOSTI PROCJENE VRIJEDNOSTI  
HOTELIJERSKIH PODUZEĆA METODOM  
DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA – PRIMJER  
VREDNOVANJA PODUZEĆA MAISTRA D.D.**

**SPECIFICS OF VALUATION OF HOTEL COMPANIES  
USING DISCOUNTED CASH FLOW METHOD – CASE  
STUDY VALUATION OF THE MAISTRA D.D.**

Diplomski rad

**Student: Filip Radić**

**JMBAG studenta: 0067541504**

**Mentor: Doc. dr. sc. Denis Dolinar**

**Zagreb, svibanj 2022.**

## **Sažetak**

Analitičari se služe raznim metodama vrednovanja poduzeća. Metoda diskontiranih novčanih tokova jedna je od najkorištenijih metoda u praksi te je prikladna metoda za korištenje pri vrednovanju poduzeća koje posluje u hotelijerskoj industriji. Model diskontiranih novčanih tokova temelji se na procjeni očekivanih novčanih tokova u budućnosti. Mnoge različite varijable iz unutarnjeg ili vanjskog okruženja poduzeća mogu utjecati na vrednovanje putem metode diskontiranog novčanog toka, tako da vrednovanje ovim modelom predstavlja mnoge izazove za analitičare koji moraju imati iskustva i razumjeti industriju poduzeća koje procjenjuju.

U ovome radu vrednuje se hotelijersko poduzeće Maistra d.d. te se prije same procjene ističu specifičnosti industrije u kojoj poduzeće posluje te ključne razlike i izazovi s kojima se analitičari susreću pri procjeni hotelijerskog poduzeća. Hotelijerski sektor je specifična industrija s visokim karakteristikama rizika i izrazito je osjetljiva na različite makroekonomske varijable. U procesu procjene vrijednosti bitne su informacije dobivene iz analize temeljnih financijskih izvještaja poduzeća koje pomažu analitičarima odrediti projekcije za buduće poslovanje poduzeća. Hotelijerskim poduzećima cilj je u financijskim izvještajima prikazati kvantitativne informacije poput broja noćenja, iskorištenost kapaciteta, itd. koje mogu analitičarima dati širu sliku o poslovanju poduzeća i pomoći pri izradi proforma financijskih izvještaja na temelju kojih će se odrediti slobodni novčani tokovi i ostali parametri potrebni za procjenu vrijednosti.

### **Ključne riječi:**

procjena vrijednosti poduzeća, slobodni novčani tok, diskontirani novčani tokovi, prosječni ponderirani trošak kapitala, hotelijerska poduzeća

## **Summary**

Analysts use a variety of company valuation methods. The application of the discounted cash flow method in this paper is one of the most used methods in practice and is the optimal method for use in the valuation of companies operating in the hotel industry. The discounted cash flow model is based on estimating expected future cash flows. Many different variables from the internal or external environment of a company can influence valuation through the discounted cash flow method, so valuing with this model presents many challenges for analysts who need to have experience and understand the industry of the company they are valuating.

In this paper the hotel company Maistra d.d. is being valuated and before the valuation itself, the specifics of the industry in which the company operates are highlighted, as well as the key differences and challenges that analysts face when assessing a hotel company. The hotel sector is a specific industry with high risk characteristics and is extremely sensitive to various macroeconomic variables. In the process of valuation, the information obtained from the analysis of the basic financial statements of the company is important, which helps analysts to determine projections for the future operations of the company. The goal of hotel companies is to present quantitative information in their financial statements, such as number of overnight stays, capacity utilization, etc., which can give analysts a broader picture of the company's operations and help prepare pro-forma financial statements to determine free cash flows and other parameters to assess value.

### **Key words:**

company valuation, free cash flows, discounted cash flows, weighted average cost of capital, hotel companies

## **IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI**

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad / seminarski rad / prijava teme diplomskog rada isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada / prijave teme nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada / prijave teme ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada / prijave teme nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(mjesto i datum)

## **STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY**

I hereby declare and confirm by my signature that the final thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography.

I declare that no part of the thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from the non-cited work, and that no part of the thesis infringes any of the copyrights.

I also declare that no part of the thesis has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

---

(personal signature of the student)

---

(place and date)

# SADRŽAJ

1.	UVOD .....	1
1.1.	Predmet i cilj rada.....	1
1.2.	Izvori podataka i metode prikupljanja .....	1
1.3.	Sadržaj i struktura rada .....	1
2.	VREDNOVANJE PODUZEĆA .....	3
2.1.	Definicija vrijednosti i vrednovanja poduzeća .....	3
2.1.1.	Vrijednost poduzeća .....	3
2.1.2.	Vrednovanje poduzeća .....	4
2.2.	Važnost procjene vrijednosti poduzeća .....	4
2.3.	Metode procjene vrijednosti .....	5
2.3.1.	Metode procjene temeljene na imovini .....	6
2.3.2.	Metode vrednovanja poduzeća temeljene na profitnoj snazi .....	9
3.	METODA DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA .....	13
3.1.	Obilježja metode diskontiranih novčanih tokova .....	13
3.2.	Procjena slobodnih novčanih tokova .....	16
3.2.1.	Jednoperiodni model slobodnih novčanih tokova .....	16
3.2.2.	Višeperiodni model slobodnih novčanih tokova .....	17
3.2.3.	Procjena slobodnih novčanih tokova.....	18
3.2.4.	Konstantna stopa rasta.....	19
3.2.5.	Izračun rezidualne vrijednosti .....	20
3.2.6.	Izračun vrijednosti poduzeća.....	20
3.2.7.	Analiza osjetljivosti.....	22
3.3.	Procjena diskontne stope .....	23
3.3.1.	Trošak duga .....	24
3.3.2.	Trošak obične glavnice.....	25

4. HOTELIJERSKI SEKTOR.....	30
4.1. Specifičnosti hotelijerskog sektora.....	30
4.2. Utjecaj makroekonomskog okruženja na hotelijerski sektor.....	33
4.3. Specifičnosti procjene vrijednosti hotelijerskih poduzeća .....	35
5. PROCJENA VRIJEDNOSTI MAISTRE D.D. METODOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA.....	38
5.1. Analiza poslovanja .....	38
5.1.1. Općenito o poduzeću.....	38
5.1.2. Usporediva poduzeća .....	39
5.1.3. Analiza vanjskog okruženja .....	39
5.1.4. Analiza unutarnjeg okruženja.....	42
5.1.5. Analiza financijskih izvještaja .....	43
5.2. Prognoza budućeg poslovanja i procjena slobodnih novčanih tokova .....	49
5.2.1. Procjena BDP-a i stope inflacije .....	49
5.2.2. Procjena ukupnih poslovnih prihoda i rashoda .....	50
5.2.3. Procjena kapitalnih investicija i obrtnog kapitala .....	51
5.2.4. Procjena slobodnih novčanih tokova.....	51
5.3. Procjena prosječnog ponderiranog troška kapitala .....	52
5.3.1. Trošak glavnice .....	52
5.3.2. Trošak duga nakon poreza.....	54
5.3.3. Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala.....	54
5.3.4. Diskontiranje slobodnih novčanih tokova.....	54
5.4. Osvrt na dobivenu procjenu vrijednosti poduzeća .....	56
6. ZAKLJUČAK .....	57
LITERATURA.....	58
POPIS TABLICA.....	61
POPIS ILUSTRACIJA.....	62



# **1. UVOD**

## **1.1. Predmet i cilj rada**

Predmet ovoga rada su specifičnosti procjene vrijednosti hotelijerskih poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova na primjeru poduzeća Maistre d.d. Proces vrednovanja poduzeća od velike je važnosti svim investitorima, vlasnicima poduzeća i ostalim interesnim skupinama. Kako bi investitori prepoznali potencijalna ulaganja na tržištu potrebno je vrednovati poduzeće odnosno procijeniti koja je stvarna vrijednost poduzeća. Nužno je razumjeti korake u procesu vrednovanja te prednosti i nedostatke metoda koje se koriste za procjenu vrijednosti poduzeća kako bi konačni rezultat dao relevantne podatke.

Svrha i cilj ovog diplomskog rada je na konkretnom primjeru prikazati korištenje metode diskontiranih novčanih tokova kako bi se odredila vrijednost poduzeća te ukazati na specifičnosti vrednovanja poduzeća u hotelskoj industriji. U ovom radu procjenjivala se vrijednost poduzeća Maistra d.d. koje je jedno od vodećih turističkih poduzeća u Hrvatskoj te je iz toga razloga ovo poduzeće odabrano za analizu jer je u relativno kratkom vremenu postalo jedna od vodećih turističkih poduzeća na području Republike Hrvatske te podiglo turističku ponudu na novu razinu.

## **1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja**

Podaci potrebni za izradu teorijskog dijela rada prikupljeni su iz stručnih knjiga te znanstvenih članaka i radova domaćih i stranih autora. Istraživački dio rada temeljen je na sekundarnim podacima, koji su primarno objavljeni u obliku temeljnih financijskih izvještaja objavljenih na stranici Maistre d.d. U radu su korištene baze podataka profesora Damoradana te Državnog zavoda za statistiku Republike Hrvatske. Metode korištene u radu su metoda deskripcije, komparacije, analize, klasifikacije, kompilacije kao postupka preuzimanja tuđih rezultata i zaključaka. Za istraživački dio rada korištene su matematičke i statističke metode te studija slučaja.

## **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Rad je strukturiran u šest glavnih cjelina. Prvo poglavlje razmatra predmet i ciljeve rada te izabrane metode istraživanja i čitatelja uvodi u sadržaj i strukturu rada. U drugoj cjelini opisuje se proces vrednovanja poduzeća. U ovom poglavlju spomenuta je tema vrijednosti poduzeća, definicija vrednovanja poduzeća te metode procjene vrijednosti poduzeća. Treće

poglavlje bavi se obilježjima metode diskontiranih novčanih tokova koja se upotrebljavala u ovome radu te koraci provođenja odabrane metode. Četvrto poglavlje bavi se analizom industrije u kojoj se odabrano poduzeće nalazi, specifičnosti tog sektora i procjene poduzeća u hotelijerskom sektoru. Peto poglavlje odnosi se na samu procjenu odabranog poduzeća Maistre d.d. metodom diskontiranih novčanih tokova te u zadnjem poglavlju zaključci o dobivenim rezultatima i provedenoj analizi.

## 2. VREDNOVANJE PODUZEĆA

U ovom poglavlju se definira pojam vrijednosti poduzeća i proces vrednovanja poduzeća. Također istaknuta je važnost procjene poduzeća za poduzeća i investitore te metode procjene vrijednosti koje se koriste pri vrednovanju poduzeća.

### 2.1. Definicija vrijednosti i vrednovanja poduzeća

Svaka imovina ima svoju vrijednost. Razumijevanje izvora te vrijednosti i koja je vrijednost imovine je ključ za uspješnog ulaganja. Iako se svaka imovina može vrednovati, neku imovinu je lakše, a neku teže vrednovati međutim bazni princip vrednovanja je isti.<sup>1</sup>

#### 2.1.1. Vrijednost poduzeća

Za vrijednost poduzeća zainteresirani su mnogi, od vlasnika, dioničara koji očekuju rast na ulaganje ili prinos od dividendi te na kraju i država, jer vrijednost svakog poduzeća određuje i vrijednost gospodarstva u državi. Vrijednost poduzeća kao cjeline može se promatrati na mnogo načina. Jedan od načina preuzet je iz koncepta Međunarodnog računovodstvenog standarda 36 koji definira fer vrijednost poduzeća kao vrijednost koja bi bila primljena za prodaju imovine ili plaćena za prijenos obveze u transakciju između sudionika na tržištu na određeni datum. Prema istom konceptu razlikujemo i vrijednost u uporabi koja se definira kao sadašnja vrijednost svih budućih novčanih tokova za koje se očekuje da će pritjecati od imovine ili jedinice koja stvara novac. Utvrđivanje vrijednosti u uporabi odražava se na sljedeće elemente:<sup>2</sup>

- procjenu budućih novčanih tokova koji se očekuju od neprekinute upotrebe imovine,
- očekivanje mogućih odstupanja u iznosima ili vremenu nastanka budućih novčanih tokova,
- vremensku vrijednost novca,
- cijenu rizika koje nosi imovina i
- ostale čimbenike, kao što je primjerice nelikvidnost koja može utjecati na određivanje očekivanih budućih novčanih tokova koje stvara neprekinuta upotreba imovine.

---

<sup>1</sup> Damodaran, A. (2012.) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 1

<sup>2</sup> IAS Plus, preuzeto 1. studenog 2021. s <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>

### **2.1.2. Vrednovanje poduzeća**

Vrednovanje poduzeća se kroz povijest mijenjalo. Danas vrednovanje uglavnom predstavlja procjenu budućih zarada koje će ono generirati za svog vlasnika. Poduzeća se kontinuirano vrednuju, ponajviše poduzeća kojima se trguje na otvorenom tržištu odnosno na burzama. Poduzeća periodično objavljuju bilance, međutim procjena koja je prvenstveno orijentirana na prošlost teško može dati jasnu sliku koliko neko poduzeće stvarno vrijedi. Kada se govori o vrednovanju poduzeća često se spominju pojmovi vrijednosti, cijene te mogućnosti nekoga da plati za određeno poduzeće. Zbog toga je nužno definiranje tih temeljnih pojmova za razumijevanje samog procesa vrednovanja poduzeća, njegove kupoprodaje i izvođenja raznih poslovnih kombinacija.<sup>3</sup>

Vrijednost nečega označava koliko to vrijedi. Vrijednost može biti objektivna mjera prema nečemu sličnom s poznatom vrijednošću. Vrijednost može biti i subjektivan osjećaj korisnosti nečega za pojedinca.<sup>4</sup>

Cijena predstavlja iznos za koji kupac plaća nešto. Ona ovisi o vrijednosti, ali je stvar konsenzusa postignutog pregovorima o kupoprodaji.<sup>5</sup>

Mogućnost nekoga da plati za nešto uvjetuje hoće li se kupoprodaja i ostvariti. Vrednovanjem ponuđene stvari za prodaju iznad mogućnosti kupca onemogućit će sam čin kupoprodaje bez obzira na uvjeravanja potencijalnog kupca da prezentirana vrijednost predstavlja fer ponuđenu cijenu.<sup>6</sup>

Mnoštvo faktora će utjecati na samu vrijednost poduzeća. Mnogi od tih faktora biti će subjektivne prirode iz razloga što procjenitelj ocjenjuje korisnost poduzeća te o njemu ovisi razina povjerenja u utemeljenu vrijednost poduzeća. Zbog toga se u svijetu vrednovanja poduzeća kontinuirano kontroliraju te licenciraju eksperti koji se bave samom procjenom kako bi se povećala vjera sudionika u poslovima koji su vezani za procjenu poduzeća.

### **2.2. Važnost procjene vrijednosti poduzeća**

Postoje brojni razlozi za procjenu vrijednosti poduzeća. Kupnja i prodaja poduzeća, povećanje kapitala, preuzimanje poduzeća, proces nasljeđivanja, spajanje poduzeća, primanje kredita, ugovaranje osiguranja, itd. Za svakog investitora jedna od bitnijih stavki je da ne plaća za

---

<sup>3</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 46

<sup>4</sup> Ibid., str. 46

<sup>5</sup> Ibid., str. 47

<sup>6</sup> Ibid., str. 47

imovinu više nego što ta imovina vrijedi. Možemo reći da percepcija može biti dovoljna za određivanje cijene određenog predmeta, međutim kod profitabilne imovine koja se kupuje zbog budućih novčanih tokova koji će se ostvariti držanjem imovine, ona mora biti potkrijepljena stvarnošću što znači da cijena koju će investitor platiti za određenu imovinu mora odražavati vrijednost novčanih tokova koje će ta imovina generirati. Procjena vrijednosti se koristi u mnogo različitih situacijama te njezina uloga ovisi o području unutar kojega se koristi.<sup>7</sup>

U sklopu upravljanja portfeljem procjena vrijednosti ovisi o filozofiji ulaganja koju je pojedini investitor preuzeo. Pasivni investitori će malo važnosti pridati procjeni, no aktivni investitor će se u velikoj mjeri oslanjati na istu, posebno ako je u središtu njihova interesa ulagati u pojedine dionice, a ne procjena tržišta u cjelini.<sup>8</sup>

Kod svake transakcije preuzimanja i spajanja poduzeća procjena vrijednosti bi trebala predstavljati središnji dio. Potencijalni kupac želi utvrditi realnu vrijednost poduzeća koje preuzima prije podnošenja ponude, dok će poduzeću u cilju biti utvrditi svoju razumnu vrijednost prije donošenja odluke o prihvaćanju ponude ili odbijanju.<sup>9</sup>

Poslovnim financijama cilj je maksimiziranje vrijednosti poduzeća, a ta se vrijednost izravno povezuje s odlukama koje to poduzeće donosi, poput projekata koje će preuzeti, na koji način ih financirati, politika dividendi i slično. Za donošenje poslovnih odluka bitno je razumjeti povezanost tih komponenti jer će te odluke uvećati vrijednost poduzeću.<sup>10</sup>

### **2.3. Metode procjene vrijednosti**

Ne postoji jedinstvena klasifikacija podjele metoda procjene vrijednosti poduzeća. U ovom radu metode procjene dijele se na metode vrednovanja temeljene na imovini, metode vrednovanja poduzeća temeljene na njegovoj profitnoj snazi te kombinirane metode vrednovanja poduzeća. Kao što je prije navedeno, sam proces vrednovanja poduzeća je subjektivne prirode te je poželjno da se kod vrednovanja koristi više metoda kako bi se usporedbom rezultata dobivenih različitim metodama došlo do točnijeg rezultata.

---

<sup>7</sup> Damodaran, A. (2012.) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 1-2

<sup>8</sup> Ibid., str 4-7

<sup>9</sup> Ibid., str 4-7

<sup>10</sup> Ibid., str. 4-7

### **2.3.1. Metode procjene temeljene na imovini**

Metode procjene temeljene na imovini definiraju se kao metode koje procjenjuju poduzeće na skup oblika imovine koje ono posjeduje. Procjena temeljena na imovini isključivo je okrenuta sadašnjosti odnosno prilagođava imovinu u bilanci prilagoditi sadašnjosti. Metode procjene su: knjigovodstvena vrijednost, neto unovčiva vrijednost, reprodukcijaska vrijednost te ekonomska vrijednost.<sup>11</sup>

#### **2.3.1.1. Knjigovodstvena vrijednost**

Bilanca poduzeća početna je podloga za procjenu vrijednosti imovine poduzeća. Računovodstvo poduzeća kontinuirano utemeljuje vrijednost imovine koju poduzeće posjeduje te vrijednost njenih obveza te kapitala.<sup>12</sup>

Zbog amortizacije imovine, odnosno ispravaka vrijednosti imovine, vrijednost imovine može ali i ne mora odgovarati sadašnjoj tržišnoj vrijednosti. Iz tog razloga knjigovodstvena vrijednost skriva razne zamke za njegova procjenitelja. Vrijednost imovine iskazane u bilanci treba se prilagoditi trenutku u kojem se obavlja procjena vrijednosti kako se ne bi skrivali gubitci. Također problem kod knjigovodstvene vrijednosti je što bi se trebala procjenjivati opipljiva imovina. Neopipljiva imovina za razliku od opipljive nema realnu vrijednost koja se može ostvariti na tržištu kao npr. patenti, goodwill, licence, itd. Zbog toga se za procjenu vrijednosti uzima samo opipljiva imovina. Postoje slučajevi u kojima se i neopipljiva imovina može uzeti u obzir kod izračuna knjigovodstvene vrijednosti međutim ona mora imati realnu ostvarivu tržišnu vrijednost.<sup>13</sup>

#### **2.3.1.2. Neto unovčiva vrijednost**

Neto unovčivu vrijednost utvđena je temeljem going concern koncepta ili pak temeljem koncepta likvidacijske vrijednosti. Za procjenu neto unovčive vrijednosti važe isti problemi vezani uz procjenu bruto i neto vrijednosti poduzeća, dok se neopipljiva imovina i aktivni saldo vremenskih razgraničenja nužno isključuju iz procjene vrijednosti jer je takve oblike imovine iz računovodstva poduzeća, po pravilu, nemoguće unovčiti.<sup>14</sup>

Tržišna vrijednost imovine procjenjuje se u novcu koji će se realizirati kada dođe do prodaje takve imovine. Tekuću imovinu znatno je lakše procijeniti od fiksne imovine jer se ona puno

---

<sup>11</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 76

<sup>12</sup> Ibid., str. 78

<sup>13</sup> Ibid., str. 78

<sup>14</sup> Ibid., str. 85

brže realizira u novac nego fiksna imovina. Tekuća imovina vrlo često odgovara tržišnim cijenama stoga prilagodbe kod takve imovine i nisu potrebne. Fiksna se imovina s druge strane teže realizira u novac te su potrebne prilagodbe cijene kako bi se usuglasile sa tržišnim cijenama. Tekuća imovina se uglavnom sastoji od novca, vrijednosnih papira, potraživanja zaliha, financijskih potraživanja, itd. Vrijednost novca svakako nije potrebno procjenjivati jer je novac iskazan u tekućoj vrijednosti. Vrijednosni papiri se oslanjaju na realizirane cijene na tržištu s obzirom da se nalaze na aktivnom tržištu. Potraživanja predstavljaju buduća novčana sredstva kojima se procjenjuje sadašnja vrijednost diskontiranjem kroz vrijeme do dospijeca. Zalihe se procjenjuju ovisno o vrsti prema tržišnoj vrijednosti. Zalihe proizvoda se tako procjenjuju prema zadnjim prodajnim cijenama ako ne odstupaju od tekućih, itd.<sup>15</sup>

Utvrđivanje cijena fiksne imovine mnogo je kompliciranija od tekuće imovine. Samo kod nekretnina ili zemljišta lakše je utvrditi cijenu jer za njih postoji aktivno i razvijeno tržište u mnogim zemljama. Kod ostale imovine poput postrojenja i opreme teže je utvrditi cijenu jer ne postoji aktivno tržište na kojima se trguje zbog njihove posebne namjene. Cijene se u većini slučajeva za takvu imovinu odnose na nova sredstva, a ne korištena sredstva za koje je potrebno uračunati amortizaciju te je prodavatelj obično primoran prodati takvu imovinu stoga se teško postiže fer cijena. Iz tog razloga fiksna imovina se procjenjuje prema reprodukcijskoj vrijednosti.<sup>16</sup>

Likvidacijska vrijednost se koristi za poduzeća koja ne nastavljaju svoje poslovanje te se nad njima vrši prisilna likvidacija prodajom imovine. Procjenjuje se neto utrživa vrijednost imovine koja se realizira u novcu umanjena za određene troškove. Kao i kod tržišne vrijednosti mnogo je jednostavnije procijeniti vrijednost tekuće imovine od fiksne imovine. Kod vrijednosnih papira gleda se trenutna tržišna vrijednost umanjena za troškove koji nastaju prilikom transakcije, potraživanja se procjenjuju temeljem vrijednosti po kojoj se mogu prodati specijaliziranim financijskim institucijama, zalihe se također procjenjuju po tržišnoj vrijednosti. Fiksnu imovinu je s druge strane puno teže utržiti ovisno o kojoj se radi. Kod likvidacije imovine poput specijaliziranih postrojenja puno je teže odrediti cijenu jer je potražnja za takvom imovinom ograničena, dok će se kod univerzalnih postrojenja, skladišta ili slične imovine vrijednost puno lakše odrediti zbog veće potražnje za takvom vrstom imovine. Zbog ograničene potražnje za specijaliziranim postrojenjima, opremom ili sličnom

---

<sup>15</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 85-86

<sup>16</sup> Ibid., str. 87

imovinom ona će se prodavati uz značajan diskont. Likvidacijska vrijednost u većini slučajeva predstavlja prisilnu likvidaciju poduzeća te će ona zbog toga i predstavljati minimalnu vrijednost koja se može ostvariti njenom prodajom.<sup>17</sup>

#### 2.3.1.3. Reprodukcijska vrijednost

U prethodnom poglavlju kod opisivanja tržišne i likvidacijske vrijednosti naglašeno je kako do problema dolazi kod utvrđivanja vrijednosti fiksne imovine, poglavito specijalizirane fiksne imovine. Takva imovina može se procijeniti na način da se izračuna na vrijednost troškova zamjene takve imovine. Formula za ovaj izračun je sljedeća:<sup>18</sup>

$$A_{j^0} = N_{j^0} \frac{T_e - t_s}{T_e}$$

$A_{j^0}$  - sadašnja vrijednost fiksne imovine j

$N_{j^0}$  - novo nabavna vrijednost fiksne imovine j

$T_e$  - vijek efektuiranja fiksne imovine j

$t_s$  - starost fiksne imovine j

j - konkretna jedinica fiksne imovine

Svakako utvrđivanje reprodukcijske imovine je u domeni inženjerskih procjena koje obavljaju arhitekti, strojari i drugi inženjeri koji procjenjuju troškove izgradnje, odnosno troškove izrade konkretnih jedinica fiksne imovine na podlozi kojih se utvrđuje njihova novo nabavna vrijednost.<sup>19</sup> Ova metoda nadomjestak je metodi neto unovčive vrijednosti kada je teško utvrditi vrijednost fiksne imovine iz već navedenih razloga.

#### 2.3.1.4. Ekonomska vrijednost

Ekonomska vrijednost dobiva se na način da se procjene novčani tokovi koji će neki imovinski oblik odbacivati poduzeću u budućnosti. Novčani tokovi se svode na sadašnju vrijednost uz primjenu diskontne stope. Izračun ekonomske vrijednosti pogodan je za izračun vrijednosti financijske imovine poput dionica, obveznica i ostalih vrijednosnih papira jer kod takvih instrumenata može se identificirati budući novčani tok koji će ti instrumenti ostvariti.

---

<sup>17</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 89

<sup>18</sup> Ibid., str. 91

<sup>19</sup> Ibid., str. 92



Također izračun ekonomske vrijednosti pogodan je i za procjenu fiksne imovine, posebno nekretnina poduzeća u uvjetima nerazvijenog tržišta. Suština koncepta je u procjeni potencijalnih budućih novčanih tokova nekretnina na temelju mogućnosti njihove alternativne upotrebe. Kriteriji procjene novčanih tokova mogu biti najamnine, rente, leasing nadoknade, itd. Nakon što se utvrde oportunitetni novčani tokovi nekretnina oni se svode na sadašnju vrijednost primjenom odgovarajućih standarda profitabilnosti u koje je ugrađen procijenjeni stupanj rizika ostvarivanja tih novčanih tokova.<sup>20</sup>

#### **2.3.1.5. Kombinirana procjena vrijednosti**

Svaka od navedenih metoda izračuna vrijednosti ima svoje nedostatke i ograničenja. Iz tog razloga može se zaključiti da je kod procjene vrijednosti najprikladnije kombinirati različite metode procjene kako bi dobivena vrijednost bila što točnija. Kod poduzeća koje nastavlja svoje poslovanje svakako se upotrebljava izračun tržišne vrijednosti dok se za poduzeće koje svoje poslovanje neće nastaviti koristi izračun likvidacijske vrijednosti. Također u slučaju procjene vrijednosti fiksne imovine, pogotovo one specijalizirane, koristi se reprodukcijaska vrijednost, itd.<sup>21</sup>

#### **2.3.2. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na profitnoj snazi**

Nedostatak metoda koje se temelje na procjeni vrijednosti imovine je što se te metode baziraju na samo onome što poduzeće u tom trenutku posjeduje. Metode vrednovanja poduzeća koje se temelje na profitnoj snazi odgovaraju nam na ključno pitanje za procjenu vrijednosti, a to je što poduzeće zarađuje. Ove metode se fokusiraju na zarade koje poduzeće ostvaruje, ali i mogućnost ostvarivanja zarada u budućnosti. Za razliku od metode vrednovanja imovine, metode vrednovanja poduzeća oslanjaju se prvenstveno na račun dobiti i gubitka. Metode koje se primjenjuju za izračun vrijednosti temeljenu na profitnoj snazi su metoda toka zarada, metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova, metoda tržišne kapitalizacije te metoda sadašnje vrijednosti budućih dividendi.<sup>22</sup>

##### **2.3.2.1. Metoda toka zarada**

Ova metoda najčešće koristi se za vrednovanje poduzeća koja imaju malu vrijednost imovine, mala i srednja poduzeća. Profitna snaga, u ovom slučaju, može se izraziti strujom njegovih novčanih tokova. Za početak potrebno je utvrditi konstantni godišnji novčani tok koji

---

<sup>20</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 94

<sup>21</sup> Ibid., str. 96-97

<sup>22</sup> Ibid., str. 105

poduzeće ostvaruje te koje može ostvarivati na temelju računa dobiti i gubitka iz prošlosti. Poželjno je koristiti što veću seriju proteklih izvještaja kako bi se što realnije prikazao novčani tok poduzeća te na taj način eliminirati razdoblja u kojem je poduzeće poslovalo iznimno dobro ili iznimno loše koja će utjecati na određivanje novčanog toka. Za početak kod ove metode potrebno je prilagoditi račun dobiti i gubitka poduzeća. Financijski prihodi se eliminiraju ukoliko nisu povezani s osnovnom djelatnošću poduzeća, izvanredni prihodi se također eliminiraju kako bi se otklonila mogućnost poduzeća da iskazuje pretjerane otpise kako bi smanjila porez koji treba platiti. Nakon što se temeljito odradi prilagođavanje računa dobiti i gubitka potrebno je utemeljiti konstantan novčani tok koje poduzeće generira. Moguće je odrediti bruto ili neto čisti novčani tok poduzeća. Bruto novčani tok koristit će se kod manjih poduzeća, dok se neto novčani tok koristi kod poduzeća javnog karaktera odnosno velikih poduzeća. Za poduzeća javnog karaktera je zatim potrebno utvrditi prosječni ponderirani trošak kapitala kao stopu kapitalizacije. Za manja poduzeća teže je procijeniti rizik iz razloga što niz čimbenika ovisi o riziku ulaganja u takva poduzeća. Diskontna stopa se utemeljuje na osnovi dobivenih rezultata procjene rizika ulaganja u takvo poduzeće. Kao i za prethodno navedeno diskontnu stopu je mnogo jednostavnije odrediti za poduzeća čije dionice kotiraju na burzi nego za privatna poduzeća. Razlog tome je što kod kupnje dionica javnog poduzeća, uloženi novac se lako može vratiti ponovnom prodajom dionica na organiziranom tržištu dok je kod privatnih poduzeća taj novac mnogo teže vratiti. Nakon utvrđivanja svih parametara potrebnih za izračun vrijednosti metodom toka zarade za izračun se koristi sljedeća formula:<sup>23</sup>

$$V = \frac{F}{k}$$

V – vrijednost poduzeća

F – procijenjeni čisti novčani tok

k – procijenjena diskontna stopa

### **2.3.2.2. Metoda tržišne kapitalizacije**

Metoda tržišne kapitalizacije koja se najviše koristi je standardni multiplikator P/E (odnos cijene i zarada). Radi se o metodi koja procjenjuje koliko poduzeće zarade može donositi i

---

<sup>23</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 107-114

procjeni multiplikatora. Za postupak izračuna vrijednosti ovom metodom potrebno je izračunati zaradu po dionici te vrijednost multiplikatora. Množenjem dviju dobivenih vrijednosti dolazimo do očekivane vrijednosti vlasničke glavnice. Ova metoda se koristi u analizi efekata akvizicijskih aktivnosti, posebno onih koji rezultiraju razmjenom vlasništva. Formula za izračun je sljedeća:<sup>24</sup>

$$P_0 = EPS * \frac{P}{E}$$

$P_0$  – tekuća cijena dionice

EPS – zarade po dionici

$\frac{P}{E}$  – odnos cijene i zarada

Usporedbom sa sličnim poduzećima određujemo P/E multiplikator. Ova metoda pogodna je za određivanje vrijednosti poduzeća koje izlazi u javnost te nije podobna za ona poduzeća koja će ostati privatna odnosno neće kotirati na burzi. Razlog tome je manjak likvidnosti poduzeća koja su privatna. Također ova metoda je pogodna za tvrtke sa stajališta većinskog vlasnika jer je usmjerena na ukupne zarade nakon poreza. Od metode odnosa cijene i zarada razlikujemo i metodu odnosa cijene i dividendi (P/D multiplikator). Kod ove metode u odnos se stavljaju isplaćene dividende.<sup>25</sup>

### 2.3.2.3. Metode diskontiranog toka dividendi

Modeli izračuna diskontiranog toka dividendi služe za procjenjivanje vrijednosti dionica u uvjetima perfektnog tržišta odnosno kada ne postoji većinski vlasnik dionica koji može odlučivati o poslovnoj i financijskoj politici poduzeća. Metode diskontiranog toka dividendi su model konstantnih dividendi, model kontinuiranog rasta dividendi te model varijabilnih dividendi.<sup>26</sup>

Model konstantnih dividendi koristi se za vrednovanje poduzeća koje ima konstantne novčane prinose te poduzeća koja svoje cjelokupne zarade distribuiraju svojim vlasnicima uz

---

<sup>24</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 126

<sup>25</sup> Ibid., str. 127-128

<sup>26</sup> Ibid., str. 128

pretpostavku da ubuduće poduzeće neće koristiti ponovno eksterno financiranje. Ovo je najjednostavniji model vrednovanja dionica te je izražen sljedećom formulom:<sup>27</sup>

$$P_0 = \frac{D_k}{k}$$

$P_0$  – tekuća cijena dionice

$D_k$  – konstantne dividende

$k$  – stopa kapitalizacije

Model konstantnog rasta dividendi poznat je i kao Gordonov model u kojem je pretpostavka da će za razliku od prethodnog modela dividende u budućnosti rasti po određenoj konstantnoj stopi. Formula za ovaj izračun glasi:<sup>28</sup>

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g}$$

$D_0$  – isplaćene dividende

$D_1$  – prve očekivane dividende

$g$  – stopa rasta

Model varijabilnih dividendi bazira se na prognozi dividendi za nekoliko razdoblja. Vrijednost se određuje kao zbroj sadašnje vrijednosti dividendi u razdoblju predviđanja i sadašnje vrijednosti predvidive cijene na kraju razdoblja. Formula:<sup>29</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1 + k)^t} + \frac{P_T}{(1 + k)^t}$$

Koristi se i za vrednovanje dionica koje imaju supernormalan rast jer ukoliko je stopa rasta viša od stope kapitalizacije u tom slučaju Gordonov model nije prikladan za izračun.

---

<sup>27</sup> Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 129

<sup>28</sup> Ibid, str. 130

<sup>29</sup> Ibid., str. 131

### 3. METODA DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA

Jedna od metoda koje se temelje na profitnoj snazi poduzeća, a koja nije prethodno spomenuta je metoda diskontiranih novčanih tokova o kojoj će u ovom poglavlju biti više govora.

#### 3.1. Obilježja metode diskontiranih novčanih tokova

Metoda diskontiranih novčanih tokova dobro je ukorijenjena u financijsku teoriju i praksu. Iako prvotno zamišljena kao odgovor na složene kamate, moderna literatura proširila je upotrebu metode diskontiranih novčanih tokova, prije svega na probleme budžetiranja kapitala i problem vrednovanja vrijednosnih papira. Proširenje koncepta diskontiranih novčanih tokova na korištenje tzv. slobodnog novčanog toka te na ocjenu učinka menadžmenta na konceptu dodane ekonomske vrijednosti, izazvali su interes za korištenje metode diskontiranih novčanih tokova za širi raspon poslovnih problema.<sup>30</sup> Ova metoda temelji se na prognozi očekivanih budućih novčanih tokova poduzeća koje procjenjujemo koji se diskontiraju na sadašnju vrijednost te je pogodna za procjenu onih poduzeća za koje se pretpostavlja da će svoje poslovanje nastaviti. Glavna pretpostavka ove metode je da poduzeće vrijedi onoliko koliko vrijede novčani tokovi koje će poduzeće u budućnosti generirati svojim poslovanjem. Osnovni koraci pri procjeni vrijednosti ovom metodom su sljedeći:<sup>31</sup>

1. Utvrditi koji je model slobodnih novčanih tokova koristiti pri procjeni vrijednosti poduzeća – uobičajeno se koristi dvoperiodni ili troperiodni model ovisno o slučaju
2. Razviti pro forma financijske izvještaje, na kojima će se temeljiti cijela analiza
3. Izračunati slobodne novčane tokove koristeći pro forma financijske izvještaje
4. Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po diskontnoj stopi – u tu svrhu se najčešće koristi prosječni ponderirani trošak kapitala  $k_A$  (eng. Weighted average cost of capital – WACC), međutim kod slučaja procjene mete preuzimanja, potrebno je prilagoditi trošak kapitala eventualnim promjenama u riziku ili strukturi kapitala mete proizašlih iz procesa preuzimanja odnosno spajanja.
5. Odrediti rezidualnu vrijednost  $R_V$  (eng. terminal value) i diskontirati je na sadašnju vrijednost – pri tome se rezidualna vrijednost može odrediti uporabom modela konstantnog rasta, kod kojeg se pretpostavlja da će poduzeće rasti u nedogled, ili

---

<sup>30</sup> Shrieves, R. E., & Wachowicz Jr, J. M. (2001). Free cash flow (FCF), economic value added (EVA<sup>TM</sup>), and net present value (NPV): a reconciliation of variations of discounted-cash-flow (DCF) valuation. *The engineering economist*, str. 34

<sup>31</sup> Kaplan Schweser (2009) Book 3 – Corporate Finance and Portfolio Management – SchweserNotes 2009 CFA Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser, str. 156-158

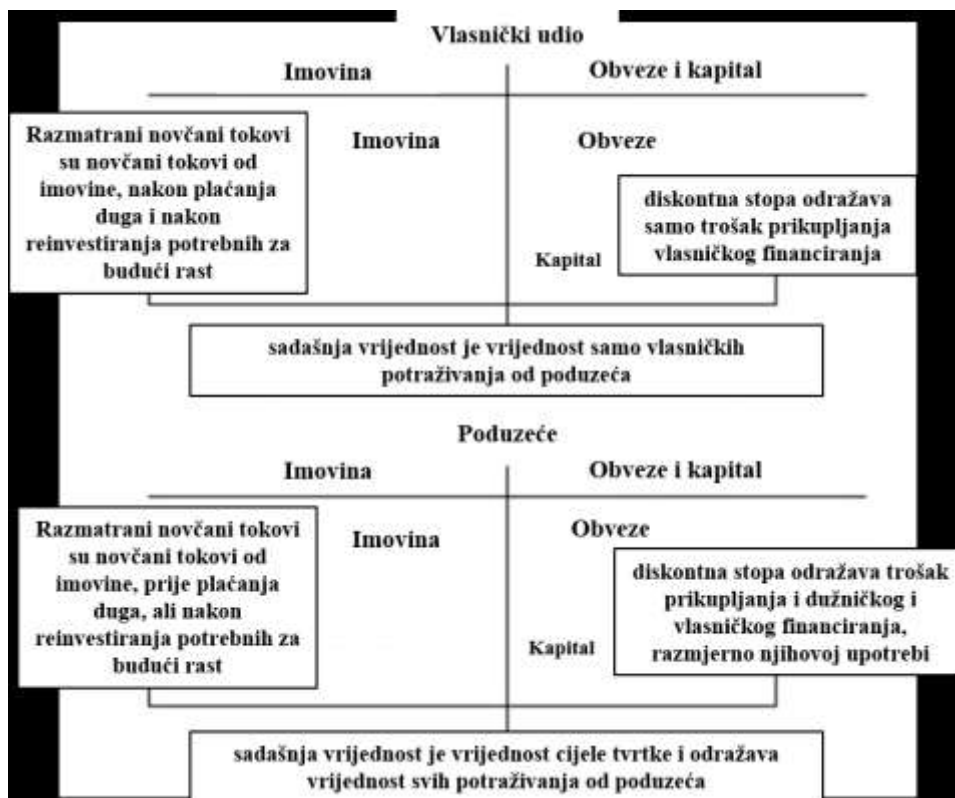
upotrebom tržišnog multiplikatora za kojeg se vjeruje da će se po njemu trgovati dionicama procjenjivanog poduzeća razmatranog u modelu.

- Zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove za prvo razdoblje razvoja i diskontiranu rezidualnu vrijednost da bi se utvrdila vrijednost procjenjivanog poduzeća.

Valja napomenuti da u koraku 5. kod izračuna rezidualne vrijednosti definira tzv. normalna godina za poduzeće, dakle godine od koje se smatra da je poduzeće sposobno održavati svoje novčane tokove na stabilnoj razini.<sup>32</sup>

Postoji mnogo različitih varijanti modela diskontiranih novčanih tokova, no svi modeli se razlikuju u nekoliko dimenzija. Postoje dva puta kojim se može procijeniti poduzeće. Prvi je da se procjenjuje vlasnički udio u poduzeću, a drugi da se poduzeće procjenjuje u cijelosti. Oba pristupa se koriste diskontiranim novčanim tokovima međutim, relevantni novčani tok i diskontna stopa su drukčiji. Slika ispod objašnjava razliku između dva pristupa.<sup>33</sup>

**Slika 1. Pristupi procjeni diskontiranim novčanim tokovima**



<sup>32</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012., str. 106.

<sup>33</sup> Damodaran, A. (2012.) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 29

Izvor: izrada autora prema Damodaran, A. (2012.) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 29

Vrijednost glavnice dobiva se diskontiranjem očekivanih novčanih tokova glavnici odnosno novčanim tokovima nakon troškova, reinvestiranja, poreza te neto plaćanja duga prema trošku kapitala (stopi povrata koje zahtijevaju ulagači). Formula:<sup>34</sup>

$$\text{Vrijednost glavnice} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to equity}_t}{(1 + k_e)^t}$$

n – životni vijek poduzeća

$CF \text{ to equity}_t$  – slobodni novčani tok glavnice u vremenu t

$k_e$  – trošak glavnice

Vrijednost poduzeća dobiva se diskontiranjem očekivanih novčanih tokova poduzeća odnosno novčanim tokovima nakon troškova, reinvestiranja, poreza, ali prije plaćanja dugova ili plaćanja obveza prema vlasnicima udjela prema prosječnom ponderiranom trošku kapitala (WACC) koji predstavlja trošak različitih komponenti financiranja koje poduzeće koristi, ponderirano proporcionalnom tržišnom vrijednosti. Formula:<sup>35</sup>

$$\text{Vrijednost glavnice} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to firm}_t}{(1 + WACC)^t}$$

n – životni vijek poduzeća

$CF \text{ to firm}_t$  – slobodni novčani tok poduzeća u razdoblju t

WACC – ponderirani prosječni trošak kapitala

Svakako postoje i prednosti te nedostaci korištenja ovog modela za procjenu vrijednosti poduzeća. Neke od prednosti ovog modela su: u ovaj model možemo uključiti sva očekivana kretanja novčanih tokova poduzeća, procjena vrijednosti poduzeća temelji se na prognozama i projekcijama uključenim u model te je promjene u procjenama vrlo lako izmijeniti u modelu i prilagoditi svakom slučaju zasebno. Jedan od nedostataka ovog modela su što ju je teško primijeniti kod poduzeća koja su u prvoj fazi razvoja. Takvo poduzeće zbog visokih

<sup>34</sup> Damodaran, A. (2012.) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 29

<sup>35</sup> Ibid., str. 30

kapitalnih investicija može imati negativne slobodne novčane tokove. Diskontna stopa koja se koristi pri procjeni ima snažan utjecaj na konačnu vrijednost same procjene poduzeća. Također kod procjene rezidualne vrijednosti poduzeća moguće je da dođe do pogreške kod izračuna zbog stope rasta i ponderiranog prosječnog troška kapitala.<sup>36</sup>

Unatoč prije navedenim manjkavostima ove metode, prema istraživanju Brunera, Eadesa, Harrisa i Higginsa (2013.), 95% poduzeća te 100% financijskih savjetnika izjavilo je da koristi metodu diskontiranih novčanih tokova za procjenu vrijednosti poduzeća prilikom investiranja.<sup>37</sup>

### 3.2. Procjena slobodnih novčanih tokova

Postoje dva osnovna modela slobodnih novčanih tokova s aspekta prognoziranja. To su jednoperiodni i višeperiodni model. Oba se temelje na izračunu slobodnih novčanih tokova poduzeću ili glavnici.

#### 3.2.1. Jednoperiodni model slobodnih novčanih tokova

Za stabilna poduzeća u zrelim industrijama prioritetno se koristi jednoperiodni model slobodnih novčanih tokova. U ovom modelu pretpostavka je da novčani tokovi zauvijek rastu po konstantnoj stopi koju označavamo malim slovom  $g$ , te da je stopa rasta manja od ponderiranog prosječnog troška kapitala (WACC). Ovaj model temelji se na Gordonovom modelu rasta. Formula za model glasi:<sup>38</sup>

$$VP = \frac{VP_{p1}}{WACC - g} = \frac{V_{p0} * (1 + g)}{WACC - g}$$

$VP$  – vrijednost poduzeća

$V_{p1}$  – očekivani slobodni novčani tok poduzeća za godinu dana

$V_{p0}$  – zadnji ostvareni slobodni novčani tok poduzeću

$g$  – očekivana stopa rasta slobodnih novčanih tokova poduzeću

---

<sup>36</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012., str. 109

<sup>37</sup> Brotherson, W. Todd and Eades, Kenneth M. and Harris, Robert S. and Higgins, Robert C., 'Best Practices' in Estimating the Cost of Capital: An Update (November 5, 2015). Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education), Vol. 23, No. 1, 2013, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2686738> (07.12.2021)

<sup>38</sup> Kaplan Schweser (2009) Book 4 – Equity Investments and Alternative Asset Valuation – SchweserNotes 2009 CFA Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser, str. 212-213



WACC– ponderirani prosječni trošak kapitala

U slučaju da se u jednoperiodnom modelu koristi slobodni novčani tok običnoj glavnicu, formula će glasiti ovako:<sup>39</sup>

$$VG = \frac{V_{G1}}{r - g} = \frac{V_{g0} * (1 + g)}{r - g}$$

VG – vrijednost obične glavnice

$V_{G1}$  – očekivani slobodni novčani tok običnoj glavnicu za godinu dana

$V_{G0}$  – zadnji ostvaren slobodni novčani tok običnoj glavnicu

g – očekivana stopa rasta slobodnih novčanih tokova običnoj glavnicu

r – zahtijevani prinos na običnu glavnice (trošak obične glavnice)

### 3.2.2. Višeperiodni model slobodnih novčanih tokova

Višeperiodni model prikazuje više razdoblja kretanja slobodnih novčanih tokova poduzeća. Najčešći modeli su dvoperiodni i troperiodni model. Dvoperiodni model koristi se kada se očekuju dva razdoblja rasta poduzeća kojeg procjenjujem, kratkoročno razdoblje supernormalnog rasta i dugoročno razdoblje kontinuiranog rasta. Model je primjeren za poduzeće kojemu npr. patent ističe za pet godina. Do isteka patenta poduzeće je u mogućnosti ostvarivati visoke stope rasta, a nakon pet godine rast će trenutno pasti na dugoročnu nižu stopu rasta. Postupni prijelaz iz jednog razdoblja u drugo razdoblje je također moguć te je izgledniji od naglog pada. Razlog tomu je što se visoke stope rasta postupno smanjuju pod pritiskom konkurencije te ulaskom novih konkurenata smanjuju se stope profitabilnosti te stope održivog dugoročnog rasta. Troperiodni model je prikladniji kada postoje tri jasna razdoblja rasta. To su razdoblje rasta, prijelazno razdoblje te razdoblje zrelosti. Neovisno o koliko se razdoblja radi, rezidualna vrijednost računa se na kraju razdoblja koje prethodi razdoblju dugoročnog rasta.<sup>40</sup>

---

<sup>39</sup> Kaplan Schweser (2009) Book 4 – Equity Investments and Alternative Asset Valuation – SchweserNotes 2009 CFA Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser, str. 212-213

<sup>40</sup> Ibid., str. 219

### 3.2.3. Procjena slobodnih novčanih tokova

Slobodni novčani tok predstavlja iznos novca koji poduzeću preostaje nakon kupnje i prodaje proizvoda, pružanja usluga, plaćanja troškova te provođenja investicija. Novac koji preostaje nakon navedenih stavki predstavlja novac kreditora te vlasnika poduzeća. Novac koji ostaje na raspolaganje običnim dioničarima nakon podmirenja dugova predstavlja slobodan novčani tok običnoj glavnici. Uprava je ta koja odlučuje na koji način će se ta sredstva upotrijebiti odnosno hoće li se isplatiti kroz dividende ili će se taj novac ulagati dalje u investicije ili nešto drugo. Postoji više načina za izračun slobodnih novčanih tokova poduzeću i glavnici. Formulu je moguće izraziti na sljedeći način:<sup>41</sup>

$$\begin{aligned}V_p &= E + A + [K * (1 - t)] - \Delta I - \Delta N_{OK} \\&= [\pi * (1 - t)] + A - \Delta I - \Delta N_{OK} \\&= [\pi + A] * (1 - t) + (A * t) - \Delta I - \Delta N_{OK} \\&= V_{OP} + [K * (1 - t)] - \Delta I - \Delta N_{OK} \\V_G &= V_p - [K * (1 - t)] + \Delta D \\&= E - \left[ \left(1 - \frac{D}{1}\right) * (\Delta I - A) \right] - \left[ \left(1 - \frac{D}{1}\right) * \Delta N_{OK} \right]\end{aligned}$$

$V_p$  – slobodan novčani tok poduzeću

E – neto dobit

K – trošak kamata

t – porezna stopa

$\Delta I$  – kapitalne investicije

$\Delta N_{OK}$  – investicije u neto obrtni kapital

$\pi$  – dobit prije kamata i poreza

$\pi + A$  – dobit prije kamata, poreza i amortizacije

A – amortizacija

---

<sup>41</sup> Kaplan Schweser (2009) Book 4 – Equity Investments and Alternative Asset Valuation – SchweserNotes 2009 CFA Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser, str. 201. – 211.

$V_{OP}$  – novčani tok iz poslovnih aktivnosti

$V_G$  – slobodan novčani tok običnoj glavnici

$\Delta D$  – neto dug

$\frac{D}{1}$  – omjer duga i imovine

### 3.2.4. Konstantna stopa rasta

Konstantna stopa rasta određuje se u skladu sa rastom nominalnog BDP-a. Stopa rasta prvenstveno ne bi smjela biti veća od stope rasta industrije u kojoj se poduzeće nalazi odnosno ne bi smjela biti veća od stope rasta BDP-a. Postoji više različitih načina procjene konstantne stope rasta. Neke od njih su:<sup>42</sup>

- Povijesna stopa rasta – stope rasta ostvarivane u prošlosti mogu poslužiti za procjenu očekivane stope rasta ako su stope rasta dobiti i dividende bile stabilne u prošlosti. Takva stabilnost rijetko se nalazi stoga se ova metoda treba koristiti uz oprez i u kombinaciji s nekom od ostalih metoda
- Model rasta zadržavanjem dobiti – ova metode se zasniva na pretpostavci da će stopa rasta poduzeća ovisiti o iznosu neto dobiti koje poduzeće zadržava te stopi prinosa na taj iznos. Formula koja se koristi za ovaj izračun glasi:

$$g = ROE * z$$

$g$  – dugoročna stopa rasta

$ROE$  – profitabilnost obične glavnice

$z$  – omjer zadržavanja dobiti = 1 – omjer isplate dividendi

- Prognoza analitičara – procjene dugoročnih stopa rasta moguće je naći u redovima analitičara na tržištu kapitala. Određena poduzeća bave se ujedinjavanjem prognoza raznih analitičara. Ova metoda vrlo je jednostavna u primjeni te ju neki smatraju najboljim odabirom

---

<sup>42</sup> Brigham, Eugene F., Michael C. Ehrhardt. (2005). Financial management: Theory and Practice. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation, str. 317.-318.

- Prognoza uprave – uprava poduzeća bi trebala imati bolji uvid u informacije o poduzeću nego analitičari. Upitna je pouzdanost takvih prognoza iz razloga što uprava želi što pozitivniji rezultat procjene

### 3.2.5. Izračun rezidualne vrijednosti

Rezidualna vrijednost može se izračunati na više načina. Pretpostavka je da će poduzeće doći u razdoblje stabilnog rasta odnosno da će poduzeće ostvarivati konstantne zarade te prinose. Kada poduzeće dođe do toga razdoblja pretpostavka je da će ulagati jednak omjer novčanih tokova. Rezidualnu vrijednost možemo izračunati kao diskontirane novčane tokove, troškove zamjene, P/E ili neki drugi multiplikator, itd. U ovom radu fokus je na izračunavanju rezidualne vrijednosti na temelju diskontiranih novčanih tokova. Formula za izračun rezidualne vrijednosti glasi:<sup>43</sup>

$$R_V = \frac{V_t * (1 + g)}{WACC - g}$$

$R_V$  – rezidualna vrijednost

$V_t$  – slobodan novčani tok u vremenu t

g – očekivana dugoročna stopa rasta

WACC – ukupni trošak kapitala

Navedena formula izvedena je iz Gordonovog modela koji pretpostavlja da dividende koje se isplaćuju rastu po konstantnoj stopi zauvijek.

### 3.2.6. Izračun vrijednosti poduzeća

Kod izračuna vrijednosti poduzeća u obzir treba uzeti vremensku preferenciju novca. Ova pretpostavka se temelji na činjenici da što je novac udaljeniji to on danas manje vrijedi. Kao što je prije navedeno kod metode diskontiranih novčanih tokova vrijednost se izračunava na temelju očekivanih novčanih tokova u budućnosti. Budućnost ne možemo sa sigurnošću predvidjeti te upravo iz tog razloga treba uzeti u obzir da u budućnosti postoji rizik od raznih događaja poput recesije, inflacije, itd. Zbog svega navedenog potrebna je procjena diskontne stope koja odražava oportunitetni trošak ulaganja novca. Kod izračuna metodom diskontiranih

---

<sup>43</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012., str. 121

novčanih tokova, očekivani novčani tokovi poduzeća svode se na sadašnju vrijednost upotrebom adekvatne diskontne stope koja predstavlja rizik ulaganja u to poduzeće. U današnje vrijeme kod diskontiranja najčešće se koristi financijskim kalkulatorima ili MS Excelom. Formula glasi:<sup>44</sup>

$$V_0 = V_t * \frac{1}{(1 + \text{diskontna stopa})^t}$$

$V_0$  – sadašnja vrijednost očekivanih budućih novčanih tokova

$V_t$  – buduća vrijednost novčanog iznosa koji dopijeva u vremenu t

Navedena formula kada se primjeni na diskontiranje slobodnih novčanih tokova izgleda ovako:<sup>45</sup>

$$V_{P0} = V_{Pt} * \frac{1}{(1 + WACC)^t} \text{ ili } V_{G0} = V_{Gt} * \frac{1}{(1 + r)^t}$$

$V_{P0}$  – sadašnja vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka poduzeću

$V_{Pt}$  – slobodan novčani tok poduzeću u razdoblju t

WACC– ponderirani prosječni trošak kapitala

$V_{G0}$  – sadašnja vrijednost slobodnog očekivanog novčanog toka glavnici

$V_{Gt}$  – slobodan novčani tok glavnici u vremenu t

r – zahtijevani prinos na običnu glavicu

Slobodni novčani tokovi poduzeću diskontiraju se ponderiranim prosječnim troškom kapitala dok se slobodni novčani tokovi glavnici diskontiraju zahtijevanim prinosom na običnu glavicu. Vrijednost poduzeća odnosno glavnice može se izraziti na dva načina:<sup>46</sup>

$$VP = \sum_{t=1}^T \frac{V_{Pt}}{(1 + WACC)^t} + \frac{V_{PT}(1 + g)/(WACCn - g)}{(1 + WACC)^T}$$

<sup>44</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012, str. 123

<sup>45</sup> Ibid, str. 124

<sup>46</sup> Ibid., str. 125

VP – vrijednost poduzeća

g – stopa konstantnog rasta

WACC – ponderirani prosječni trošak kapitala u fazi supernormalnog rasta

WACC<sub>n</sub> – ponderirani prosječni trošak kapitala u stabilnoj fazi rasta

Broj razdoblja supernormalnog rasta t kreće se od 1 do T. Do vrijednosti obične glavnice dolazi se oduzimanjem tržišne vrijednosti duga od vrijednosti poduzeća.<sup>47</sup>

$$VG = \sum_{t=1}^T \frac{V_{Gt}}{(1+r)^t} + \frac{V_{GT}(1+g)/(r_n - g)}{(1+r)^T}$$

VG – vrijednost obične glavnice

r – zahtijevani prinos na običnu glavicu u fazi supernormalnog rasta

r<sub>n</sub> – prinos na glavicu u razdoblju dugoročnog stabilnog rasta

g – dugoročna stabilna stopa rasta nakon zadnje godine projekcije

### 3.2.7. Analiza osjetljivosti

Analiza osjetljivosti služi za procjenu prognostičkih pogrešaka poput procjene budućeg rasta slobodnih novčanih tokova poduzeću ili glavnici, pogrešno odabrane bazne godine za prognozu rasta slobodnih novčanih tokova, itd. Moguće ju je provesti koristeći „Data – Table“ funkciju u MS Excel programu.<sup>48</sup> Analiza određuje kako različite neovisne varijable utječu na određenu zavisnu varijablu pod danim pretpostavkama. Tehnika se koristi unutar specifičnih granica koje ovise o jednoj ili više ulaznih varijabli. Određivanjem zadanog skupa varijabli analitičar može odrediti kako promjene u jednoj od odabranih varijabli utječu na ishod odnosno ostale varijable. Analiza se može koristiti i kao pomoć kod predviđanja cijena dionica javnih poduzeća, učinka promjene kamatnih stopa na cijenu obveznica, itd. Provođenje analiza osjetljivosti donosi brojne prednosti analitičarima. Prvenstveno jer djeluje kao dubinska analiza svih varijabli, omogućuje analitičarima da identificiraju gdje mogu napraviti poboljšanja u budućnosti te omogućuje donošenje razumnih odluka o poduzeću i

<sup>47</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012, str. 126

<sup>48</sup> Kaplan Schweser (2009) Book 4 – Equity Investments and Alternative Asset Valuation – SchweserNotes 2009 CFA Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser, str. 223. – 224.

njegovim ulaganjima. Nedostatak analize je što se temelji na pretpostavkama iz razloga što se sve varijable temelje na povijesnim podacima koji ne moraju nužno prikazivati trend koji će se ostvarivati u budućnosti.<sup>49</sup>

### 3.3. Procjena diskontne stope

U radu je spomenuto kako se vrijednost poduzeća izračunava na temelju očekivanih zarada koje će to poduzeće donijeti u budućnosti. Kako bi se proveo izračun potrebno je u uključiti vremensku preferenciju novca jer novac koji će poduzeće generirati u budućnosti ne vrijedi jednako kao novac koji je poduzeću na raspolaganju u sadašnjosti. Logično je iz toga zaključiti kako novac kojim poduzeće raspolaže danas ima veću vrijednost nego novac u budućnosti. Razlog tome je naravno rizik, ne može se predvidjeti što se može dogoditi u budućnosti stoga kod izračunavanja budućih zarada mora se koristiti diskontna stopa.

Pojednostavljena formula za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala glasi:

$$WACC = \frac{G}{G + D} * r_G + \frac{D}{G + D} * r_B * (1 - t)$$

*WACC* – ponderirani prosječni trošak kapitala

*G* – tržišna vrijednost obične glavnice

*D* – tržišna vrijednost duga

*r<sub>G</sub>* – trošak obične glavnice

*r<sub>B</sub>* – trošak duga prije poreza

*t* – stopa poreza na dobit

Mnogo faktora utječe na trošak kapitala – neki od njih su eksterni i izvan kontrole poduzeća, dok su drugi internog karaktera, odnosno pod utjecajem politika financiranja i investiranja koje poduzeće provodi:<sup>50</sup>

- Čimbenici koji su izvan kontrole poduzeća:

---

<sup>49</sup> Investopedia, preuzeto 2. travnja s <https://www.investopedia.com/terms/s/sensitivityanalysis>

<sup>50</sup> Brigham, Eugene F., Michael C. Ehrhardt. (2005). Financial management: Theory and Practice. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation, str. 323.-324.

- Razina kamatnih stopa: Ako kamatne stope u gospodarstvu rastu dolazi do rasta kamatnih stopa na dug te rasta troška obične i povlaštene glavnice.
- Tržišna premija rizika: Tržišna premija rizika određena je percipiranom razinom rizika i averzijom prema riziku od strane investitora te utječe na trošak obične glavnice
- Porezne stope: Porezne stope, koje su unatoč lobiranju u većoj mjeri izvan kontrole poduzeća, imaju izravan utjecaj na trošak kapitala putem troška duga, koji se pri izračunu prilagođava za porez.
- Čimbenici koji su pod kontrolom poduzeća:
  - Struktura kapitala: Beta je funkcija financijske poluge te stoga struktura kapitala utječe na trošak obične glavnice te s obzirom da je trošak duga poslije poreza niži od troška obične glavnice, odluči li se poduzeće koristiti više duga (veći ponder), a manje obične glavnice (manji ponder), trošak kapitala biti će niži. S druge strane povećanje duga uvećat će rizik i duga i obične glavnice i s njima povezane troškove što će dovesti do rasta troška kapitala
  - Politika investiranja i budžetiranja kapitala: Kod utvrđivanja troška kapitala, kao polazišna točka koristi se zahtijevani prinos na dug i glavnice poduzeća, koji odražavaju rizik postojeće imovine poduzeća. Ako poduzeće provede promjene u svojoj politici investiranja, trošak kapitala trebao bi reflektirati ulaganje u investiciju većeg rizika.

### 3.3.1. Trošak duga

Kod procjene duga prvi korak kojeg je potrebno poduzeti je izračunavanje zahtijevanog prinosa. Poduzeća koriste različite oblike financiranja te svaki oblik sa sobom donosi drukčije troškove. Razlikujemo privatni i javni dug poduzeća. Privatni dug je ugovor u kojem kreditor i dužnik dogovaraju uvjete kreditiranja te je oblik izravnog financiranja i karakterizira ga veća fleksibilnost kod dogovaranja uvjeta. To su npr. kredit, leasing, itd. Javni dug s druge strane je javni plasman obveznica poduzeća te je prednost što se javnim plasmanom može prikupiti veća količina sredstava. Za određivanje zahtijevanog prinosa kreditora vrlo je važan kreditni rejting. Kreditni rejting predstavlja vjerojatnost imatelja obveznice da će pretrpiti gubitak



zbog insolventnosti poduzeća. Kreditni rejting određuju agencije te je najveća ocjena AAA koja predstavlja jako visoku kvalitetu dok je najniža ocjena C.<sup>51</sup>

Trošak duga koji je sastavan dio troška kapitala računa se na sljedeći način:

$$\text{Trošak duga nakon poreza} = r_D = r_B * (1 - t)$$

### 3.3.2. Trošak obične glavnice

Tri su osnovna pristupa izračunu troška obične glavnice, kao jedne od sastavnica troška kapitala i to:<sup>52</sup>

- Pristup modela sadašnje vrijednosti dividendi;
- Pristup teorija tržišta kapitala;
- Pristup trošak duga plus premija rizika

#### 3.3.2.1. Pristup modela sadašnje vrijednosti dividendi

Model sadašnje vrijednosti dividendi određuje sadašnju vrijednost dionice temeljem vrijednosti očekivanih dividendi. Ovaj model poznat je i pod nazivom Gordonov model konstantnog rasta dividendi koji je i ranije spomenut. Prikladan je za ona poduzeća koja redovito isplaćuju dividende i čije dividende rastu po konstantnoj stopi. Ako se Gordonova formula preuredi na način da je njezin rezultat očekivani prinos na dionicu, tada model izgleda ovako:<sup>53</sup>

$$r_G = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Prema navedenoj formuli, očekivani prinos na dionice određen je očekivanim prinosom od dividendi uvećanim za konstantnu stopu rasta. Do najvećeg izazova kod izračuna dolazi kod računanja konstantne stope rasta. U radu je navedeno kako je stopu rasta moguće procijeniti na temelju povijesnih podataka ostvarenih u prethodnim razdobljima u slučajevima kad je poduzeće ostvarivalo relativno stabilne stope rasta te je pretpostavka da će i u budućnosti

---

<sup>51</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012., str. 84

<sup>52</sup> Damodaran, A. (2012.) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 47

<sup>53</sup> Ibid., str. 61

nastaviti isti trend. Međutim iskustvo je pokazalo da su kretanja u prošlosti loš pokazatelj kretanja u budućnosti stoga ih treba upotrijebiti s oprezom.<sup>54</sup>

### 3.3.2.2. Pristup teorija tržišta kapitala

Kod određivanja troška glavnice jedan od najčešće korištenih modela je model vrednovanja kapitalne imovine odnosno CAPM model (capital asset pricing model). Prema raznim istraživanjima ovaj model se i najčešće koristi pri izračunu troška glavnice. Ovaj model u obzir uzima tržišni rizik i povezuje ga s očekivanim prinosom.<sup>55</sup>

CAPM model funkcionira pod osam pretpostavki:<sup>56</sup>

1. Investitori su neskloni riziku;
2. Racionalni investitori teže držati učinkovit i potpuno diversificiran portfelj;
3. Svi investitori imaju jednake investicijske horizonte, odnosno jednaka očekivana razdoblja držanja;
4. Svi investitori imaju jednaka očekivanja;
5. Ne postoje transakcijski troškovi;
6. Ne postoje porezi povezani s investiranjem;
7. Stopa prinosa pri davanju zajma jednaka je trošku uzimanja zajma;
8. Tržište je savršeno djeljivo i likvidno.

Osnovni koraci primjene CAPM modela su sljedeći:<sup>57</sup>

1. Procjena nerizične kamatne stope;
2. Procjena očekivane tržišne premije rizika, koja predstavlja razliku između očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope;
3. Procjena beta koeficijenta;
4. Uvrštavanje procijenjenih veličina u CAPM model i izračun troška obične glavnice.

U ovom modelu očekivani prinos predstavlja minimalni prinos kojeg investitori zahtijevaju u zamjenu za njihovo ulaganje te taj prinos za poduzeće predstavlja trošak obične glavnice.

---

<sup>54</sup> Damodaran, A. (2012.) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 61

<sup>55</sup> Ibid., str. 47

<sup>56</sup> Pratt, S.P. i Grabowski, R.J. (2008) *Cost of Capital: Applications and Examples*. 3rd ed. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc., str. 162

<sup>57</sup> Brigham, Eugene F., Michael C. Ehrhardt. (2005). *Financial management: Theory and Practice*. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation, str. 312.

Formula:

$$r_G = R_F + \beta * (R_M - R_F)$$

$r_G$  – trošak glavnice poduzeća

$R_F$  – nerizična kamatna stopa

$\beta$  – beta (mjera tržišnog rizika)

$R_M$  – očekivani prinos na tržišni indeks

Nerizična kamatna stopa je stopa prema kojoj pojedinci na efikasnome tržištu kapitala vremenski usklađuju svoju potrošnju unutar dane veličine sadašnje vrijednosti njihove potrošnje. Nerizična kamatna stopa uglavnom se izjednačava s prinosom na državne obveznice koje izdaje vlada države. Također koriste se obveznice čiji je rok dospijeca dug (10 i više godina) jer investitori odnosno dioničari uglavnom ulažu u vrijednosne papire na dulji rok te su stoga dugoročne državne obveznice logičan izbor za procjenu nerizične kamatne stope.<sup>58</sup>

Tržišna premija rizika predstavlja razliku između očekivanog prinosa na tržišni indeks i nerizične kamatne stope. Ona predstavlja averziju koju investitoru imaju prema ulaganju odnosno prema riziku. Tržišna premija rizika može se odrediti prema povijesnim podacima ili prema budućim kretanjima. Vrlo je teško dokazati kako je određena premija rizika ispravna ili nije ispravna, međutim premije rizika se uglavnom kreću u rasponu od 3 do 7% jer je averzija investitora prema riziku uglavnom stabilna. Sljedeća tablica prikazuje premije rizika u 2021. godini prema Profesoru Damodaranu.

**Tablica 1. Premije rizika 2021.**

Row Labels	Average of Equity Risk Premium
Africa	9,08%
Asia	7,21%
Australia & New Zealand	6,48%
Caribbean	7,36%
Central and South America	8,47%

<sup>58</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012., str. 90

Eastern Europe & Russia	7,08%
Middle East	7,57%
North America	4,38%
Western Europe	5,24%
<b>Grand Total</b>	<b>7,35%</b>

Izvor: Risk Premiums for Other Markets <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (09.01.2022.)

Beta koeficijent dionica je mjera volatilnosti odnosno sistematskog rizika u usporedbi s tržištem. Beta učinkovito opisuje aktivnost prinosa dionice jer reagira na sve promjene koje se događaju na tržištu.

Beta vrijednost = 1: ako dionica ima beta vrijednost 1, znači da je aktivnost povezana s tržištem odnosno očekivani prinos na tu dionicu jednak je očekivanom prinosu na tržištu.

Beta vrijednost < 1: ako dionica ima beta vrijednost manju od 1, vrijednost dionice je manje volatilnija nego tržišna. Dionice takvih poduzeća su osjetljive na gospodarsku aktivnost. To su često dionice komunalnih poduzeća

Beta vrijednost > 1: ako dionica ima beta vrijednost veću od 1, vrijednost dionice je volatilnija od tržišne. Ako je beta dionice npr. 1.3, to znači da je 30% volatilnija od tržišta. Dionice takvih poduzeća povećavaju rizik portfelja no i očekivani prinos je veći. To su najčešće tehnološka poduzeća.<sup>59</sup>

Beta se najčešće u praksi računa na temelju povijesnih podataka. Formula za betu glasi:

$$\text{Beta koeficijent } (\beta) = \frac{\text{cov}(r_j, r_M)}{\sigma^2(r_M)}$$

### 3.3.2.3. Pristup trošak duga plus premija rizika

Trošak duga plus premija rizika najsubjektivniji je model od tri navedena modela. Ovaj model koristi ad hoc pristup dodavanja subjektivno procijenjene premije rizika od 3 do 5 posto na trošak dugoročnog duga procjenjivanog poduzeća. Dodavanje premije rizika na trošak duga predstavlja valorizaciju dodatnog rizika kojeg snose vlasnici ulažući u neko poduzeće u odnosu na rizik kojeg snose kreditori. Formula glasi:<sup>60</sup>

<sup>59</sup> Investopedia, dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp> (09.01.2022.)

<sup>60</sup> Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012., str. 100.

$$r_G = r_B + r_r$$

$r_G$  – trošak vlastitog kapitala

$r_B$  – trošak duga prije poreza

$r_r$  – premija rizika na vlastiti kapital

## 4. HOTELIJERSKI SEKTOR

Hotelijerski sektor iznadprosječno je rizična industrija za ulagače odnosno investitore te je kao industrija izrazito osjetljiva na unutarnje i vanjske činitelje na koje poduzeće ne može utjecati. Vrednovanje hotelijerskog poduzeća specifično je zbog niza faktora koji su obrazloženi u nastavku rada.

### 4.1. Specifičnosti hotelijerskog sektora

Hotelijerski sektor dio je turističkog sektora te je jedan od najvažnijih sektora hrvatskog gospodarstva. Turizam pokreće milijune ljudi da u svoje slobodno vrijeme, svojim zarađenim dohotkom kreću na putovanja, bilo to unutar svoje države ili izvan nje. Razvoj turizma te samim time i hotelijerskog sektora u korelaciji je s urbanizacijom, standardom zaposlenih, tehničkim razvojem, informatičkim razvojem, povećanjem slobodnog vremena ljudi, kulturom, zdravstvom i sl. Turizam danas u svijetu ostvaruje značajne rezultate na gospodarski te društveni život u emitivnim zemljama odnosno zemljama u kojima stanovništvo većinom putuje u druge zemlje te receptivnim turističkim zemljama poput Republike Hrvatske koje u velikoj mjeri prihvaćaju turiste. Jedna od većih karakteristike turizma je nestabilnost i osjetljivost na politiku određene zemlje. Također jedna od karakteristika te poteškoća s kojima se nosi i Hrvatska je neujednačenost korištenja kapaciteta odnosno sezonske oscilacije. Čest je slučaj da u državama u jednom razdoblju godine kapaciteti budu potpuno popunjeni te čak i nedostatni dok u drugom razdoblju kapaciteti budu neiskorišteni. Dodatan problem kod sezonskih oscilacija su fiksni troškovi koji su prisutni tijekom cijele godine, a teško ih je inkorporirati u prodajnu cijenu.<sup>61</sup>

Kod izgradnje turističke ponude gdje spada i izgradnja hotela velika su početna ulaganja u izgradnju projekta kojih zemlje koje nisu razvijene nemaju te teško usklađuju turističku ponudu sa turističkom potražnjom. Treba istaknuti i da je turistička ponuda u velikoj mjeri kruta prema elastičnosti turističke potražnje. Ta se teškoća, međutim, sve više smanjuje zbog rasta kupovne moći i navika turista, pa se elastičnost potražnje postepeno smanjuje te turizam postaje ne više luksuz nego potreba najširih slojeva naroda. Unatoč mnogim preprekama u turizmu koje su navedene, ipak se može reći da turizam ima veliki utjecaj na gospodarski razvoj neke zemlje. Problemi na koje se nailazi mogu se ublažiti smišljenim mjerama

---

<sup>61</sup> Vlado Galičić, Marina Laškarin. (2016). Principi i praksa turizma i hotelijerstva. Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Opatija. str. 9

ekonomske politike. Prilagođavanjem zakona i mjera turističkog gospodarstva prema turističkoj potražnji mogu se ostvariti što bolji ekonomski rezultati.<sup>62</sup>

U smislu turističkih kapaciteta, hotelijerski sektor je osnovna turistička receptiva, jer turisti moraju koristiti usluge smještaja da bi ostvarili nužne uvjete koji se traže da bi neka osoba bila turist. Boravak predstavlja noćenje u smještajnom objektu te se boravkom statistički registrira turistički dolazak. Jedan od nedostataka turističke ponude je nemogućnost da stvara zalihe usluga koje bi se u nekom trenutku u budućnosti mogle prodati po višoj odnosno optimalnijoj cijeni.<sup>63</sup>

Za uspjeh neke turističke ponude od velikoj je značaja i lokacija odnosno smještenost ugostiteljskog objekta na određenom mjestu. Izbor lokacije u svakom gospodarstvu ima značaj, a naročito su bitni blizina emitivnog tržišta, prometna razvijenost, udaljenost izvora sirovina, mogućnost korištenja radne snage, klimatske promjene i dr. Koliko je važna lokacija pojedinog ugostiteljskog objekta, najbolje svjedoči izjava jednog od velikana svjetskog hotelijerstva, Ellswortha Milтона Statlera, koji je naveo da postoje tri osnovna preduvjeta za poslovni uspjeh hotela, a to su „lokacija, lokacija i lokacija“. Ova izjava danas, u uvjetima ekstremne razvijenosti komunikacijskih sredstava i prometne infrastrukture postaje diskutabilna, jer sve destinacije su danas dostupne u relativno kratkom vremenu.<sup>64</sup>

Osim lokacije za uspješno funkcioniranje turističke ponude izrazito je bitna razvijena i kvalitetna infrastruktura koju čine svi objekti za boravak, rekreaciju, promet, zabavu, itd. Kao sastavnicu raznih uslužnih djelatnosti za funkcioniranje turističke ponude nužni su ugostiteljstvo, promet, putničke agencije te trgovina. Ugostiteljstvo svoju proizvodnju bazira na uslugama smještaja, prehrane i točenja pića i napitaka. Kao uslužnu djelatnost ugostiteljstvo možemo promatrati kao spoj usluga smještaja, hrane, pića i zabave. Ove djelatnosti moguće je organizirati odvojeno, u svakom objektu zasebno, primjerice hotel će nuditi samo smještajne usluge, restoran nudi usluge hrane i pića, a noćni klub nudi uslugu zabave. Također objekti mogu nuditi kombinaciju svih uslužnih djelatnosti, primjerice hotel u svojoj ponudi ima smještajne usluge, restoran sa ponudom hrane i pića te noćni klub.<sup>65</sup>

---

<sup>62</sup> Vlado Galičić, Marina Laškarin. (2016). Principi i praksa turizma i hotelijerstva. Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Opatija, str. 37

<sup>63</sup> Ibid., str. 37

<sup>64</sup> Ibid., str. 38

<sup>65</sup> Ibid., str. 38

Kapacitete u ugostiteljstvu možemo podijeliti na smještajne kapacitete koji odražavaju broj smještajnih jedinica ili broj postelja u objektima u kojima se pružaju usluge smještaja. Ti objekti mogu biti hoteli, turistička naselja, kampovi, apartmani, itd. U hotelima sobe mogu biti sobe ili hotelski apartmani, ali oni ne smiju prelaziti 15% strukture smještajnih jedinice jer se tada takav objekt vodi pod nazivom aparthotel. Konzumni kapacitet predstavlja broj sjedala u objektima koje pružaju usluge hrane i pića te pod ostalim kapacitetima podrazumijevamo kapacitete u različitim poslovnim cjelinama poput kuhinje, parkirališta, bazena, itd.<sup>66</sup>

**Slika 2. Smještajni kapaciteti, dolasci i noćenja turista prema NKD-u 2007., odjeljak 55 i vrstama turističkih smještajnih objekata, Republika Hrvatska, 2020.**

	2020		
	01.-12.		
	Broj soba i apartmana	Broj mjesta za kampiranje	Broj stalnih postelja
<b>Turistički smještajni objekti - ukupno</b>	313.337	85.167	1.049.109
<b>55.1. Hoteli i sličan smještaj</b>	73.227	-	153.263
Hoteli	57.121	-	112.566
Turistička naselja	10.229	-	25.073
Turistički apartmani	3.175	-	9.813
Pansioni	2.462	-	5.230
Guest house	240	-	581
<b>55.2. Odmarališta i slični objekti za kraći odmor</b>	239.492	66	638.465
Sobe, apartmani, studio-apartmani, kuće za odmor	229.575	-	609.293
Hosteli	3.955	-	14.870
Lječilišta	938	-	1.757
Prenočišta	1.268	-	2.924
Odmarališta za djecu	448	-	1.633
Gostionice s pružanjem usluge smještaja	92	-	198
Planinarski domovi	169	-	857
Lovački domovi	162	-	380
Učenički domovi ili studentski domovi	2.755	-	5.800
Objekti za robinzonski smještaj	130	66	753
<b>55.3. Kampovi i prostori za kampiranje</b>	390	85.079	256.622
Kampovi	390	85.079	256.622
<b>55.9. Ostali smještaj</b>	228	22	759
Nekategorizirani objekti	228	22	759

Izvor: Državni Zavod za Statistiku <https://www.dzs.hr/> (09.01.2022.)

<sup>66</sup> Vlado Galičić, Marina Laškarin. (2016). Principi i praksa turizma i hotelijerstva. Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Opatija. str. 208



Na slici iznad možemo uočiti kako hotelski smještaji imaju treći najveći broj postelja u Republici Hrvatskoj, iza soba, apartmana, studio-apartmana te kuća za odmor koji imaju najveći broj postelja te kampova.

**Slika 3. Noćenja turista prema vrstama turističkih smještajnih objekata**

	2013. <sup>3</sup>	2014. <sup>3</sup>	2015. <sup>3</sup>	2016. <sup>3</sup>	2017.	
	<b>Noćenja ukupno</b>					
	<i>Total tourist nights</i>					
Ukupno	64 617	66 270	71 437	77 919	86 200	<i>Total</i>
Hoteli <sup>4</sup>	16 752	16 641	17 539	18 435	19 669	<i>Hotels<sup>4</sup></i>
Turistička naselja	2 609	2 622	2 901	2 936	3 021	<i>Tourist resorts</i>
Turistički apartmani	1 332	1 382	1 318	1 406	1 316	<i>Tourist apartments</i>
Pansioni <sup>5</sup>	276	283	319	400	439	<i>Boarding houses<sup>5</sup></i>
Guest house	114	75	80	86	91	<i>Guest houses</i>
Sobe, apartmani, studio-apartmani, kuće za odmor <sup>6</sup>	25 424	27 337	30 664	35 545	40 851	<i>Rooms, apartments, studio-type suites, summer houses<sup>6</sup></i>
Hosteli	650	692	801	1 034	1 124	<i>Hostels</i>
Lječilišta	199	220	204	154	152	<i>Spas</i>
Prenocilišta	171	173	185	154	164	<i>Overnight accommodations</i>
Odmarališta za djecu	179	116	115	100	105	<i>Vacation establishments for children</i>
Gostionice s pružanjem usluge smještaja	19	24	11	10	7	<i>Inns offering accommodation services</i>
Kampovi <sup>7</sup>	16 646	16 519	17 158	17 484	19 082	<i>Camping sites<sup>7</sup></i>
Ostalo <sup>8</sup>	245	185	144	175	178	<i>Other<sup>8</sup></i>

tis.  
'000

Izvor: Statistički ljetopis Republike Hrvatske, Državni zavod za statistiku, Zagreb, 2018.

Slika iznad prikazuje broj noćenja turista prema vrstama turističkih objekata. Može se uočiti kako je broj noćenja u hotelskom smještaju u Republici Hrvatskoj na drugom mjestu iza soba, apartmana, studio-apartmana te kuća za odmor koji imaju najviše ostvarenih noćenja.

#### 4.2. Utjecaj makroekonomskog okruženja na hotelijerski sektor

Prema financijskoj teoriji cijene dionica ovise o očekivanjima investitora prema budućim zaradama poduzeća u čije dionice ulažu. Cijene dionica često reagiraju na vijesti u svijetu ekonomije. Cijene su direktno povezane sa događajima u zemlji u kojoj poduzeće posluje, ali i sa događajima u cijelom svijetu poput političkih, sportskih, zdravstvenih, itd. Brojna istraživanja identificirala su faktore koji utječu na kretanje cijena dionica.

Tri makroekonomske varijable, kamatna stopa, inflacija te industrijska proizvodnja trebaju biti sustavne najave prinosa na burzi. Wasserfallen (1989.) istraživao je učinke makroekonomskih varijabli na indekse cijena za Veliku Britaniju, Njemačku i Švicarsku. Pronađeni su dokazi da su cijene dionica bile pozitivno povezane sa stvarnom aktivnošću. Veća gospodarska aktivnost povećava očekivanu dobit poduzeća, a time i pozitivno utječe na kretanje cijena dionica. Bruto domaći proizvod, industrijska proizvodnja, stvarna potrošnja, investicije, stopa nezaposlenosti i plaće općenito se koriste za mjerenje gospodarske

aktivnosti. S druge strane inflacija je obrnuto povezana s prinosima koje nose dionice. Indeks potrošačkih cijena te indeks nominalnih plaća općenito se koriste za mjerenje inflacije. Negativan učinak kamatnih stopa na povrat zarade kod dionica bio je očekivan i potvrđena je inverzna veza te dvije varijable. Prema istraživanju Barrowsa i Nake (1994.) koji su istraživali učinak makroekonomskih varijabli na kretanje cijena dionica ugostiteljskih poduzeća poput hotela u Sjedinjenim Američkim Državama od 1965. do 1991. došli su do rezultata da pet makroekonomskih varijabla utječe na cijene, očekivana stopa inflacije, ponuda novca, domaća potrošnja, struktura kamatnih stopa te industrijska proizvodnja. Tri od ovih pet varijabli imale su veliki utjecaj, inflacija, ponuda novca te domaća potrošnja. Nekoliko je studija pokazalo i učinak raznih događaja na kretanje cijena dionica. Sportski događaji su od velikog interesa za analitičare. Krueger i Kennedy (1990.) promatrali su utjecaj rezultata Super Bowla kao determinantu kretanja cijena dionica na burzi. Berman (2000.) proučavao je utjecaj objave da će se Olimpijske igre 2000. godine održati u Sydneyu na cijene na burzi te je otkrio da sama objava nije imala velik utjecaj ne sveukupne cijene dionica na burzi, ali je uvelike utjecala na cijene dionica ugostiteljskih poduzeća poput hotela, restorana, itd.<sup>67</sup>

Razne makroekonomske varijable utječu na hotelijersku industriju. Jedan od izazova s kojima se hotelijerska industrija trenutno susreće je pandemija COVID-19 virusa koja je donijela devastirajuće socijalne te ekonomske posljedice na sve industrije, a poglavito hotelijersku industriju te turizam općenito. Svjetska zdravstvena organizacija (WHO) u ožujku 2020. godine proglasila je globalnu pandemiju te je do današnjeg dana preko 300 milijuna osoba bilo zaraženo ili je trenutno zaraženo. To je svakako imalo ogroman utjecaj na smanjenje ekonomske aktivnosti poglavito zbog mjera zatvaranja te ograničavanja kretanja ljudi. Ova pandemija uzrokovala je ekonomsku krizu te pad BDP-a u velikom broju zemalja te je turizam kao industrijska grana jedna od najpogođenijih ovom pandemijom. Hotelijerski sektor kao jedan od važnijih segmenata turizma je zasigurno jedan od onih na koje je ova pandemija imala najveći utjecaj zbog same prirode poslovanja koja se bazira na slobodnom kretanju ljudi po cijelom svijetu. Gotovo sve zemlje svijeta su u trenutku proglašenja pandemije uvele restrikciju na putovanja koje su donijele vlade zemalja te je veliki broj zemalja potpuno zatvorio svoje granice. Nadalje, iznenadno zatvaranje u mnogim zemljama uzrokovalo je smanjenje prihoda za mnoge obitelji što je smanjilo potrošnju te krajnju potražnju za turističkim proizvodima pa tako i hotelima. Hotelijerska industrija se već gotovo dvije godine

---

<sup>67</sup> Chen, M. H., Kim, W. G., & Kim, H. J. (2005). The impact of macroeconomic and non-macroeconomic forces on hotel stock returns. *International Journal of Hospitality Management*, str. 243-258

trajanja ove pandemije i dalje susreće sa istim izazovima te je vrlo teško, gotovo nemoguće predvidjeti kraj pandemija te nastavak normalnog poslovanja.<sup>68</sup> Primjer ove pandemije daje na uvid koliko je hotelijerska industrija osjetljiva na razne nestabilnosti poput političke nestabilnosti, terorizma te ratova koji izrazito utječu na turističku potražnju.

### **4.3. Specifičnosti procjene vrijednosti hotelijerskih poduzeća**

Kod procesa procjena vrijednosti hotelijerskog poduzeća bitne su informacije dobivene na temelju financijske analize, kao i kod poduzeća u ostalim industrijama. Svakom poduzeću cilj je maksimizacija vrijednosti samog poduzeća. Za poduzeće čije dionice kotiraju na burzi, cilj je svakako maksimizirati vrijednost dionica kako bi se maksimizirala vrijednost imatelja dionica. Suvremeni koncept financijske analize promatra novčane tokove poduzeća kao izraz dohodaka te ga karakterizira međuovisnost rizika i nagrade kroz koju se utemeljuje vrijednost budućih novčanih tokova investicija pa tako i investicija u poduzeće. Za investitore su bitna ulaganja u financijsku imovinu, dok su za poduzeće bitne realne investicije u profitabilne poslove. Mjerljivost učinka određene investicije determinirana je računovodstvenom konvencijom te je stoga i temelj financijske analize u računovodstvu, ne treba iz toga razloga degradirati financijsku analizu na analizu financijskih izvještaja i pokazatelje.

Među prvim djelima koja su u analizu financijskih izvještaja poduzeća uvele ekonomske faktore svrstavamo "Security Analysis". Mjerenjem prosječne očekivane zarade poduzeća kroz petogodišnje razdoblje nastojao se pronaći multiplikator zarada radi utemeljenja vrijednosti dionica poduzeća. Analiza multiplikatora cijene i zarada (P/E multiplikatora) i danas je popularna kod velikog broja investitora, zajedno s drugim modelima vrednovanja zarada, dividendi ili stopa rasta poduzeća.<sup>69</sup>

Zbog razvoja korporacijskih financija, financijska analiza daljnje je napredovala te se oslanja na očekivane buduće novčane tokove i diskontiranje istih te je investicijska analiza s tradicionalnog vrednovanja isključivo zarada i analize tržišta prešla na određivanje buduće profitabilnosti poduzeća. Iz tog razloga danas mnoga poduzeća uključujući i hotelijerska poduzeća koja su javna, objavljuju u svojim financijskim izvještajima informacije o planiranom razvoju poduzeća u budućnosti. Eksterni analitičar kod procjene vrijednosti poduzeća ograničava se na eksternu analizu poduzeća te se mora isključivo oslanjati na javno

<sup>68</sup> Chen, M. H., Kim, W. G., & Kim, H. J. (2005). The impact of macroeconomic and non-macroeconomic forces on hotel stock returns. *International Journal of Hospitality Management*, str. 243-258

<sup>69</sup> Orsag, S., & Gulin, D. (2001). FINANCIJSKA ANALIZA HOTELSKE TVRTKE / FINANCIAL ANALYSIS OF A HOTEL COMPANY. *Acta Turistica*, 13(2), str. 142-145.

objavljene i dostupne informacije poput godišnjeg financijskog izvještaja, javnim objavama poduzeća javnosti te ostalim informacijama koje su dostupne na tržištu kapitala.<sup>70</sup>

Hotelijskim poduzećima cilj je u financijskim izvještajima prikazati kvantitativne informacije poput broja noćenja koje će utjecati na povećanje tržišne vrijednosti dionica hotelijerskog poduzeća. Hotelijerska poduzeća zbog prirode svog poslovanja imaju stalnu potrebu komparirati se jedni s drugima. Obzirom na međunarodni karakter hotelijerske industrije potreban je i veći stupanj standardizacije financijskih izvještaja. Zbog potreba za međunarodnom usporedivosti u industriji primjenjuje se metodologija financijsko-računovodstvenog izvještavanja pod nazivom Uniform System Accounts for The Lodging Industry (USALI).<sup>71</sup> Uniform System of Accounts for the Lodging Industry (USALI) predstavlja općeprihvaćeni standard praćenja rezultata poslovanja u svjetskom hotelijerstvu koji je namijenjen menadžerima, vlasnicima, investitorima te financijskim institucijama. USALI je temeljni okvir za uvođenje sustava računovodstva odgovornosti u hotel odnosno definiranja praćenja i izvještava svih vrsta prihoda i troškova po pojedinim odjeljenjima, kao i iskazivanja ključnih pokazatelja poslovanja pojedinih odjeljenja hotela.<sup>72</sup>

Kod procjene vrijednosti hotelskog poduzeća ključna je analiza financijskih izvještaja koja ima svoje specifičnosti ovisno u kojem sektoru poduzeće posluje no za hotelske tvrtke bitni su i statistički podaci koji se mogu koristiti kao dopuna pokazateljima financijske analize i vrlo su korisni u procesu vrednovanja poduzeća. Statistika se posebno prati za dva segmenta poslovanje hotelijerskog poduzeća: statistika za sobe i iskorištenost kapaciteta te statistika za hranu i piće. Statistika za sobe i iskorištenje soba zahtijeva standardizirane podatke poput broja soba hotela, broja raspoloživih soba, broja praznih soba, broja gostiju, itd. Za statistiku hrana i pića vodi se posebna statistika koja sadrži informacije o hranu i piću poput broja sjedala, statistike obroka poput doručka, ručka i večere, serviranja, itd.<sup>73</sup>

Za procjenu vrijednosti hotelijerskog poduzeća diskontiranim novčanim tokovima izuzetno je bitna izrada pro-forma financijskih izvještaja na temelju kojih će se odrediti slobodni novčani tokovi i ostali parametri bitni za procjenu vrijednosti. Na temelju pro-forma financijskih

---

<sup>70</sup> Orsag, S., & Gulin, D. (2001). FINANCIJSKA ANALIZA HOTELSKE TVRTKE / FINANCIAL ANALYSIS OF A HOTEL COMPANY. Acta Turistica, 13(2), str. 145

<sup>71</sup> Ibid., str. 150.

<sup>72</sup> USALI – standard izvještavanja u hotelijerstvu, preuzeto 16. Siječnja s <https://www.hotelijer.hr/usali-standard-izvjestavanja-u-hotelijerstvu/>

<sup>73</sup> Orsag, S., & Gulin, D. (2001). FINANCIJSKA ANALIZA HOTELSKE TVRTKE / FINANCIAL ANALYSIS OF A HOTEL COMPANY. Acta Turistica, 13(2), str. 163

izvještaja analizira se buduća financijska uspješnost hotelijerskog poduzeća te je polazište za njihovu izradu analiza financijskih izvještaja u proteklom razdoblju. Postoje razne metode poput metode postotka od prodaje projekcijom povećanja prihoda i rashoda u budućem razdoblju.<sup>74</sup>

Za procjenu financijske uspješnosti hotela moguće je koristiti različite ključne pokazatelje. Osim pokazatelja poput postotka popunjenosti, povrata na ulaganje odnosno ROI-a, dobiti, itd., za bolju analizu poslovanja, hotelijersko poduzeće koristit će čimbenike poput prosječne duljine boravka gostiju pri čemu je dulji boravak gostiju povezan sa smanjenim troškovima zbog obrade novih rezervacija, minimiziranja radne snage pri pripremanju sobe za nove goste, itd., bruto operativne dobiti po sobi koja prikazuje koji segmenti hotela ostvaruju najviše prihoda uzimajući u obzir operativne troškove, popunjenost soba u odnosu na broj rezervacija i slični parametri koji pomažu pri analizi poslovanja hotela te na kraju i procjeni budućih novčanih tokova koje će poduzeće ostvarivati.

---

<sup>74</sup> Orsag, S., & Gulin, D. (2001). FINACIJSKA ANALIZA HOTELSKE TVRTKE / FINANCIAL ANALYSIS OF A HOTEL COMPANY. *Acta Turistica*, 13(2), str. 166

## **5. PROCJENA VRIJEDNOSTI MAISTRE D.D. METODOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA**

U istraživačkom dijelu rada vrednuje se poduzeće Maistra d.d. metodom diskontiranih novčanih tokova. U prvom dijelu nalazi se analiza poslovanja poduzeća te financijskih izvještaja te u drugom dijelu sama procjena diskontiranim novčanim tokovima.

### **5.1. Analiza poslovanja**

U analizi poslovanja navedeni su općeniti podaci o poduzeću, izravni konkurentni te unutarnji i vanjski utjecaji na poduzeće.

#### **5.1.1. Općenito o poduzeću**

Maistra d.d. jedna je od vodećih turističkih kompanija u Hrvatskoj. Društvo posluje u sastavu Adris grupe d.d. i upravlja turističkim dijelom poslovanja Adrisa, tj. upravlja hotelima, turističkim naseljima i kampovima u međunarodno prepoznatljivim odredištima - Rovinju, Vrsaru, Zagrebu i Dubrovniku. Društvo je nastalo spajanjem društava Jadran – turist d.d., Rovinj i Anita d.d., Vrsar, a registrirano je 15. ožujka 2005. kod Trgovačkog suda u Rijeci. Društvu je 1. siječnja 2010. pripojeno društvo Rovinjturist d.d., Rovinj, a 30. rujna 2019. društvo Slobodna Katarina d.o.o., Rovinj. Krajem listopada 2014. Društvo postaje većinskim vlasnikom društva Grand hotel Imperial d.d., Dubrovnik. Među najvažnija dosadašnja ulaganja ubrajaju se hoteli s pet zvjezdica - Monte Mulini i Lone, obnova šetališta, plaže Mulini Beach i uvale Lone kao i obnova najstarijeg rovinjskog hotela Adriatic. Tomu treba pridodati kupnju i obnovu hotela Hilton Imperial u Dubrovniku. Godine 2016. otvoren je obiteljski hotel Amarin, a 2019. novi Grand Park Hotel Rovinj, ključni proizvod u procesu zaokruživanja vrhunske hotelske ponude u Rovinju. Ovo je rezultat dugogodišnjeg Adrisovog investicijskog ciklusa u turizam vrijednog više od četiri milijarde kuna, kojim su hoteli društva svrstani u sam vrh hrvatske premium ponude. Kupoprodajom udjela i strateškim partnerstvom Adrisa i društva HUP-ZAGREB d.d., Zagreb početkom 2018., stvorene su pretpostavke da društvo postane najveća nacionalna turistička kompanija. Turistički proizvode koje poduzeće nudi su deset hotela, osam naselja te šest kampova. Smještajni kapaciteti iznose 11.789 smještajnih jedinica koje mogu zaprimiti više od 35 tisuća gostiju.

Osnovna djelatnost poduzeća je pružanje smještajnih i ugostiteljskih usluga te uz osnovnu ponudu nudi i razne sadržaje poput zabave, rekreacije, sporta i ostalih.<sup>75</sup>

### **5.1.2. Usporediva poduzeća**

Usporediva poduzeća Maistre d.d. odabrana su prema veličini poduzeća, broju smještajnih jedinica te prihodima koje ostvaruju. U nastavku se nalaze osnovni podaci o usporedivim poduzećima.

Valamar Riviera d.d. je najveća turistička kompanija u Republici Hrvatskoj. Ukupan broj smještajnih jedinica u svim hotelima i ljetovalištima iznosi 21.923 te može smjestiti oko 58 tisuća gostiju. Valamar upravlja hotelima, ljetovalištima, i kamping ljetovalištima u Istri, na otocima Krku, Rabu i Hvaru, u Makarskoj i Dubrovniku te Obertauernu u Austriji. Strategija poduzeća počiva na ulaganju u turističku ponudu visoke dodane vrijednosti, razvoja talenata, inovativnih usluga i razvoja destinacija kao glavnih pokretača rasta i održavatelja kontinuiteta poslovanja. Valamar je jedan od najvećih investitora u turizam u Hrvatskoj i regiji s preko 6 milijardi kuna ulaganja u proteklih 17 godina.<sup>76</sup>

Plava laguna d.d. posluje više od 60 godina te je jedan od lidera u hrvatskom turizmu. U svom smještajnom portfelju ima 20 hotela, 11 apartmanskih naselja, 9 kampova, odnosno ukupan smještajni kapacitet iznosi 16.219 jedinica. U svojim smještajnim jedinicama može ugostiti preko 43 tisuće gostiju koje se nalaze u Poreču, Umagu i Rijeci. Društvo raspolaže i sa 360 vezova u dvije marine te nizom ugostiteljskih, sportskih i ostalih sadržaja koji upotpunjuju temeljnu ponudu. Poduzeće čini 19% tržišnog udjela u noćenjima u Istri i 5,7% u Hrvatskoj te su vlasnici licenci sportskih događanja Croatia Open Umag ATP turnira i utrke olimpijskog triatlona 150 triathlon series.<sup>77</sup>

### **5.1.3. Analiza vanjskog okruženja**

Za analizu vanjskog okruženja poduzeća korištena je PESTLE analiza.

#### **5.1.3.1. PESTLE analiza**

PESTLE označava akronim za politički, ekonomski, socijalni, tehnološki, pravni te ekološki segment te predstavlja analizu koja nam pomaže shvatiti kako vanjske sile koje su izvan naše kontrole utječu na poslovanje.

---

<sup>75</sup> Maistra Hospitality Group, preuzeto 16. Siječnja s <https://www.maistra.com/hr>

<sup>76</sup> Valamar Riviera d.d., preuzeto 26. siječnja s <https://valamar-riviera.com/hr/>

<sup>77</sup> Plava Laguna, preuzeto 26. siječnja s <https://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama>

## POLITIČKI ČIMBENICI

- Stabilnost političkog sustava i smjer aktivnosti lokalne ili nacionalne vlade, agencija ili utjecajnih institucija u RH bitna je stavka koja utječe na turizam
- Političke svađe ili zabrane drugim zemljama mogu bitno utjecati na turistička kretanja i potražnju
- Porezna politika – porezi i česte promjene poreza utječu na turističku ponudu
- Država podupire i financira pojedine dijelove turističke ponude te promovira turizam cijele države kako bi potaknula turističku potražnju
- Uloga države je razvijati i održavati infrastrukturu potrebnu za daljnji razvoj turizma – ako je infrastruktura loša, turistička potražnja i ponuda su pod utjecajem
- Promjena političkih aktera odnosno vlasti u državi može bitno utjecati na hotelsku industriju zbog promjene raznih zakona i regulacije
- Visok stupanj korupcije u državi utječe na poduzetničku klimu i na privlačnost države stranim investitorima
- Spora administracija smanjuje želju investitora za ulaganjem
- Članstvo RH u Europskoj uniji pridonijelo je razvoju turizma
- Pristupanjem RH eurozoni i schengenskom prostoru pozitivno će utjecati na razvoj turizma i olakšati kretanje inozemnim turistima

## EKONOMSKI ČIMBENICI

- Na usporavanje ili rast turizma utječe globalno usporavanje ili rast ekonomske aktivnosti
- Stabilnost valute utječe na turističku potražnju – kada RH uvede Euro kao službeno valutu to će sigurno pozitivno utjecati na turističku potražnju Europskih zemalja zbog smanjenja valutnog rizika i troškova zamjene valuta
- Kamatne stope utječu na razinu investicija
- Stopa nezaposlenosti utječe na turističku potražnju za turističkim objektima zbog raspoloživog dohotka turista
- Ekonomski ciklusi imaju izrazito velik utjecaj na hotelsku industriju – kod nepovoljnih ciklusa ljudi će se prije odreći luksuza poput putovanja nego drugih potreba
- Inflacija će utjecati na povećanje cijena pa tako i na potražnju s luksuznim dobrima poput hotela



- Republika Hrvatska loše reagira na gospodarske krize zbog velike ovisnosti o turizmu te uvozu roba i usluga

### SOCIJALNI ČIMBENICI

- Demografski čimbenici – stanovništvo čija se prosječna dob povisuje, s većim raspoloživim dohocima i sklonostima putovanjima će povećati potražnju
- Distribucija dohotka će utjecati na potražnju za različitim segmentima – više bogatih će rezultirati većom potražnjom za luksuznim hotelima i resortima dok će kod srednjeg i nižeg dohotka potražnja za jeftinijim oblicima smještaja biti veća
- Sigurnost države bitno utječe na privlačnost turističke destinacije – česti sukobi i terorizam na području može drastično smanjiti potražnju za destinacijom (npr. Egipat)
- Visoke stope rasta turizma u cijelom svijetu ukazuju na sve veći trend putovanja – ljudi pod utjecajem interneta i medija imaju sve veću želju za putovanjima
- Utjecaj interneta i društvenih mreža na povezivanje ljudi diljem svijeta sigurno je utjecao na potražnju za putovanjima

### TEHNOLOŠKI ČIMBENICI

- Korištenje interneta i javnih recenzija može bitno utjecati na odluku odabira turista o turističkoj destinaciji ili objektu
- Stalna pojava novih proizvoda i usluga na području će također utjecati na potražnju turista
- Nova tehnologija omogućava turistima bržu i jednostavniju rezervaciju i plaćanje objekata
- Veći broj aviokompanija i letova povećat će broj turista pa tako i potražnju za smještajem
- Povećanje broja internet stranica i vijesti koje se brzo šire povećavaju konkurenciju pa nuditelji usluga moraju stalno paziti i ostati konkurenti jer brzo mogu ostati bez kupaca

### PRAVNI ČIMBENICI

- Pravno okruženje i sigurnost u državi ovisit će o odabiru turista – visoka stopa kriminala u destinaciji će sigurno smanjiti potražnju za istom
- Porezne politike – viši porezi znače i više cijene i manja privlačnost za turiste
- Razni zakoni će utjecati na ponudu i potražnju hotelske industrije – zakon o radu (povoljniji uvjeti za radnike će dovesti do kvalitetnije i brojnije radne snage), zakon o zaštiti potrošača (ako se potrošači osjećaju sigurnije da neće biti prevareni za ono što su platili potražnja će biti veća)

## EKOLOŠKI ČIMBENICI

- Svijest za društveno odgovornim poslovanjem je u znatnom porastu – turisti prate i potražnja će biti veća za poduzećima koja posluju odgovorno
- Klimatske promjene utječu na promjenu vremena i mogu bitno utjecati na potražnju za hotelima na određenim područjima koja su privlačna turistima zbog klimatskih uvjeta
- Ekološka osviještenost okoline – vrlo je bitna razina zagađenosti okoliša koja može odrediti privlačnost destinacije turistima (u slučaju hotela na moru gdje dođe do zagađenja mora utjecaj na pad potražnje će biti velik)
- Vremenske prilike – ako je vrijeme u sezoni nepogodno hoteli će morati smanjiti cijene kako bi privukli turiste

### **5.1.4. Analiza unutarnjeg okruženja**

Za analizu unutarnjeg okruženja poduzeća korištena je analiza poslovnog svjetonazora te analiza ciljeva poduzeća.

#### **5.1.4.1. Analiza poslovnog svjetonazora**

Vizija Maistre je biti prvi izbor i sinonim iskrenog gostoprimstva. Definirati standarde izvrsnosti kroz diferenciranu ponudu, stvarati inspirativno radno okruženje i mijenjati lokalne zajednice na bolje. Društvo je definiralo i dokumentiralo svoju politiku u odnosu na okoliš koja će se sustavno realizirati temeljem operativnih ekoloških programa. Cilj je navedenih programa trajno poboljšanje stanja okoliša kao komponente ukupne kvalitete turističkog proizvoda Društva u funkciji povećanja njegove atraktivnosti, a time i konkurentnosti, te ekonomske efikasnosti u cjelini. Uprava Maistre, svjesna uloge i odgovornosti stoga je donijela politiku upravljanja okolišem te se obvezuje se da će profesionalno i odgovorno pratiti i upravljati svim aspektima svojih procesa i usluga, smanjujući time negativne utjecaje na okoliš na najmanju moguću mjeru. Poticanjem razvoja i suvremenim vođenjem poslovnih procesa i općenito poslovanja u cilju smanjenja štetnih utjecaja na okoliš, kod svih zaposlenika razvija se svijest o stalnoj potrebi zaštite okoliša. Maistra želi zadane ciljeve postići uvođenjem novih ekološki prihvatljivih materijala i zamjenskim djelovanjem na stvari koje direktno ili indirektno utječu na okoliš, smanjiti štetne utjecaje na okoliš, povećavati stupanj iskoristivosti energije te upravljanjem otpadom smanjiti količinu svih vrsta otpada koji nastaju u procesima i na površinama na kojima se nalaze i posluju objekti, čime će pridonijeti načelu održivog razvoja. Maistra ulaže velike napore u stalno poboljšanje stanja

okoliša kao vrlo važne komponente ukupne kvalitete turističkog proizvoda s ciljem povećanja njegove atraktivnosti, konkurentnosti i ekonomske efikasnosti u cjelini.<sup>78</sup>

#### **5.1.4.2. Analiza ciljeva**

Maistra je krajem 2020. izradila novi petogodišnji plan svojeg razvoja s ključnim intenzivnim kapitalnim ulaganjima. U narednom trogodišnjem razdoblju Maistra će uložiti dodatnih 900 milijuna kuna, čime će pretežiti dio portfelja biti na najvišoj razini ponude (4 i 5\*). Dinamika ulaganja podložno je promjenama sukladno brzini oporavka globalne potražnje. U usporedbi s tvrtkama u okruženju Maistra je pokazala veću otpornost na gospodarsku krizu uzrokovanu globalnom pandemijom. Razlog tomu utemeljen je na nekoliko elemenata. Prvi je premiumizacija poslovanja, odnosno vrhunski proizvodi u najvišim segmentima hotelske ponude. Drugi je razlog proaktivna prodaja kao posljedica razvijenih direktnih kanala prodaje. Treći je operativna efikasnost i brza prilagodba operativnog poslovanja, odnosno pravovremeno otvaranje objekata i učinkovito upravljanje troškovima. Naposljetku, treba istaknuti i sam Rovinj kao turističko odredište u čiju je prepoznatljivost uloženi veliki marketinški napor. Početkom travnja 2019. godine otvoren je Grand Park Hotel Rovinj, ključni proizvod u procesu zaokruživanja vrhunske hotelske ponude u Rovinju. U izazovnoj 2020. godini i tržište i sama industrija prepoznali su taj vrhunski proizvod, što je potvrdila i nagrada Hotel Property Award 2020 u konkurenciji od 40 hotela iz 12 europskih zemalja. Riječ je o jednoj od najprestižnijih nagrada u industriji koja se dodjeljuje od 2002. godine za originalnost koncepta smještaja, arhitektonsku kvalitetu, integraciju objekta u okruženje, dizajn, inovaciju te profitabilnost. U uvjetima neizvjesnosti potražnje i brzine oporavka te promjene navika putovanja pripremljena je nova strategija turističkog dijela Grupe za razdoblje 2021. – 2023. Nastavlja se program ubrzane transformacije koji je orijentiran na operativnu izvrsnost u svim segmentima poslovanja. U području marketinga i prodaje naglasak je na upravljanju cijenama upotrebom napredne analitike kao i daljnjem razvoju direktnih kanala prodaje.<sup>79</sup>

#### **5.1.5. Analiza financijskih izvještaja**

Analizom financijskih izvještaja u promatranom razdoblju od 5 godina nastoji se doći do zaključaka o sposobnosti stvaranja novčanog toka Maistre. Promatrano razdoblje obuhvaća razdoblje od 2016. godine do 2020. godine. Unutar navedenog razdoblja je izvršena analiza

---

<sup>78</sup> Maistra Hospitality Group, preuzeto 29. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>

<sup>79</sup> Maistra Hospitality Group, preuzeto 29. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>

bilanci stanja te računa dobiti i gubitka uz istovremenu analizu ključnih stavki godišnjih financijskih izvještaja.

### 5.1.5.1 Horizontalna analiza financijskih izvještaja

Horizontalnom analizom bilance stanja utvrđeno je da poduzeće u promatranom razdoblju bilježi rast imovine sve do 2020. godine kada dolazi do malog pada. Najveći rast imovine zabilježen je u 2018. godini i iznosio je 426.372.498 milijuna kuna odnosno rast od 15% u odnosu na prethodnu godinu. U 2020. godini dolazi do malog pada imovine u iznosu od 65.383.166 milijuna kuna odnosno 2% uslijed pandemije koja je utjecala na smanjenje investicija s ciljem očuvanja likvidnosti.

Na pasivnoj strani bilance, kapital i rezerve bilježe rast do 2020. godine. Najveći rast je u 2018 godini kada iznosi 289.430.297 odnosno 18% u odnosu na prethodnu godinu. U tome je najznačajniji faktor dobit koja je generirana u poduzeću u tom razdoblju. Do pada kapitala i rezervi dolazi u 2020. godini. Dugoročne obveze su se u promatranom razdoblju od pet godina gotovo upeterostručile uslijed povećanja obveza za zajmove te obveze prema bankama. Kratkoročne obveze su varirale iz godine u godinu, ali su se u petogodišnjem dvostruko smanjile.

**Tablica 2. Bilanca – aktiva (2016.-2020.) u tisućama kuna**

Naziv pozicije	2016.	2017./16. Relativna promjena	2017.	2018./17. Relativna promjena	2018.	2019./18. Relativna promjena	2019.	2020./19. Relativna promjena	2020.
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>									
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	2.554.736	13%	2.893.052	15%	3.319.425	3%	3.432.530	-1%	3.410.885
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	36.156	-4%	34.750	-3%	33.806	11%	37.688	-50%	18.744
II. MATERIJALNA IMOVINA	2.502.322	13%	2.829.163	11%	3.149.257	5%	3.291.060	-1%	3.247.382
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	389	2221%	9.032	-6%	8.445	-100%			
IV. POTRAŽIVANJA					2.898	281%	11.043	-5%	10.465
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	15.868	27%	20.108	522%	125.019	-26%	92.739	45%	134.294
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>	99.767	-49%	50.892	42%	72.313	53%	110.684	-37%	69.996
I. ZALIHE	7.153	-7%	6.637	-4%	6.386	45%	9.233	-32%	6.255
II. POTRAŽIVANJA	56.794	-72%	15.817	200%	47.521	-47%	25.396	41%	35.873
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	1.331	5%	1.396	2%	1.429	18%	1.688	-4%	1.621
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	34.489	-22%	27.042	-37%	16.978	338%	74.366	-65%	26.246
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	5.344	9%	5.820	37%	7.969	20%	9.594	-32%	6.544
<b>E) UKUPNO AKTIVA</b>	2.659.847	11%	2.949.764	15%	3.399.706	5%	3.552.807	-2%	3.487.424

F) IZVANBILANČNI ZAPISI									
-------------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Izvor: izrada autora

**Tablica 3. Bilanca – pasiva (2016.-2020.) u tisućama kuna**

Naziv pozicije	2016.	2017./16. Relativna promjena	2017.	2018./17. Relativna promjena	2018.	2019./18. Relativna promjena	2019.	2020./19. Relativna promjena	2020.
A) KAPITAL I REZERVE	1.407.715	11%	1.569.451	18%	1.858.881	9%	2.019.602	-6%	1.892.605
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1.164.041	10%	1.277.986	0%	1.277.986	0%	1.277.986	0%	1.277.986
II. KAPITALNE REZERVE									
III. REZERVE IZ DOBITI	20.101	32%	26.628	28%	34.145	41%	48.287	15%	55.753
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE									
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI									
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	57.306	34%	76.543	199%	228.874	119%	501.891	30%	654.072
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	139.584	15%	159.848	80%	288.063	-45%	159.646	-178%	-124.201
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	26.683	7%	28.447	5%	29.814	7%	31.792	-9%	28.996
B) REZERVIRANJA	50.714	22%	61.876	-10%	55.626	-42%	32.232	224%	104.293
C) DUGOROČNE OBVEZE	230.280	-1%	228.717	157%	587.482	80%	1.059.604	-12%	936.332
D) KRATKOROČNE OBVEZE	932.490	12%	1.045.441	-19%	849.269	-55%	380.540	45%	552.588
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	38.648	15%	44.279	9%	48.448	26%	60.829	-97%	1.606
F) UKUPNO – PASIVA	2.659.847	11%	2.949.764	15%	3.399.706	5%	3.552.807	-2%	3.487.424
G) IZVANBILANČNI ZAPISI									

Izvor: izrada autora

Poslovni prihodi tokom promatranog razdoblja konstantno rastu, s izuzetkom 2020. godine kada dolazi do pada. Najveći rast poslovnih prihoda zabilježen je 2017. godine kada poduzeće bilježi rast od 134.608.093 odnosno 13% u odnosu na prethodnu godinu. Gotovo sav rast poslovnih prihoda rezultat je rasta prihoda od prodaje. Prihodi od prodaje u 2020. godini su pali za 682.217.299 milijuna kuna odnosno za 52% u odnosu na prethodnu godinu.

Poslovni rashodi također bilježe stabilan rast u promatranom razdoblju sve do 2020. godine kada dolazi do pada poslovnim rashoda u iznosu od 328.437.552 milijuna kuna odnosno 31%. Dolazi do pada troškova u svim segmentima uslijed pandemije COVID-19 virusa, a najviše se ističu materijalni troškovi te troškovi osoblja.

Dobit poduzeća varirala je tokom promatranog razdoblja te se 2018. godine našla na najvišoj razini od 289.430.298 milijuna kuna. U 2020. godini poduzeće bilježi gubitak od 126.997.279 milijuna kuna.

**Tablica 4. Račun dobiti i gubitka (2016.-2020.) u tisućama kuna**

Naziv pozicije	2016.	2017./16. Relativna promjena	2017.	2018./17. Relativna promjena	2018.	2019./18. Relativna promjena	2019.	2020./19. Relativna promjena	2020.
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	1.009.331	13%	1.143.939	9%	1.245.030	4%	1.299.615	-52%	617.398
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	828.738	10%	914.631	12%	1.023.192	5%	1.070.885	-31%	742.447
<b>III. FINACIJSKI PRIHODI</b>	4.806	7%	5.164	-1%	5.133	-100%	20	-87%	3
<b>IV. FINACIJSKI RASHODI</b>	40.782	19%	48.603	-16%	40.975	3%	42.190	4%	43.702
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	1.014.137	13%	1.149.103	9%	1.250.163	4%	1.299.635	-52%	617.400
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	869.521	11%	963.235	10%	1.064.168	5%	1.113.074	-29%	786.149
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	144.617	29%	185.868	0%	185.995	0%	186.561	-190%	-168.749
1. Dobit prije oporezivanja	144.617	29%	185.868	0%	185.995	0%	186.561	-100%	0
2. Gubitak prije oporezivanja	0		0		0		0		-168.749
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	2.787	751%	23.724	-536%	-103.435	-124%	24.936	-267%	-41.752
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	141.830	14%	162.145	79%	289.430	-44%	161.624	-179%	-126.997
1. Dobit razdoblja	141.830	14%	162.145	79%	289.430	-44%	161.624	-100%	0
2. Gubitak razdoblja	0		0		0		0		-126.997

Izvor: izrada autora

#### 5.1.5.2. Vertikalna analiza financijskih izvještaja

Vertikalnom analizom bilance utvrđeno je da u imovini gotovo cijeli udio u cijelom razdoblju zauzima dugotrajna imovina. S obzirom da se radi o hotelijerskom poduzeću koje za potrebe svojeg redovnog poslovanja iziskuje značajna ulaganja u građevinske objekte koje su temelj poslovanja te zemljišta, takav odnos dugotrajne imovine u odnosu na ukupnu imovinu je očekivan. Najveći udio dugotrajne imovine imaju građevinski objekti koji je u promatranom razdoblju varirao u omjeru oko 63% vrijednosti u ukupnoj aktivi. Veće udjele u aktivi još imaju zemljišta te postrojenja i oprema.

Unutar pasive, kapital i rezerve nose oko 50% udjela u pasivi tokom promatranog razdoblja gdje najveći udio zauzima temeljni kapital poduzeća. Dugoročne obveze poduzeća variraju između 8% i 26% u 2020. godini kada imaju najveći udio u pasivi. One obuhvaćaju obveze za kredite prema bankama i zajmove, što znači da poduzeće dio svojih poslovnih aktivnosti

dugoročno financira kako bi očuvalo solventnost i likvidnost te financiralo kapitalne investicije. Kratkoročne obveze tokom promatranog razdoblja variraju između 10% i 35%. Tokom promatranog razdoblja udio kratkoročnih obveza ima tendenciju smanjivanja. Na početku razdoblja čine trećinu pasive dok se na kraju promatranog razdoblja udio smanjuje na 15%. Najveći udio kratkoročnih obveza odnosi se na obveze za zajmove kako bi se održala likvidnost poduzeća.

**Tablica 5. Bilanca – aktiva (2016.-2020.) izraženo u postotcima**

Naziv pozicije	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>					
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)</b>	96,05%	98,08%	97,64%	96,61%	97,81%
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)	1,36%	1,18%	0,99%	1,06%	0,54%
II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)	94,08%	95,91%	92,63%	92,63%	93,12%
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)	0,01%	0,31%	0,25%	0,00%	0,00%
IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)	0,00%	0,00%	0,09%	0,31%	0,30%
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	0,60%	0,68%	3,68%	2,61%	3,85%
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)</b>	3,75%	1,73%	2,13%	3,12%	2,01%
I. ZALIHE (AOP 039 do 045)	0,27%	0,23%	0,19%	0,26%	0,18%
II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)	2,14%	0,54%	1,40%	0,71%	1,03%
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)	0,05%	0,05%	0,04%	0,05%	0,05%
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	1,30%	0,92%	0,50%	2,09%	0,75%
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	0,20%	0,20%	0,23%	0,27%	0,19%
<b>E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Izvor: izrada autora

**Tablica 6. Bilanca – pasiva (2016.-2020.) izraženo u postotcima**

Naziv pozicije	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)</b>	52,92%	53,21%	54,68%	56,85%	54,27%
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	0,76%	0,90%	1,00%	1,36%	1,60%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	2,15%	2,59%	6,73%	14,13%	18,76%
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	5,25%	5,42%	8,47%	4,49%	-3,56%
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	1,00%	0,96%	0,88%	0,89%	0,83%
<b>B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)</b>	1,91%	2,10%	1,64%	0,91%	2,99%
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)</b>	8,66%	7,75%	17,28%	29,82%	26,85%

<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)</b>	35,06%	35,44%	24,98%	10,71%	15,85%
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	1,45%	1,50%	1,43%	1,71%	0,05%
<b>F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Izvor: izrada autora

Vertikalnom analizom računa dobiti i gubitka utvrđeno je da poslovni prihodi gotovo u cijelosti čine ukupne prihode poduzeća. S obzirom na prirodu poslovanja poduzeća te mali udio financijskih prihoda takav rezultat je i očekivan. Poslovni rashodi također imaju značajan udio u ukupnim prihodima te variraju oko 95%. Najveći udio financijskih rashoda odnosi se na materijalne troškove te troškove osoblja s izuzetkom 2020. godine kada amortizacija čini najveći dio ukupnih rashoda. Financijski rashodi tokom promatranog razdoblja variraju oko 5% ukupnih rashoda te se najviše odnose na rashode kamata.

**Tablica 7. RDG (2016.-2020.) izraženo u postotcima**

Naziv pozicije	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
<b>I. POSLOVNI PRIHODI (AOP 126 do 130)</b>	99,53%	99,55%	99,59%	100,00%	100,00%
<b>II. POSLOVNI RASHODI (AOP 132+133+137+141+142+143+146+153)</b>	95,31%	94,95%	96,15%	96,21%	94,44%
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI (AOP 155 do 164)</b>	0,47%	0,45%	0,41%	0,00%	0,00%
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI (AOP 166 do 172)</b>	4,69%	5,05%	3,85%	3,79%	5,56%
<b>IX. UKUPNI PRIHODI (AOP 125+154+173 + 174)</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>X. UKUPNI RASHODI (AOP 131+165+175 + 176)</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA (AOP 177-178)</b>		16,18%	14,88%	14,35%	-27,33%
1. Dobit prije oporezivanja (AOP 177-178)		16,18%	14,88%	14,35%	0,00%
2. Gubitak prije oporezivanja (AOP 178-177)		0,00%	0,00%	0,00%	-27,33%
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>		2,06%	-8,27%	1,92%	-6,76%
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA (AOP 179-182)</b>		14,11%	23,15%	12,44%	-20,57%

Izvor: izrada autora

Usporedivši rezultate sa glavnim konkurentima Valamar Rivierom te Plavom Lagunom može se zaključiti kako se Maistra pozicionirala kao sljedbenik tržišnom lideru Valamar Rivieri. Promatrajući kriznu 2020. godinu, Maistra je u odnosu na konkurente imala najmanji postotak



pada prihoda u odnosu na prethodnu godinu kada su prihodi pali za oko 52% u odnosu na Valamar koji je zabilježio pad prihoda od 69% te Plava Laguna koja je zabilježila pad prihoda od 59% u odnosu na prethodnu godinu. Također u 2020. godini Maistra je ostvarila 9% manji prihod u odnosu na glavnog konkurenta Valamar što je izrazito uspješan rezultat ako se uspoređi sa 2019. godinom kada je Maistra ostvarila 70% manje poslovnih prihoda u odnosu na Valamar čemu su zasigurno doprinijele kapitalne investicije te optimizacija troškova tijekom krize. U predkriznom razdoblju Maistra ostvaruje oko 40% manje prihoda u odnosu na Valamar koji se pozicionirao kao tržišni lider te oko 12% više poslovnih prihoda od Plave Lagune.

## 5.2. Prognoza budućeg poslovanja i procjena slobodnih novčanih tokova

U ovom dijelu rada procjenjuje se buduće poslovanje poduzeća te na kraju i procjena slobodnih novčanih tokova koji su potrebni za krajnje vrednovanje poduzeća.

### 5.2.1. Procjena BDP-a i stope inflacije

Kod procjene vrijednosti važno je napraviti analizu makroekonomskih pokazatelja jer novčani tokovi poduzeća ovise o stanju na tržištu u kojem poduzeće posluje. U ovome slučaju analizira se BDP i inflacija u Republici Hrvatskoj.

**Tablica 8. Procjena BDP-a**

Naziv pozicije	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
<b>BDP Republike Hrvatske (mil. HRK)</b>	355.920	372.355	390.856	412.228	378.349	431.454	442.672	454.181	465.990	478.106
<b>promjena BDP-a u %</b>	3,5	3,4	2,9	3,5	-8,1	10,4	2,6	2,6	2,6	2,6

Izvor: izrada autora prema HRVATSKA NARODNA BANKA preuzeto 11. travnja s

<https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>

BDP u Republici Hrvatskoj u prosječno raste 2,6% godišnje izuzevši 2020. godinu kada je uslijed krize BDP pao za 8,1% te 2021. godine porastao za 10,4%. Prosječna stopa od 2,6% rasta godišnje uzeta je za prognoziranje BDP-a u razdoblju do 2025. godine jer pretpostavka je stabilizacija krize te stabilan rast BDP-a u budućnosti.

**Tablica 9. Procjena inflacije**

Naziv pozicije	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
Prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6	2,0	2,0	2,0	2,0

Izvor: izrada autora prema HRVATSKA NARODNA BANKA preuzeto 11. travnja s

<https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>

Inflacija u Republici Hrvatskoj izuzevši 2016. godinu raste u prosjeku 0,5% godišnje do 2021. godine. Uslijed krize, procjena je da će inflacija u prognoziranom razdoblju biti 2% godišnje te je ta stopa uzeta dalje prilikom procjene prihoda i rashoda poduzeća.

### 5.2.2. Procjena ukupnih poslovnih prihoda i rashoda

Procijenjeni poslovni prihodi za promatrano razdoblje u 2021. godini rastu za 88% u odnosu na prethodnu godinu. Razlog tomu je ublažavanje COVID-19 mjera i ograničavanja putovanja turista te turistička sezona iznad očekivanja obzirom na pandemiju. Pretpostavka je da će se u 2022. godini poslovni prihodi približno vratiti na razine prije pandemije te da će se u idućim godinama u promatranom razdoblju nastaviti stabilan rast uz nova ulaganja poduzeća najavljenih kroz petogodišnji plan. Procjenjena stopa rasta prihoda nakon 2022. godine je 4% godišnje što je u proporciji sa procjenom rasta BDP-a i inflacijom Republike Hrvatske u prognoziranom razdoblju.

**Tablica 10. Procjena poslovnih prihoda**

Naziv pozicije	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	1.245.030.116	1.299.615.114	617.397.815	1.158.596.076	1.309.213.566	1.361.582.109	1.416.045.393	1.472.687.209
<b>% promjena</b>		4%	-52%	88%	13%	4%	4%	4%

Izvor: izrada autora

U 2020. godini došlo je to optimizacije troškova poduzeća zbog utjecaja pandemije te su se rashodi smanjili za 41%. U 2021. godini očekuje se povećanje rashoda zbog povećanja materijalnih troškova te troškova osoblja uslijed dobre turističke sezone i smanjenja epidemioloških mjera COVID-19 virusa. Pretpostavka je da će poslovni rashodi u 2022. doći do razine približne 2019. godini uz malo povećanje zbog prethodnih investicija te da će u

idućem razdoblju kontinuirano rasti po stopi od 3% do 2025. godine do kraja promatranog razdoblja.

**Tablica 11. Procjena poslovnih rashoda**

Naziv pozicije	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
<b>POSLOVNI RASHODI (bez am.)</b>	831.127.559	841.142.908	500.397.099	786.500.158	865.150.174	891.104.679	917.837.819	945.372.954
<b>% od prodaje</b>		64,72%	81,05%	67,88%	66,08%	65,45%	64,82%	64,19%

Izvor: izrada autora

### 5.2.3. Procjena kapitalnih investicija i obrtnog kapitala

Kapitalne investicije u 2019. imaju znatan rast zbog velikih ulaganja u hotel Grand Park te se u 2020. godini postupno smanjuju. U daljnjem razdoblju procijenjen je stabilan rast investicija uslijed petogodišnjeg plana daljnjeg ulaganja u projekte te je stoga uzeta stopa 16% udjela kapitalnih investicija u poslovnim prihodima u promatranom razdoblju. Obrtni kapital povećao se u 2019. godini međutim zbog pojave pandemije i dodatnih kratkoročnih zaduživanja u 2020. godini bilježi smanjenje. U daljnjem razdoblju očekuje se smanjenje kratkoročnih obveza te veća dugoročna ulaganja u nove investicije te se stoga kroz ostatak promatranog razdoblja proteže stopa od 11% udjela obrtnog kapitala u poslovnim prihodima.

**Tablica 12. Procjena kapitalnih investicija i obrtnog kapitala**

Naziv pozicije	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
<b>Kapitalne investicije</b>	58.260.449	948.909.745	179.912.976	188.908.624	207.799.487	218.189.462	229.098.934	240.553.881
<b>Udio KI u PP</b>	5%	73%	29%	16%	16%	16%	16%	16%
<b>Obrtni kapital</b>	-776.955.657	-269.856.119	-482.591.683	-121.685.923	-144.013.492	-149.774.032	-155.764.993	-161.995.593
<b>udio OK u PP</b>	62%	21%	78%	11%	11%	11%	11%	11%
<b>Promjene obrtnog kapitala</b>	217.592.984	507.099.538	-212.735.564	360.905.760	-22.327.569	-5.760.540	-5.990.961	-6.230.600

Izvor: izrada autora

### 5.2.4. Procjena slobodnih novčanih tokova

U procjeni slobodnog novčanog toka korištena je formula za izračun putem neto dobiti. Pretpostavka je da će novčani tok biti negativan u 2021. godini kada će se krenuti oporavljati

zbog povoljnije situacije sa COVID-19 krizom te da će rasti do kraja promatranog razdoblja uslijed novih investicija te prijašnjih trendova rasta. Pretpostavka je da će amortizacija 2021. godine ostati na razini 2020. godine te da će u promatranom razdoblju rasti po stopi od 5% godišnje zbog novih ulaganja.

**Tablica 13. Procjena slobodnog novčanog toka**

Naziv pozicije	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
<b>POSLOVNI PRIHODI</b>	1.158.596.076	1.309.213.566	1.361.582.109	1.416.045.393	1.472.687.209
<b>POSLOVNI RASHODI (bez am.)</b>	786.500.158	865.150.174	891.104.679	917.837.819	945.372.954
<b>EBITDA</b>	372.095.918	444.063.392	470.477.430	498.207.573	527.314.255
<b>Amortizacija</b>	242.050.099	254.152.604	266.860.234	280.203.246	294.213.408
<b>EBIT</b>	130.045.819	189.910.788	203.617.195	218.004.328	233.100.846
<b>EBIT marža</b>	11,22	14,51	14,95	15,40	15,83
<b>EBIT*(1-porezna stopa)</b>	106.637.572	155.726.846	166.966.100	178.763.549	191.142.694
<b>Amortizacija</b>	242.050.099	254.152.604	266.860.234	280.203.246	294.213.408
<b>Kapitalne investicije</b>	188.908.624	207.799.487	218.189.462	229.098.934	240.553.881
<b>Promjene obrtnog kapitala</b>	360.905.760	-22.327.569	-5.760.540	-5.990.961	-6.230.600
<b>Slobodni novčani tok poduzeću</b>	-201.126.713	224.407.532	221.397.412	235.858.822	251.032.821

Izvor: izrada autora

### 5.3. Procjena prosječnog ponderiranog troška kapitala

Za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala odnosno WACC-a potreban je udio duga i glavnice, trošak glavnice i trošak duga nakon poreza. Financijskom analizom utvrđeno je kako je u povijesnom razdoblju omjer duga i glavnice u prosjeku iznosio 52%:48%. Obzirom da u povijesnim podacima struktura duga i glavnice nije pretjerano fluktuirala pretpostavka je da se u budućnosti neće mijenjati.

#### 5.3.1. Trošak glavnice

Prema CAPM modelu parametri potrebni za izračun su nerizična kamatna stopa, premija rizika te beta koeficijent.

Nerizična kamatna stopa:

U radu je već navedeno kako se nerizična kamatna stopa uglavnom izjednačava s prinosom na državne obveznice koje izdaje vlada države. Također koriste se obvezniče čiji je rok dospjeća dug (10 i više godina) jer investitori odnosno dioničari uglavnom ulažu u vrijednosne papire na dulji rok te su stoga dugoročne državne obveznice logičan izbor za procjenu nerizične kamatne stope. Za nerizičnu kamatnu stopu u ovom radu korištena je stopa obveznice na 10 godina za ulaganje u trezorski vrijednosni papir izdane američke vlade s rokom dospjeća od 10 godina na dan 11. travnja 2022. godine. Prinos na 10 godina obveznice uključen je na duži kraj krivulje prinosa. Mnogi analitičari će koristiti 10-godišnji prinos kao stopu "bez rizika" pri vrednovanju tržišta ili pojedinačnih vrijednosnih papira. Stope nerizične kamatne stope iznosi 2,79%.<sup>80</sup>

Premija rizika:

Premiju rizika preuzeta je iz baze podataka koju Profesor Damodaran objavljuje na svojoj stranici koju analitičari često koriste kao referencu prilikom vrednovanja poduzeća. Prema Profesoru Damodaranu premija rizika na dan 5. siječnja 2022. godine iznosi 6.71%.

Beta koeficijent:

Za izračun beta koeficijenta korištena je prilagođena beta putem sljedeće formule:

$$\text{Prilagođena beta} = (0,67 * \text{povijesna beta}) + (0,33 * 1)$$

Za izračun povijesne bete uz pomoć Excela korištene su zaključne dnevne cijene dionica Maistre unazad 5 godina te CROBEX indeks u kojem se nalaze dionice Maistre. Povijesna betu izračunata je u uz pomoć alata „Data analysis“ te ona iznosi 0,585. Uvrštavanjem povijesne bete u formulu za prilagođenu betu, dobivena je beta u iznosu 0,7221. Trošak glavnice za poduzeće iznosi 7,64%.

Izračun troška glavnice:

**Tablica 14. Izračun troška glavnice**

<b>Nerizična kamatna stopa</b>	2,79
<b>Beta</b>	0,7221
<b>Premija rizika</b>	6,71
<b>Trošak glavnice</b>	7,6353

<sup>80</sup> Ycharts, preuzeto 12. travnja s [https://ycharts.com/indicators/10\\_year\\_treasury\\_rate](https://ycharts.com/indicators/10_year_treasury_rate)

Izvor: izrada autora

### 5.3.2. Trošak duga nakon poreza

Prema godišnjim financijskim izvještajima Maistre, kamatna stopa na kredite za posudbe u eurima iznosi 3% za 2019. i 2018. godinu te 3% do 4,71% za posudbe u kunama. U izračunu je korištena prosječna efektivna kamatna stopa za primljene kredite u iznosu od 3,50%. Nakon oduzimanja poreza na dobit, trošak duga iznosi 2,87%.

**Tablica 15. Trošak duga nakon poreza**

Trošak duga prije poreza	3,50
Porezna stopa na dobit	18
Trošak duga nakon poreza	2,87

Izvor: izrada autora

### 5.3.3. Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Dobiveni rezultati uvršteni su u formulu za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala. Uvrštavanjem svih dosad izračunatih vrijednosti dobiven je prosječni ponderirani trošak kapitala odnosno WACC u iznosu od 5,16%.

**Tablica 16. Prosječni ponderirani trošak kapitala**

Trošak duga nakon poreza	2,87
Udio duga	0,52
Trošak obične glavnice	7,64
Udio glavnice	0,48
Prosječni ponderirani tr. kap.	5,16

Izvor: izrada autora

### 5.3.4. Diskontiranje slobodnih novčanih tokova

Slobodni novčani tokovi svedeni su na sadašnju vrijednost diskontiranjem. Formula za diskontiranje slobodnih novčanih tokova nalazi se u poglavlju 3.2.6. Procjene slobodnog novčanog toka za svaku pojedinačnu godinu odnose se na kraj svake pojedine godine zaključno sa 2025. godinom.

**Tablica 17. Diskontiranje slobodnih novčanih tokova**

Naziv pozicije	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
Slobodni novčani tok poduzeću	-201.126.713	224.407.532	221.397.412	235.858.822	251.032.821
Diskontni faktor	0,9509	0,9043	0,8599	0,8177	0,7776
Diskontirani slobodni novčani tok	-191.257.810	202.925.337	190.379.775	192.863.398	195.199.014

Izvor: izrada autora

Izračun rezidualne vrijednosti:

Za vrednovanje poduzeća potrebno je izračunati rezidualnu vrijednost i stopu rasta. Za stopu rasta obično se koristi stopa rasta BDP-a te je uzeta stopa rasta od 2% što je približno projiciranoj stopi rasta BDP-a u Republici Hrvatskoj za promatrano razdoblje. Pomoću Gordonovog modela izračunata je rezidualna vrijednost koja uz diskontni faktor iznosi 6.306.036.547 milijardi kuna.

**Tablica 18. Izračun rezidualne vrijednosti**

Beta koeficijent	0,7221
Nerizična kamatna stopa	2,79
Trošak obične glavnice	7,64
WACC	5,16
Slobodni novčani tok nakon 2025.	256.053.477
Diskontni faktor	0,7776
Rezidualna vrijednost	6.306.036.547

Izvor: izrada autora

Vrijednost poduzeća na dan 1. siječnja 2021. nakon zbrajanja diskontiranih novčanih tokova te rezidualne vrijednosti prema formuli iznosi 6,9 milijardi kuna. Za izračun vrijednosti glavnice potrebno je od toga iznosa oduzeti dugoročni dug te dodati novac i novčane ekvivalente. Rezultati izračuna prikazani su u tablici. Vrijednosti ukupne glavnice iznosi 5.986.059.952 milijardi kuna odnosno 546,95 kuna po dionici kada se podijeli glavnica sa brojem emitiranih dionica poduzeća.

**Tablica 19. Izračun vrijednosti glavnice i cijene po dionici**

<b>Vrijednost poduzeća</b>	6.896.146.260
<b>Novac i novčani ekvivalenti</b>	26.246.127
<b>Dug</b>	936.332.435
<b>Ukupna vr. glavnice</b>	5.986.059.952
<b>Broj dionica</b>	10.944.339
<b>Cijena po dionici</b>	546,95

Izvor: izrada autora

#### **5.4. Osvrt na dobivenu procjenu vrijednosti poduzeća**

Vrednovanje poduzeća diskontiranim novčanim tokovima ima mnogo postupaka i varijabli odnosno parametara potrebnih za analizu. Procjenom diskontiranim novčanim tokovima vrijednost dionice iznosi 546,95 kuna. Usporedbom procijenjene vrijednosti dionice sa cijenom dionice na 30.12.2020. koja iznosi 276 kuna dolazi se do zaključka da su dionice Maistre podcijenjene. S obzirom na sve pretpostavke prije navedene te pandemiju COVID-19 virusa takav rezultat je očekivan zbog pada broja turista u prethodnoj godini, ali se u budućnosti očekuje bolja epidemiološka slike te omogućavanje normalnog kretanja turista. Također uslijed prethodnih investicija te planova za investiranje u budućnosti pretpostavka je da će cijena dionica rasti. Uzeti u obzir treba tržište na kojem poduzeće posluje. Republika Hrvatska je dugi niz godina izlazila iz krize koja se dogodila 2008. godine te se trenutno pojavila nova kriza koja utječe na kretanja na tržištu kapitala. Tržište kapitala u Hrvatskoj nije dovoljno razvijeno te investitori nisu previše skloni riziku i kupovanju dionica iznad vrijednosti.



## 6. ZAKLJUČAK

Za vrednovanje poduzeća potrebno razumjeti niz elemenata, počevši od povijesnih podataka o poduzeću, makroekonomskih kretanja u okruženju u kojem poduzeće posluje, ali i globalno i način na koje određene makroekonomske varijable utječu na poslovanje poduzeća te čitavu industriju.

Potrebno je poznavati industriju u kojoj odabrano poduzeće posluje kako bi se procjena kvalitetno napravila. Pregledom dostupne literature može se uvidjeti kako se ovaj model procjene temelji na pretpostavkama te subjektivnoj procjeni u budućnost, pa iz tog razloga svakako uključuje dozu sumnje u donošenje zaključaka koji su neophodni za vrednovanje poduzeća.

Hotelijski sektor specifična je industrija zbog niza elemenata. Izrazito je osjetljiva na niz makroekonomskih varijabli poput ratova, terorizma, pandemija, političke nestabilnosti i sl. koje uvelike utječu na poslovanje poduzeća u industriji te samim time i otežavaju analitičarima procjene kretanja poduzeća u budućnosti. Postoji niz ključnih pokazatelja uspješnosti hotelijerskog poduzeća specifičnog u odnosu na druge industrije poput prosječne duljine boravka, prihoda po sobi, itd. te je specifična industrija zbog sezonskog karaktera u koji spada i promatrano poduzeće koje veliku većinu prihoda ostvaruje tijekom ljetnih mjeseci.

Odabrano poduzeća Maistra d.d. je tijekom ove pandemije pretrpjelo velike gubitke kao i većina sudionika u ovoj industriji te je pretpostavka da će oporavak od trenutne krize trajati kraće no inače zbog ublažavanja mjera tijekom sezone te da će poduzeće u budućnosti nastaviti rast prihoda koji se ostvarivao prije krize. Vrednovanjem ovog poduzeća metodom diskontiranim novčanim tokovima dolazi se do zaključka da je tržišna cijena dionice na Zagrebačkoj burzi podcijenjena obzirom da je dobivena vrijednost procjenom veća nego cijena dionice na tržištu.

## LITERATURA

1. Agar, C. (2005) *Capital Investment & Financing: A Practical Guide to Financial Evaluation*. Oxford: Butterworth-Heinemann
2. Anguera-Torrell, O., Aznar-Alarcón, J. P., & Vives-Perez, J. (2020). COVID-19: Hotel industry response to the pandemic evolution and to the public sector economic measures. *Tourism Recreation Research*, 1-10.
3. Brigham, Eugene F., Michael C. Ehrhardt. (2005). *Financial management: Theory and Practice*. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation
4. Brlečić Valčić, S. i Crnković-Stumpf, B. (2013). POTREBA ZA PRIBLIŽAVANJEM UPORABNE I FER TRŽIŠNE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA U SUVREMENOM PRISTUPU VREDNOVANJU PODUZEĆA. *Ekonomika misao i praksa*, (2)
5. Brotherson, W. Todd and Eades, Kenneth M. and Harris, Robert S. and Higgins, Robert C., 'Best Practices' in Estimating the Cost of Capital: An Update (November 5, 2015). *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, Vol. 23, No. 1, 2013, preuzeto s <https://ssrn.com/abstract=2686738> (07.12.2021.)
6. Chen, M. H., Kim, W. G., & Kim, H. J. (2005). The impact of macroeconomic and non-macroeconomic forces on hotel stock returns. *International Journal of Hospitality Management*, 24(2), 243-258 str.
7. Damodaran A. (2005.): *The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials*. Stern School of Business
8. Damodaran, A. (2012.) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc
9. Deković, Ž. (2014). ANALIZA FINANCIJSKE RAVNOTEŽE HOTELIJERSKIH PODUZEĆA NA TEMELJU BILANČNIH PODATAKA. *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, (3-4/2014), preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/131386>
10. Fučkan, Đ.; Sabol, A.: *Planiranje poslovnih dometa*, HUM Naklada, Zagreb, 2013., str. 190

11. Harper, D. (2008). Valuation of Hotels for Investors (1st ed.). Estates Gazette.
12. Inc., M. & C., Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). Valuation: Measuring and managing the value of companies (6th, university ed.). Wiley.
13. Kaplan Schweser (2009) Book 3 – Corporate Finance and Portfolio Management – SchweserNotes 2009 CFA Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser
14. Kaplan Schweser (2009) Book 4 – Equity Investments and Alternative Asset Valuation – SchweserNotes 2009 CFA Exam – Level 2. USA: Kaplan Schweser
15. Kolačević, S.; Hreljac, B. Vrednovanje poduzeća. Zagreb : TEB - Poslovno savjetovanje, 2012.
16. Majumdar, R. (2019). Valuation of hotel property: issues and challenges. Worldwide Hospitality and Tourism Themes.
17. Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. Procjena vrijednosti poduzeća : vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb : Ekonomski fakultet, 2012.
18. Oded, J., & Michel, A. (2007). Reconciling DCF valuation methodologies. Journal of Applied Finance, 17(2), 21.
19. Orsag, S. (1997.) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest
20. Orsag, S., & Gulin, D. (2001). FINANCIJSKA ANALIZA HOTELSKE TVRTKE / FINANCIAL ANALYSIS OF A HOTEL COMPANY. Acta Turistica, 13(2), 141-178 str.
21. Palepu, K. G., Healy, P. M., Wright, S., Bradbury, M., & Coulton, J. (2020). Business analysis and valuation: Using financial statements. Cengage AU.
22. Pratt, S.P. i Grabowski, R.J. (2008) Cost of Capital: Applications and Examples. 3rd ed. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.
23. Pupavac, D. Stjepan Kolačević, Baldo Hreljac: Vrednovanje poduzeća - novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti. // Ekonomski pregled. 60 (2009)

24. Shrieves, R. E., & Wachowicz Jr, J. M. (2001). Free cash flow (FCF), economic value added (EVA™), and net present value (NPV): a reconciliation of variations of discounted-cash-flow (DCF) valuation. *The engineering economist*, 46(1), 33-52 str.
25. Tichy, Geiserich E. Procjena vrijednosti poduzeća : osnove, metode, praksa. Zagreb : Faber & Zgombić plus, 2002.
26. Verginis, C. S., & Taylor, J. S. (2004). Stakeholders' perceptions of the DCF method in hotel valuations. *Property Management*.
27. Vidučić, Lj.; Pepur, S.; Šimić Šarić, M. *Financijski menadžment*. Zagreb : RRiF plus, 2018.
28. Vlado Galičić, Marina Laškarin. (2016). *Principi i praksa turizma i hotelijerstva*. Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Opatija
29. Žager, L. et al. (2008.) *Analiza financijskih izvještaja*. 2. izd. Zagreb: Masmedia.

Internet izvori:

30. Državni Zavod za Statistiku, preuzeto 9. siječnja s <https://www.dzs.hr/>
31. Investopedia, preuzeto 9. siječnja s <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
32. Maistra Hospitality Group, preuzeto 16. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>
33. Maistra godišnje izvješće 2016., preuzeto 16. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>
34. Maistra godišnje izvješće 2017., preuzeto 16. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>
35. Maistra godišnje izvješće 2018., preuzeto 16. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>
36. Maistra godišnje izvješće 2019., preuzeto 16. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>
37. Maistra godišnje izvješće 2020., preuzeto 16. siječnja s <https://www.maistra.com/hr>
38. Ministarstvo financija, preuzeto 2. veljače s <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javnidug/obveznice-domace/2277>
39. Plava Laguna, preuzeto 26. siječnja s <https://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama>
40. Risk premiums for other markets, preuzeto 9. siječnja s <https://pages.stern.nyu.edu/adamodar/>
41. USALI – standard izvještavanja u hotelijerstvu, preuzeto 16. siječnja s <https://www.hotelijer.hr/usali-standard-izvjestavanja-u-hotelijerstvu/>
42. Valamar Riviera d.d., preuzeto 26. siječnja s <https://valamar-riviera.com/hr/>

## POPIS TABLICA

Tablica 1. Premije rizika 2021. ....	27
Tablica 2. Bilanca – aktiva (2016.-2020.) u tisućama kuna .....	44
Tablica 3. Bilanca – pasiva (2016.-2020.) u tisućama kuna .....	45
Tablica 4. Račun dobiti i gubitka (2016.-2020.) u tisućama kuna .....	46
Tablica 5. Bilanca – aktiva (2016.-2020.) izraženo u postocima .....	47
Tablica 6. Bilanca – pasiva (2016.-2020.) izraženo u postocima .....	47
Tablica 7. RDG (2016.-2020.) izraženo u postocima .....	48
Tablica 8. Procjena BDP-a .....	49
Tablica 9. Procjena inflacije .....	50
Tablica 10. Procjena poslovnih prihoda .....	50
Tablica 11. Procjena poslovnih rashoda .....	51
Tablica 12. Procjena kapitalnih investicija i obrtnog kapitala .....	51
Tablica 13. Procjena slobodnog novčanog toka .....	52
Tablica 14. Izračun troška glavnice .....	53
Tablica 15. Trošak duga nakon poreza .....	54
Tablica 16. Prosječni ponderirani trošak kapitala .....	54
Tablica 17. Diskontiranje slobodnih novčanih tokova .....	55
Tablica 18. Izračun rezidualne vrijednosti .....	55
Tablica 19. Izračun vrijednosti glavnice i cijene po dionici .....	56

## **POPIS ILUSTRACIJA**

Slika 1. Pristupi procjeni diskontiranim novčanim tokovima .....	14
Slika 2. Smještajni kapaciteti, dolasci i noćenja turista prema NKD-u 2007., odjeljak 55 i vrstama turističkih smještajnih objekata, Republika Hrvatska, 2020. ....	32
Slika 3. Noćenja turista prema vrstama turističkih smještajnih objekata.....	33

## ŽIVOTOPIS

### Filip Radić

📍 Kneza Trpimira 1, 10410 Velika Gorica, Croatia

☎ +385/92 3173 077

📅 27/05/1996

#### 🎓 Education

**Integrated Master's Degree in Business Economics,**  
*Faculty of Economics and Business Zagreb*  
Analysis and Business Planning

2015 – present  
Zagreb, Croatia

**High School, Economic School Velika Gorica**

2011 – 2015  
Velika Gorica, Croatia

#### 📁 Professional Experience

**Learning Platforms, Consultant, Johnson & Johnson**

04/2022 – present  
Zagreb, Croatia

**Quality Document Control Consultant, Johnson & Johnson**

01/2019 – 04/2022  
Zagreb, Croatia

**Rental Agent, Last Minute Rent-a-car**

10/2017 – 12/2018  
Velika Gorica, Croatia

**Assistant Archivist, Reisswolf**

06/2016 – 02/2017  
Velika Gorica, Croatia

#### 🧠 Skills

- MS Office, basics in web development

#### 🌐 Languages

Croatian • English

#### 🏆 Awards

**Participation in the National Competition of Students from the Education Sector of Economics, Trade and Business administration in the competitive discipline young entrepreneur**

**Participation in the National Competition of Students from the Education Sector of Economics, Trade and Business administration in the competition discipline training company fair**