

Upravljačke odluke u svrhu investicijskog odlučivanja¹

Management decisions for the purpose of investment decision-making²

Sažetak

Svjetska turistička organizacija (UNWTO) je objavila kako su turistički dolasci u svijetu zabilježili pad od 74%, a u Europi 71% u kriznoj 2020. godini, zbog posljedica uzrokovanih pandemijom COVID-19. Efikasnost i efektivnost upravljačkih odluka u turističkom sektoru su samim time bile od velike važnosti za poslovanje u hotelijerskoj industriji za vrijeme pandemije. Predmet istraživanja ovog rada je analiza uspješnosti poslovanja i donošenja upravljačkih odluka u poduzeću Maistra d.d., čija je matica Adris grupa d.d., prije, za vrijeme i nakon pandemije COVID-19. Turistički sektor je najvažnija grana gospodarstva u Republici Hrvatskoj te zauzima udio od 20% BDP-a, čime je Hrvatska vodeća zemlja Europske unije s najvišim udjelom turističkog sektora u ukupnom BDP-u. Tome svjedoči pad BDP-a u 2020. godini od 8,1%, kao i rast BDP-a od 10,4% u 2021. godini kada je bila povoljnija epidemiološka situacija. Za analizu uspješnosti poslovanja Maistre d.d. korišteni su sekundarni izvori podataka, točnije revidirani godišnji financijski izvještaji dobiveni na stranicama Zagrebačke burze i službenim stranicama Maistre d.d. te je korištena metoda komparacije i deskripcije. Doprinos rada bit će vidljiv kroz analizu i metode temeljenih na objektivnosti, pouzdanosti, preciznosti, sustavnosti i općenitosti kojom će se utvrditi mogu li se poduzeća u hotelijerskoj industriji ili ugostiteljstvu, ugledati na upravljanje poduzećem Maistra d.d. U ovom radu, koriste se metode apstrakcije i analize tako što se traže uzroci i posljedice na temelju kojih će se donositi zaključci pomoću rastavljanja cjelovitog na sastavne elemente. Također, u ovom radu su osim turističke industrije, analizirane industrija osiguranja i prehrambena industrija koje su prisutne u poslovanju Adris grupe d.d., koja je matica društvima Croatia osiguranje d.d. i Cromaris d.d. Zaključak rada je kako izuzetno dobri rezultati ne bi bili mogući bez vrhunskog menadžmenta koji je uvijek u korak s vremenom, koji prepoznaje prilike za investicije čime doprinosi razvoj i širenju poslovanja promatrane grupacije.

Ključne riječi: mikroekonomija, upravljačka ekonomika / korporativne financije

JEL klasifikacija: G30, M21, D22

Abstract

The World Tourism Organization (UNWTO) announced that tourist arrivals in the world fell by 74%, and in Europe by 71% in the crisis of 2020, due to the consequences caused by the COVID-19 pandemic. The efficiency and effectiveness of management decisions in the tourism sector were therefore of great importance for the hotel industry during the pandemic. The subject of this paper is the analysis of business performance and management decisions in the company Maistra d.d., whose parent company is Adris grupa d.d., before, during and after the COVID-19 pandemic. The tourism sector is

1 Ovaj rad temelji se na diplomskom radu „Upravljačke odluke u svrhu investicijskog odlučivanja na primjeru poduzeća Maistra d.d.“ (Mioković, 2022).

2 This paper is based on master thesis „Management decisions for the purpose of the investment decision-making on the example of the Maistra d.d.“ (Mioković, 2022).

Martina Sopta Čorić

Izv. prof. dr. sc.
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
E-mail: msopta@net.efzg.hr

Slobodan Ivanović

Prof. dr. sc.
Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci
E-mail: sivanov@fthm.hr

Mihovil Mioković, mag.oec.

Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
E-mail: mmiokovic@net.efzg.hr

Martina Sopta Čorić

Assoc.prof.
Faculty of Economics and Business,
University of Zagreb
E-mail: msopta@net.efzg.hr

Slobodan Ivanović

Prof.
Faculty of Tourism and Hospitality
Management, University of Rijeka
E-mail: sivanov@fthm.hr

Mihovil Mioković, mag.oec.

Faculty of Economics and Business,
University of Zagreb
E-mail: mmiokovic@net.efzg.hr

the most important branch of the economy in the Republic of Croatia and accounts for 20% of GDP, making Croatia the leading country in the European Union with the highest share of the tourism sector in total GDP. This is evidenced by the decline in GDP in 2020 of 8.1%, as well as GDP growth of 10.4% in 2021 when the epidemiological situation was more favorable. For the analysis of the performance of Maistra d.d., secondary data sources were used, more precisely the audited annual financial statements obtained on the website of the Zagreb Stock Exchange and the official website of Maistra d.d., comparison and description methods were also used. The contribution of this work will be visible through analysis and methods based on objectivity, reliability, precision, systematicity, and generality, which will determine whether the companies in the hotel industry or in catering industry, can emulate the Maistra's management. In this paper, the methods of abstraction and analysis will be used by looking for causes and consequences on whose basis the conclusion will be made, by breaking the unit into its components. Also, in this paper, in addition to the tourism industry, the insurance industry and the food industry are analyzed, which are present in the business of Adris grupa d.d., which is the parent company of Croatia osiguranje d.d. and Cromaris d.d. The conclusion of this paper is that extremely good performance of the company wouldn't be possible without excellent top management that is always in line with the times, that recognizes investment opportunities, thus contributing to the development and expansion of the business of this analyzed group. caused by firms' strategic actions, but with individual efforts of individuals, and as such does not have statistically significant effect on firms' innovative outcomes. The implications of this analysis are given in the conclusion of the paper.

Key words: microeconomics, managerial economics /corporate finance

Jel classification: G30, M21, D22

1. Uvod

Svjetska turistička organizacija (UNWTO) je objavila kako su turistički dolasci u svijetu zabilježili pad od 74%, a u Europi 71% u kriznoj 2020. godini, zbog posljedica uzrokovanih pandemijom COVID-19. Efikasnost i efektivnost upravljačkih odluka u turističkom sektoru su samim time bile od velike važnosti za poslovanje u hotelijerskoj industriji za vrijeme pandemije. Predmet istraživanja ovog rada je analiza uspješnosti poslovanja i donošenja upravljačkih odluka u poduzeću Maistra d.d., čija je matrica Adris grupa d.d., prije, za vrijeme i nakon pandemije COVID-19. Turistički sektor je najvažnija grana gospodarstva u Republici Hrvatskoj te zauzima udio od 20% BDP-a, čime je Hrvatska vodeća zemlja Europske unije s najvišim udjelom turističkog sektora u ukupnom BDP-u. Tome svjedoči pad BDP-a u 2020. godini od 8,1%, kao i rast BDP-a od 10,4% u 2021. godini kada je bila povoljnija epidemiološka situacija. Za analizu uspješnosti poslovanja Maistre d.d. korišteni su sekundarni izvori podataka, točnije revidirani godišnji financijski izvještaji dobiveni na stranicama Zagrebačke burze i službenim stranicama

Maistre d.d. te je korištena metoda komparacije i deskripcije. Doprinos rada bit će vidljiv kroz analizu i metode temeljenih na objektivnosti, pouzdanosti, preciznosti, sustavnosti i općenitosti kojom će se utvrditi mogu li se poduzeća u hotelijerskoj industriji ili ugostiteljstvu, ugledati na upravljanje poduzećem Maistra d.d.

Rad se sastoji od četiri dijela. Nakon prvog, uvodnog dijela, u drugom se dijelu razmatraju upravljačke odluke u svrhu investicijskog odlučivanja. U trećem dijelu analizira se investicijsko odlučivanje na primjeru poduzeća Maistra dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam. Četvrti dio odnosi se na zaključak.

2. Upravljačke odluke u svrhu investicijskog odlučivanja

2.1. Odlučivanje u uvjetima nesavršenih informacija i asimetrije informacija

Nesavršene ili nepotpune informacije oblik su nesavršene informiranosti. Imati nepotpunu informaciju znači imati nepouzdanu znanje o nečemu (Rupčić, 2016., str. 274.). Tako većina

ljudi, samim time i poduzetnika te menadžera, ne zna pouzdano što ih očekuje za godinu dana. Život u ekstremnom dinamičkom okruženju, praćen progresivnim rastom tehnološke industrije, ne ide u prilog pouzdanosti informacija koje očekuju ljude u bliskoj, a kamoli daljoj budućnosti.

Asimetrija informacija predstavlja drugi oblik nesavršene informiranosti. Za razliku od nepotpunih informacija, asimetrija informacija se javlja kada jedna strana u transakciji ima točnije ili bar pouzdanije informacije od drugih. Ovakva situacija je češće viđena u praksi te se ljudi svakodnevno susreću s njom. Često se dogodi da je jedna strana povlaštena informacijama, dok je druga u podređenoj poziciji zbog toga. Iz tog razloga su primjerice napisani i zakoni o trgovanju na burzama, gdje je zabranjeno trgovati dionicama nekog poduzeća onima koji imaju povlaštene informacije o istome. Također, odjel marketinga postoji kako bi došlo do simetrije informacija o proizvodu ili usluzi između prodavatelja i kupca. S druge strane, kada bi postojala savršena simetrija informacija u tehnološkom i inovativnom pogledu, odjel istraživanja i razvoja ne bi bio prisutan u gotovo svakoj velikoj korporaciji.

Ako je prisutnost visokog stupnja asimetrije informacija na tržištu, to može dovesti do njegova raspada, što u stručnoj literaturi nazivamo „tržištem limuna“. Logično objašnjenje ovog problema može se ilustrirati na primjeru tržišta rabljenih vozila (Akerlof, 1970.). Na tržištu postoje kvalitetna vozila i ona koja su u lošijem stanju, tzv. „limuni“. S obzirom na asimetriju informacija, prodavatelji su u boljoj poziciji te će s toga kupci biti skeptični oko cijene za kvalitetan auto te će ponuditi prosječnu cijenu, što će prodavatelj odbiti. U tom slučaju, tržište rabljenih automobila će kolabirati jer ih nitko neće htjeti kupiti po realnoj vrijednosti, a prodavatelji ih neće biti spremni prodati po nižoj vrijednosti od realne. Skepticizam kod kupaca može postojati s razlogom jer vlasnici automobila barataju potpunim informacijama te je moguće prikrivanje određenih kvarova, skidanje kilometraže i slično.

Upravo iz tih razloga, važno je nastojati doći do savršene konkurencije na tržištu tako da između kupaca i prodavatelja postoji simetrija informacija. Kao u slučaju prodaje rabljenih automobila, tako i s većinom drugih poslova, prodavatelji, odnosno

poduzeća, nastoje brendirati svoj proizvod ili uslugu te tako postati simbolom sigurnosti i kvalitete kod kupaca što im se vraća kroz kupnju njihovih proizvoda i lojalnost samih kupaca. Cijena i reklama mogu pružiti signale kupcima o opravdanosti kupovine dobara čija se kvaliteta može utvrditi tek iskustvom konzumiranja ili korištenja (tzv. *experience goods*) (Nelson, 1974.), kao što su primjerice automobili i hrana (Milgrom & Roberts, 1986.). Neka poduzeća koja proizvode dobra više kvalitete, primjerice automobil Lexus, imaju za cilj na tržištu startati s nižim cijenama kako bi došli do lojalnih kupaca i ponovljene kupnje, a samim time i do redovnih te stabilnih prihoda. Međutim, ima i onih drukčijih pogleda na određivanje početne cijene po izlasku na tržište. Tako neki smatraju kako za novi, kvalitetni proizvod početna cijena treba biti visoka kako bi potrošačima signalizirala da se radi o kvalitetnom proizvodu (Bagwell & Riordan, 1991.). Psihologija većine potrošača je takva da smatraju proizvod kvalitetnijim što mu je cijena viša te s toga ne čudi i ovakav pogled na tržišni ulazak. Posljedica toga bi bilo postepeno smanjivanje cijene proizvoda u obliku određenih popusta, kako se glasina o istome širi.

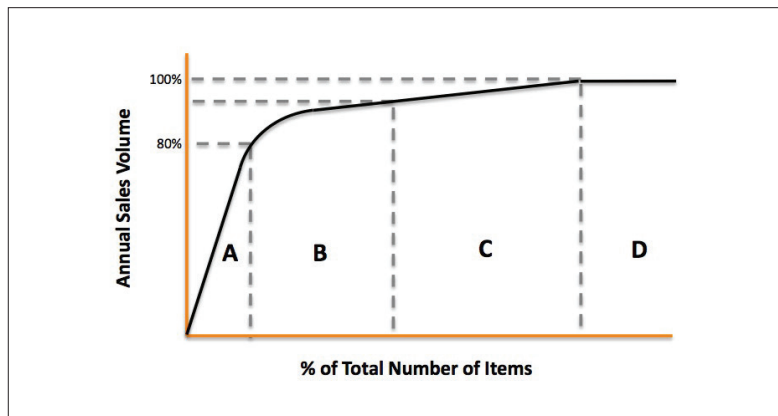
2.2. Vrednovanje informacijske podloge za odlučivanje

Informacijski sustav je jedan od podsustava menadžmenta te uz sustav upravljanja ljudskim potencijalima dobiva sve više na značaju. Informacijski sustav koji je pretežito orijentiran za potrebe menadžmenta, naziva se Upravljački informacijski sustav (engl. *Management Informations System – MIS*). Zadatak sustava vođenja je efikasno i efektivno upravljanje sustavom izvođenja. Svrha informacija jest dakle povećanje znanja o aktivnostima izvođenja, a ono je potrebno menadžmentu za planiranje, kontrolu, organiziranje, upravljanje ljudskim potencijalima i, svakako, za oblikovanje vrednota – vizije, misije, ciljeva – organizacije (Osmanagić, 2007., str. 179.). Osnovni zadatak informacijskog sustava je prikupljanje, pohranjivanje, obrada i isporuka informacija koje onda pomažu menadžmentu u njihovu odlučivanju. Kako su podaci temelj informacija, oni se moraju najprije analizirati i moraju imati određenu svrhu kako bi postali informacija. Samim time, informacijski sustav se

Sopta Ćorić, M., Ivanović, S.,
Mioković, M.

Upravljačke odluke u svrhu
investicijskog odlučivanja

Slika 1. ABC analiza



Izvor: EazyStock (2014).

temelji na sustavu obrade podataka.

Instrumenti informiranja su prije svega od izrazita značaja za kontroling, a samim time neposredno i za menadžment koji donosi odluke na razini poduzeća zbog čega je i odgovoran za rezultat istoga. Od instrumenata informiranja najpoznatiji su sustav ranog upozorenja, ABC analiza, pokazatelji te sustavi pokazatelja. Kod sustava ranog upozorenja, često ćemo se susresti s pojmom „efekt leptira“ koji se pripisuje meteorologu M. E. Lorenzu, a sama ideja govori o tome kako let jednog leptira u Brazilu može uzrokovati tornado u Teksasu. Naravno, ta se ideja ne shvaća doslovno, već je sam Lorenz utvrdio kako nijedan fizikalni sustav koji se ne ponaša periodično, nije predvidiv. Konačno, sam „efekt leptira“ se može tumačiti kao mali uzrok, a velika posljedica. Sustav ranog upozorenja se u početku, tzv. prva generacija, oslanjao na kvantitativne podatke te su se informacije dobivale analizom proračuna. Danas se sustav ranog upozorenja temelji na kvalitativnim podacima dobivenim opisivim signalima, npr. promjene iniciraju političari ili organizacije svojim stavovima. Jedan od prvih praktičnih primjera sustava ranog upozorenja je bio „kanarinac u rudniku“. Rudari bi doslovno, kako bi izbjegli trovanje i smrt ugljičnim monoksidom, u krletku stavili kanarinca i nosili ga sa sobom u rudnik. Kada bi se kanarinac onesvijestio, to

bi bio signal rudarima da je prisutan ugljični monoksid te da napuste rudnik čim prije kako ne bi došlo do trovanja. ABC analiza se smatra jednim od najvažnijih instrumenata kontrolinga i informiranja. Analiza je pogodna jer razdvaja bitno od nebitnog. Kategorizacija elemenata ide na sljedeći način: „A“ – vrlo važni, „B“ – manje važni i „C“ – nevažni elementi. Također, ABC analiza nam govori kako u pravilu 20% proizvoda generira 80% prihoda. Rezultat ove primjene može se prikazati Lorenzovom krivuljom. Slabost ove metode je relativno samovoljan izbor razreda.

Pokazatelji su neizostavni, katkad i jedini mogući instrumenti zadavanja ciljeva, poslovnog planiranja, kontrole i informiranja (Osmanagić Bedenik, 1993., str. 84.). Kod pokazatelja je najbitniji izbor relevantnih pokazatelja, međusobni odnos pokazatelja kako bi se vidjelo koji su važniji i izbor osnovice za uspoređivanje. Također, garancija za uspjeh poduzeća je aktivno sprječavanje opasnosti tako da poduzeće uvijek polazi od novih potencijala uspjeha koji bi donijeli uspjeh, a samim time i likvidnost poduzeću. Sustav pokazatelja je uređen skup pokazatelja, gdje svakako valja istaknuti DuPont, ZVEI, ADT i od sintetičkih, odnosno zbrojnih ili skupnih pokazatelja, Altmanov i Kralicekov model. DuPont-System of Financial Control je nastao 1919. i smatra se najstarijim

i najjednostavnijim sustavom pokazatelja, gdje fokus nije na apsolutnoj vrijednosti dobitka, već na relativnoj veličini rentabilnosti kapitala (ROI). DuPont sustav pokazatelja se samim time i smatra najstarijim instrumentom kontrolinga. ZVEI sustav polazi od rentabilnosti i likvidnosti kao glavnih veličina. ADT sustav, Analiza – Dijagnoza – Terapija je hrvatski sustav koji za fokus ima povećanje izgleda poduzeća za trajan uspjeh na jačanju snage i razgradnje slabosti. Od sintetičkih pokazatelja, Altmanov model je nastao na uzorku američkih financijskih izvješća, a Kralicekov model je nastao na temelju europskih financijskih izvješća te razdvaja zdrava od nezdravih poduzeća. Kod oba pokazatelja se nastoji vidjeti posluje li poduzeće stabilno ili mu prijeti opasnost od stečaja. U svakom slučaju, za sve instrumente informiranja, računovodstvo je najvažnije područje internog informiranja i iz njega se crpi najviše podataka.

Jedna od glavnih karakteristika informacijskog sustava je pružanje potpore unutar poduzeća kako bi menadžment mogao donijeti što kvalitetniju odluku baziranu na informacijskoj podlozi. Kako bi informacijska podloga bila što kvalitetnija, potrebna je potpora različitih poslovnih procesa unutar organizacije. Prije svega izvršnih i upravljačkih procesa te komunikacija koja je od izuzetnog značaja kako bi svi dionici bili informirani. Shodno tome, možemo navesti kako se informacijski sustav sastoji od sljedećih triju dijelova koji omogućavaju provedbu prethodno navedenih procesa: (Varga M., 2016., str. 9-10.)

- Izvršni dio – sustav za obradu transakcija
- Upravljački dio – sustav za potporu upravljanja
- Komunikacijski dio – sustav za komunikaciju i suradnju

Izvršni dio informacijskog sustava daje potporu u provođenju izvršnih procesa unutar samog poduzeća te stvara poslovne promjene u djelatnostima kojima se samo poduzeće bavi. Naziva se ujedno i sustavom za obradu transakcija zato što se evidentiranje poslovnih promjena odvija putem transakcija. Upravljački dio sustava za potporu upravljanja je zadužen za potporu upravljačkih procesa organizacije. Upravljački dio obrađuje podatke dobivene iz vanjskih izvora i dobivene iz izvršnog dijela, s ciljem stvaranja

informacija koje pomažu menadžmentu pri upravljačkim odlukama. Komunikacijski dio informacijskog sustava sve više dobiva na značaju jer dolazi do razgradnje mentaliteta silosa, odnosno razgradnje nespremnosti dijeljenja informacija. Informacije bi trebale biti dostupne svim dionicima poduzeća, a ne samo menadžmentu istoga, upravo zbog motivacije samih zaposlenika, agilnosti poslovanja i na kraju krajeva, mogućnosti da netko s niže hijerarhijske razine uoči potencijalni problem u dobivenoj informaciji.

Sustav za upravljanje resursima (eng. *Enterprise Resource Planning* - ERP) je zapravo niz međusobno povezanih transakcijskih aplikacija čiji podaci se nalaze integrirani (povezani) u zajedničkoj bazi podataka, a koji potječu iz funkcijski različitih dijelova organizacije, primjerice iz odjela proizvodnje, razvoja, prodaje, marketinga itd. ERP sustav omogućava sustavno bilježenje stanja različitih poslovnih aktivnosti organizacije poput proizvodnje i prodaje. Uz navedeno, putem ERP sustava moguće je povećati stupanj automatizacije i optimalizacije poslovnih aktivnosti organizacije (Varga, 2016., str. 45-57). Sustav za upravljanje resursima je najviše vezan uz proizvodna poduzeća, ali može biti i od značajne pomoći poduzećima hotelijerstva i turizma zbog uslužne djelatnosti, velikog broja poslovne aktivnosti i aktivnosti vezane uz imovinu samog uslužnog poduzeća. Općenito, sam ERP može doprinijeti kvaliteti i poslovanju samog poduzeća, tako da na temelju informacija dobivenih iz samog sustava za upravljanje resursima, povećava kvalitetu planiranja, upravljačkim odlukama i kontroli istih.

2.3. Upravljačko vrjednovanje investicijskih odluka

Investicijske odluke se donose na temelju detaljnih poslovnih analiza menadžmenta te se prije samog pothvata investiranja, menadžment nastoji maksimalno informirati o mogućem riziku investicije, potencijalnoj zaradi te općenito mogućnosti uspjeha samog pothvata i reperkusije na isti. Ocjena investicijskih projekata u hrvatskoj se gospodarskoj praksi uz statičku ocjenu u pravilu provodi primjenom:

- metoda diskontiranog tijeka novca
- metodom neto sadašnje vrijednosti

Sopća Ćorić, M., Ivanović, S.,
Miočević, M.

Upravljačke odluke u svrhu
investicijskog odlučivanja

- metodom interne stope rentabilnosti (Pušar Banović, 2009., str. 97.)

Metoda diskontiranja novčanih tokova (engl. *Discounted Cash Flow Method*, DCF metoda) temelji se na pro forma predviđanju očekivanih novčanih tokova u budućnosti poduzeća koje se vrednuje i koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost (Sprčić Miloš & Orešković Sulje, 2012., str. 105.). Važno je pri diskontiranju novčanih tokova uzeti u obzir vremensku preferenciju novca, točnije novčanih primitaka i izdataka. Također, metoda diskontiranog tijeka novca, gleda vrijednost poduzeća kao na sumu potencijalnih neto prihoda. S obzirom na činjenicu kako postoji određena razina rizičnosti tijeka novca, što li je veći rizik, bit će i viša diskontna stopa u samom modelu procjenjivanja vrijednosti poduzeća.

Metoda neto sadašnje vrijednosti (engl. *Net present value*, NPV) je razlika između sadašnje vrijednosti novčanih primitaka i izdataka nekog projekta ili neke potencijalne investicije. Metoda se koristi za određene količine novca koju bi investicija trebala kreirati, analogno troškovima koji su prilagođeni vremenskoj vrijednosti novca. Metoda neto sadašnje vrijednosti nam govori kako je jedna kuna danas, uvijek vrijednija od jedne kune sutra. Ako je neto sadašnja vrijednost veća od nule, onda je investicijski projekt prihvatljiv, a ako je manja od nule, onda dolazi od dustajanja od investicijskog projekta.

Metoda interne stope rentabilnosti (engl. *Internal rate of return*, IRR) je metoda koja se koristi u financijskoj analizi za procjenu profitabilnosti potencijalnih ulaganja. Interna stopa rentabilnosti je diskontna stopa koja čini neto sadašnju vrijednost svih novčanih tokova jednako nuli, u analizi diskontiranog novčanog toka. Što je interna stopa rentabilnosti veća, to je investicija poželjnija te se s toga može zaključiti da je interna stopa rentabilnosti povrat novca zarađen na nekoj investiciji. Isto tako, ako je interna stopa rentabilnosti veća od tražene stope povrata, a u tom slučaju najčešće se radi o ukupnom trošku kapitala dobivenim WACC metodom kao ponderirani prosječni trošak kapitala, projekt je pozitivno ocijenjen te je prihvatljiv. Današnja praksa menadžmenta je da očekuje nekoliko puta veću stopu povrata od troškova kapitala. Samim

time, očekuje se da neto sadašnja vrijednost bude značajno viša od nule. Metode diskontiranog tijeka novca, zbog svoje dugogodišnje upotrebe i evidentne važnosti pri vrednovanju, zaslužuju naziv tradicionalne metode vrednovanja. Suvremene metode vrednovanja investicijskih projekata, a koje se temelje na modelima vrednovanja financijskih opcija, nazivaju se *real option* ili upravljačke opcije, odnosno opcije na realnu imovinu (Pušar Banović, 2009., str. 97-98.). Tradicionalne metode se baziraju i svoje uporište imaju u diskontiranju novčanih tokova. Upravljačke opcije, odnosno opcije na realnu imovinu, samo su nadogradnja na tradicionalne metode vrednovanja koja svoja polazišta imaju u diskontiranju novčanog tijeka. Danas se u praksi često koriste tradicionalne metode pri odabiru optimalne alokacije resursa, a uz nadopunu upravljačkih opcija, donose se strateške odluke bitne po samo poduzeće. Kod suvremenih metoda ocjenjivanja projekata, uzimaju se u obzir tri bitne stvari koje se kod tradicionalnih metoda ne uzimaju, a to su nepovratnost, neizvjesnost i timing. Nepovratnost se ogleda u tome kako kad investicijski projekt jednom započne odlukom menadžmenta, određena sredstva je nemoguće povratiti ako se kasnije ustanovi da je potrebno povući se iz istog projekta, odnosno ne nastaviti s financiranjem istoga. Neizvjesnost proizlazi iz same ekstremne dinamičke okoline u kojoj se poduzeća danas nalaze. Timing se ogleda u tome kako neki od investicijskih projekata ne moraju biti nužno sad i odmah, već postoji mogućnost za odgodu istih. Kod tradicionalnih metoda se prilikom investicijskih odluka gleda na njih kao na mogućnost sad ili nikad, dok kod suvremenih metoda koje su nadogradnja tradicionalnima, iz investicije se može povući u nekom trenutku, odgoditi istu, investirati u fazama i slično. Kod upravljačkih opcija, suvremene metode dolaze do izražaja i kvalitete zato što poduzeće u neizvjesnim vremenima, ne mora nužno odlučiti investirati u određeni projekt, već s istom investicijom može pričekati i tako ju odgoditi na neko vrijeme. Informacije danas nikad nisu bile dostupnije no li sada, ali isto tako nikad nisu bile nesigurnije koliko su u današnjim vremenima, što menadžmentu zasigurno otežava posao i donošenje odluka. Kada se radi o velikoj projektnoj investiciji, menadžment bi trebao osigurati što više pouzdanih informacija i izračuna na kojima će

Slika 2. Primjeri upravljačkih opcija

OPIS OPCJE	PRIMJENA
OPCIJA ODGODE <i>Option To Defer</i>	
– čekanje prije poduzimanja akcije, a s ciljem stjecanja novih spoznaja i povoljnijih prilika	– ekstraktivna industrija – istraživanje i eksploatacija prirodnih bogatstava – prodaja nekretnina – proizvodnja papira – ratarstvo i zemljoradnja
OPCIJA TIMINGA <i>Time to Built Option</i>	
– kod projekata gdje se investiranje provodi u fazama gdje se nakon svake faze odlučuje o sljedećoj fazi – svaka se faza može promatrati kao zasebna opcija na vrijednost sljedeće faze	– industrije koje znatna sredstva troše na istraživanje i razvoj – farmaceutska industrija – kapitalno intenzivna industrija – djelatnost energetike
OPCIJA PROMJENE INPUTA I OUTPUTA <i>Option to Switch</i>	
– promjena mixa inputa ili outputa proizvodnog procesa kao odgovor na kretanje tržišta	INPUT MIX – poljoprivreda – proizvodnja električne energije – kemijska industrija OUTPUT MIX – proizvodnja igračaka – proizvodnja automobila – elektronička industrija – industrija papira
OPCIJA NAPUŠTANJA <i>Option to Abandon</i>	
– kod projekata koji osiguravaju opciju gašenja projekta tijekom vijeka projekta – daje mogućnost prodaje imovine i napuštanja projekta	– kapitalno intenzivni projekti – nuklearna postrojenja – zračni i željeznički transport – uvođenja novih projekata
OPCIJA RASTA <i>Growth options</i>	
– pojedini projekt preduvjet je ostalih povezanih projekata i osigurava buduću mogućnost rasta	– infrastrukturne i strateške industrije – industrija visoke tehnologije, istraživanja i razvoja – industrije s više generacija proizvoda, kao npr. informatička i farmaceutska industrija
VIŠESTRUKI OPCJE <i>Multiple Interacting Options</i>	
– svaki projekt nosi više vrsta različitih opcija, njihova kombinirana vrijednost može biti zbroj pojedinačnih vrijednosti opcija ili se vrijednost može izraziti u njihovoj interakciji	– sve industrije

Izvor: Pušar Banović (2009).

temeljiti svoju odluku gdje mu upravljačke opcije uvelike i pomažu. Temeljne vrste upravljačkih opcija (trigeorgis, 1995.) su:

- Opcija odgode
- Opcija timinga
- Opcija promjene inputa i outputa
- Opcija napuštanja
- Opcija rasta
- Višestruke opcije.

3. Investicijsko odlučivanje na primjeru poduzeća Maistra dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam

U ovom dijelu navode se opći podaci o poduzeću Maistra d.d., analizira se društveno odgovorno poslovanje i uspješnost samog poslovanja od 2016. do 2021. godine te se prikazuju financijski i nefinancijski pokazatelji poduzeća Maistra d.d. U fokusu će biti 2019. kao predpandemijska i rekordna godina, s komparacijom prijašnjih i narednih godina, a s posebnim naglaskom na 2020. kao COVID-19 godinu te 2021. godinu kada je počeo gospodarski oporavak. Kao glavni sekundarni izvori podataka koristit će se službene stranice Maistre, domaća baza FinInfo, Središnje klirinško depozitno društvo te Zagrebačka burza, koja daje pregled financijskih izvještaja, odluke Glavne skupštine i ostalih objava vezanih uz samo poslovanje Maistre.

3.1. Opći podaci o poduzeću Maistra d. d.

Maistra d.d. ima sjedište u Rovinju, Obala V. Nazora 6 i jedno je od vodećih poduzeća u turističkom sektoru u Republici Hrvatskoj te je dio koncerna Adris Grupe. Maistra d.d. je registrirana 15. ožujka 2003. godine, a nastala je spajanjem društva Jadran-turist d.d. iz Rovinja i poduzeća Anita d.d. iz Vrsara. Maistra d.d. je svoje temelje za budući razvoj imala upravo u pedesetogodišnjem poslovnom iskustvu Jadran-turista d.d. i Anite d.d. Također, svoje temelje za budući razvoj, Maistra d.d. vidi u ekološkoj osviještenosti gdje je očuvanje okoliša jedan od prioriteta, a poštovanju svih normi održivog razvoja te kroz implementaciju međunarodnih standarda turističke industrije. Grupu Maistra se sastoji od društva Maistra d.d. i Grand hotel Imperial d.d. iz Dubrovnika koji se bavi turizmom. Osnovna djelatnost Maistre d.d. je pripremanje i usluživanje jela i pića te iznajmljivanje smještaja, odnosno hotelskih soba i kampova. Obavljanje ugostiteljske djelatnosti u Republici Hrvatskoj je propisano Zakonom o ugostiteljskoj djelatnosti (Čavlek, N.; Bartoluci, M.; Prebežac, D.; Kesar, O., 2011.). Ugostiteljska djelatnost istoga Zakona je pripremanje i usluživanje jela, pića i napitaka i pružanje usluga smještaja, a ugostiteljski objekti s obzirom na vrstu ugostiteljskih usluga koje se pružaju u istima razvrstavaju se u sljedeće skupine:

1. Hoteli

Sopta Čorić, M., Ivanović, S., Mioković, M.

Upravljačke odluke u svrhu investicijskog odlučivanja

2. Kampovi
3. Ostali ugostiteljski objekti za smještaj
4. Restorani
5. Barovi
6. *Catering* objekti
7. Objekti jednostavnih usluga (Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti, 2021.).

Nakon osnivanja Maistre d.d. 2005. godine do danas, došlo je do nekoliko pripajanja i akvizicija. Maistri d.d., pripojeno je društvo Rovinjturist d.d. s 1. siječnjem 2010. godine. Tako je i 30. rujna 2019. godine, Maistri d.d. pripojeno poduzeće Slobodna Katarina d.o.o. Krajem listopada 2014. godine, Maistra d.d. nastavlja širenje poslovanja u segmentu hotela s pet zvjezdica, kupivši Grand hotel Imperial d.d. u Dubrovniku koji posluje pod svjetski priznatim i etabliranim brendom – Hilton. Kada se govori o turističkom sektoru, svakako valja istaknuti i kupnju poduzeća Expertus d.o.o. od Anđelka Leke 2018. godine, a kupljen je od strane matice, odnosno Adris grupe d.d. Danas je Adris grupa d.d. sto postotni vlasnik poduzeća Expertus d.o.o. te je preuzevši i HUP Zagreb d.d., stvorena pretpostavka da Maistra d.d. postane najveća nacionalna turistička kompanija.

Što se tiče razvoja same Maistre d.d., ona je od 2005. pa sve do 2014. godine investirala 2,3 milijarde kuna u svoje smještajne kapacitete i unaprjeđenje usluge, što ju čini najvećim investitorom u regiji. Ulaganja Maistre d.d. tokom 2015. godine su iznosila 163 milijuna kuna i to u dugotrajnu imovinu, od čega ponajviše u završetak gradnje hotela Adriatic te u početak gradnje hotela Amarin. Tijekom 2016. godine, ukupna kapitalna ulaganja su iznosila 457 milijuna kuna, od čega je najviše išlo za dovršetak gradnje hotela Amarin od četiri zvjezdice te početak gradnje Grand Park Hotela Rovinja od pet zvjezdica i u kampove u Veštar, Valkanelu te Polari. Kapitalna ulaganja 2017. godine su iznosila 513 milijuna kuna, a odnosi se na gradnju Grand Park Hotela Rovinj i u kampove Veštar, Valkanelu i Polari, a krajem godine započela je rekonstrukcija hotela Hilton u Dubrovniku. Kapitalna ulaganja u 2018. godini su iznosila 505 milijuna kuna od čega se najviše odnosi na *greenfield* investiciju, točnije izgradnju Grand Park Hotela Rovinj, ali i na ulaganja kampove kako bi se podigla razina kvalitete usluga.

Investicije su u 2019. godini iznosile 339 milijuna kuna, od čega se najviše odnosilo na dovršetak gradnje Grand Park Hotela Rovinja te u prateću infrastrukturu u kampovima kako bi se povećala kvaliteta zajedničkog sadržaja. Grand Park Hotel Rovinj je otvoren te je počeo s radom u travnju 2019. godine te je isti ujedno bio proglašen od strateške važnosti za Republiku Hrvatsku. U kriznoj 2020. godini je investirano 188 milijuna kuna, od čega najviše u kampove Kovesarda i Amarin. Velik dio investicija je u 2020. godini usmjeren ka digitalizaciji i operativnoj izvrsnosti. Valja istaknuti kako su investicije smanjene za 50% u 2020. godini u svrhu čuvanja likvidnosti. Kapitalna ulaganja za 2021. godinu su iznosila 137 milijuna kuna i to najviše u poboljšanju postojećih proizvoda i usluga te priprema novih proizvoda i uslugama u kampovima, koji su se pokazali najboljom investicijom jer je povrat uloženog brži nego u hotele i naselja. Uz kampove, najtoplijim segmentom u kriznim vremenima su se pokazali premiumizirani hoteli od četiri i pet zvjezdica s vrhunskom kvalitetom usluge. Maistra d.d. od 2022. do 2024. godine, planira investirati 1,2 milijarde kuna čime želi staviti većinski dio portfelja na najvišu moguću razinu, odnosno ponudu usluge smještaja na razini s četiri i pet zvjezdica. Maistra d.d. 2019. godine postaje vlasnikom hotela Marjan. Plan je srušiti postojeću infrastrukturu hotela Marjan u Splitu, te sagraditi novi hotel iznova, tzv. *greenfield* investicija.

Trenutno, Maistra d.d. raspolaže sa 6 kampova koji imaju oko 8.000 parcela i mobilnih kućica, 10 hotela koji imaju 1919 smještajnih jedinica te s 8 naselja koji imaju 1949 smještajnih jedinica. Gledajući ukupno, Maistra d.d. raspolaže s 12,2 tisuće smještajnih jedinica u koje može smjestiti preko 35 tisuća gostiju dnevno, što je na razini oko 4% turističkih noćenja u Republici Hrvatskoj kada je stabilna godina poslovanja.

Ono što razlikuje Maistru od konkurencije je premiumizacija poslovanja, proaktivna prodaja te brza prilagodba operativnog poslovanja i njena efikasnost. Kod premiumizacije se misli na vrhunsku uslugu u hotelima s četiri i pet zvjezdica. Kod proaktivne prodaje se misli na razvijene direktne kanale prodaje. Kod brze prilagodbe operativnog poslovanja i njene

Slika 3. Vlasnička struktura Maistre d.d.

MAISTRA D.D./REDOVNA DIONICA MAIS-R-A				
Vlasnik/hostitelj računa/Suovlaštenik/matatelj VP	Stanje	Vrijednost (HRK)	[%]	Vrsta računa
1. ADRIIS GRUPA D.D. (R2023167977)	9.833.062	2.949.918.600	89,85	Osnovni račun
2. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507)	164.964	49.489.200	1,51	Skrb. račun
3. PROĐANOV RISTO (23393473815)	66.605	19.981.500	0,61	Osnovni račun
4. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507)	54.879	16.463.700	0,50	Skrb. račun
5. ISKRA BERISLAV (55262653225)	13.582	4.074.600	0,12	Osnovni račun
6. NAWA BANKA D.D. U STEČAJU (07492912398)	6.500	1.950.000	0,06	Skrb. račun
7. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507)	5.933	1.779.900	0,05	Skrb. račun
8. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507)	5.864	1.759.200	0,05	Skrb. račun
9. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507)	5.656	1.696.800	0,05	Skrb. račun
10. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507)	5.578	1.673.400	0,05	Skrb. račun
Ukupno:	10.162.623	3.048.786.900	92,86	

Izvor: SKDD (2022.).

efikasnosti se misli na pravovremeno otvaranje objekata i učinkovito upravljanje troškovima. Sve to je razlog zašto je Maistra d.d. imala veću otpornost 2020. na globalnu gospodarsku krizu uzrokovanu pandemijom u odnosu na konkurenciju u okruženju. Također, treba napomenuti kako je Maistri od samoga početka pandemije, kao osnovni preduvjet poslovanja bio prioritet zaštite zdravlja i sigurnosti gostiju i zaposlenika. Isto tako, najveću otpornost u kriznom razdoblju su pokazali premiumizirani hoteli s vrhunskom uslugom od četiri, a pogotovo pet zvjezdica te kampovi koji su se pokazali najprofitabilnijima. Naravno, treba istaknuti i samu atraktivnost Rovinja kao grada, u čiju je prepoznatljivost uloženo puno novaca u vidu velikih marketinških napora. Maistra d.d. posluje u četiri najprepoznatljivije lokacije, a osim Rovinja, to su Dubrovnik, Zagreb i Split.

Temeljni kapital Maistre d.d. iznosi 1.277.985.564,65 kn i podijeljen je na 10.944.339 redovnih dionica, koje glase na ime, bez nominalnog iznosa. Nema povlaštenih dionica.

Iz gornje slike koja nam pokazuje vlasničku strukturu Maistre d.d. je vidljivo kako Adris grupa d.d. ima gotovo 90% vlasničkih udjela što ju čini većinskim vlasnikom. Predsjednik Uprave Maistra d.d. je Tomislav Popović, a predsjednik Nadzornog odbora je mr. sc. Ante Vlahović. Maistra d.d. je sa

svojim turističkim objektima u Rovinju, Dubrovniku, Vrsaru, Zagrebu i uskoro u Splitu, prema dobrom putu da postane međunarodno prepoznata kao hospitality brend vrhunske kvalitete. Maistra d.d. temelji svoje poslovanje na vrhunskim personaliziranim uslugama visoke kvalitete uz pružanje autentičnog mediteranskog, istarskog i hrvatskog doživljaja.

3.2. Politika društveno odgovornog poslovanja u poduzeću Maistra d.d.

Maistra je 2018. godine certificirala Sustav upravljanja zaštitom okoliša prema normi ISO 14001:2015. koji zajedno s implementiranim sustavom upravljanja kvalitetom prema normi ISO 9001:2015 čini dio cjelokupnoga organizacijskog integriranog sustava upravljanja kvalitetom. Sustavi su implementirani u sve hotele, naselja, kampove i poslovne funkcije Maistre (Maistra, 2022.). Maistra d.d. je jedna od vodećih hotelijerskih kompanija u Hrvatskoj, sa svojim smještajnim objektima u Rovinju, Vrsaru, Dubrovniku, Zagrebu i uskoro u Splitu.

Vizija Maistre je biti prvi izbor i sinonim iskrenog gostoprimstva. Maistra d.d. provodi više politika kako bi ispunila održivost poslovanja i zaštitu okoliša, a to su:

Sopta Ćorić, M., Ivanović, S.,
Miočević, M.

Upravljačke odluke u svrhu
investicijske odlučivanja

- politika održivog poslovanja
- politika radnih standarda i ljudskih prava
- politika zaštite zdravlja i sigurnosti na radu
- politika kvalitete
- politika zajednice
- politika zaštita prava djece
- politika zaštite okoliša.

Politika održivog poslovanja Maistre d.d. za cilj ima integrirati načela održivog razvoja na sve razine svoga djelovanja te uspostaviti i promovirati održiv razvoj na vlastitim primjerima zdrave prakse i kao sudionik zajednice, kao što se obvezuje smanjiti i negativan utjecaj na okoliš. Politiku održivog poslovanja Uprava Maistre nastoji voditi osiguravanjem sigurnog i zdravog radnog mjesta, vodeći računa o potrebama zajednice, očuvanje prirodnih resursa tako da se resursi recikliraju i ponovno koriste, povećanje ekološke svijesti među svim stakeholderima, korištenje procesa koji utječu pozitivno na okoliš, odgovornim korištenjem energije na razini cijele organizacije te kontinuirano provođenje napora za poboljšanje i zaštitu okoliša. Za uspostavljanje, provedbu i održavanje Politike održivog razvoja, odgovornost snosi Uprava Maistre d.d., a provode se i stroge revizije, samoprocjene i evaluacije provedbe ove Politike na smanjenje negativnih učinaka na okoliš.

Politika radnih standarda i ljudskih prava se ogleda u poštivanju međunarodnih, supranacionalnih i nacionalnih ljudskih prava te nadljudskih napora da ne dođe do kršenja istih. Sam način razmišljanja o provedbi ove Politike polazi od uzrečice: „Misli globalno, djeluj lokalno” te da im je čovjek na prvom mjestu. Međunarodni instrumenti kojima se koristi Maistra sačinjeni su od brojnih deklaracija i konvencija od kojih su neke Opća deklaracija o pravima čovjeka i građanina, Konvencija o najnižoj dobi za zapošljavanje, Konvencija o ukidanju svih oblika diskriminacije žena, Konvencija o pravima djeteta, Konvencija o pravima osoba s invaliditetom i brojne druge. Što se tiče načina razmišljanja da je čovjek na prvom mjestu, najviše govori o tome da se jednom godišnje provode anonimna ispitivanja zadovoljstva radnika, Uprava je svjesna da je zadovoljan radnik ključna karika do zadovoljnog gosta te se svaki način i oblik diskriminacije strogo zabranjuje. Također, Uprava je svjesna kako je

dodatno osposobljavanje i usavršavanje ključan faktor za održavanje i unaprjeđenje kvalitete usluga. Obrazovanje i razvijanje poduzetnika jedna su od ključnih važnosti u razvijanju poslovnog pothvata i poduzetničkog djelovanja jer ono omogućava spajanje eksperimentalnog učenja, razvijanja vještina i ono najvažnije, promjena na načinu razmišljanja pojedinaca (Mikić i sur., 2018.).

Politika zaštite zdravlja i sigurnosti na radu obvezuje Maistru za profesionalno i odgovorno praćenje i upravljanje svim aspektima vlastitih procesa i usluga, a sve u svrhu smanjivanja rizika na radnom mjestu. Izuzetno je bitno preventivno djelovanje te kontinuirano praćenje i poboljšavanje uvjeta na radnom mjestu, kako bi se stvorilo zdravo radno mjesto koje pridonosi zadovoljstvu zaposlenika te se tako povećava produktivnost, a time i konkurentnost same kompanije, a ono najvažnije je da se smanjuju rizici na radnom mjestu. Neka od postavljenih pravila su da se provode i poštuju međunarodni zakonski propisi te zakonski propisi Republike Hrvatske, da se uvodi nova tehnologija i ekološki prihvatljivi materijali, da se razvija prevencija kao način razmišljanja i sprječavanja rizika na radnom mjestu, da se kontinuirano ulaže u obrazovanje zaposlenika iz zaštite zdravlja te da se prate aktivnosti koje bi potencijalno mogle imati negativne posljedice po zdravlje zaposlenika ili gostiju te pravovremena reakcija kako bi došlo do preventivne takvog ishoda.

Politika kvalitete se veže na ciljeve poslovanja, a jedan od temeljnih ciljeva Maistre je ostaviti utisak na nezaboravan boravak u smještajnim objektima Maistre te euforično čekati povratak starog ili dolazak novog gosta. Kako bi to postigli, način razmišljanja u Maistri je da je gost uvijek u pravu, svi su na usluzi gostu jer je gost centralna osoba na koju ide fokus, potrebno je razumjeti želje gosta te biti u stanju ispuniti iste i ponašati se s maksimalnim poštovanjem prema gostu. Mjerenje kvalitete proizvoda i usluga postiže se na klasičan način putem žalbi, reklamacija i primjedbi koje se rješavaju odmah na licu mjesta na zadovoljstvo gosta, putem zaposlenika ili na moderniji način putem internih i vanjskih audita te putem TrustYou portala koji je kvalitetan alat za uspoređivanje s konkurencijom. Politika kvalitete se ogleda i u optimiziranju svih troškova uz

kontinuiran rast kvalitete gdje se potiče učinkovita interna komunikacija kako bi se poboljšala kvaliteta vlastitih radnji koja bi zadovoljavala sve pretpostavljene ili izrečene potrebe gosta.

Politika zajednice se ogleda u tome da je Maistra partner u svim kulturnim i društvenim događajima u Rovinju i Vrsaru pod organizacijom vladinih ili nevladinih organizacija te je sponsor dobrotvornih projekata u obliku vlastitih resursa, prostora i smještaja. Korištenje lokalnih i regionalnih proizvoda te edukacija i razvoj se mogu svrstati u glavni fokus Maistre, a sve u cilju jačanja odnosa s malim dobavljačima i proizvođačima koji će u budućnosti stvarati određeni broj zaposlenika te tako jačati gospodarstvo lokalne zajednice. Maistra je član svih lokalnih, regionalnih i nacionalnih turističkih organizacija te koristi svoj snažan utjecaj za poboljšanje gospodarstva koristi i aktivnosti ponajviše u Istri, ali i u cijeloj Hrvatskoj. Kada je u pitanju nabava, Maistra koristi dobavljače iz lokalne i regionalne zajednice, aludirajući na okolicu Rovinja i Istru, koji ju opskrbljuju hranom i pićem te tako potiču gospodarski rast i razvoj lokalne zajednice. Maistrini menadžeri i stručnjaci su uključeni u razne razvojne programe u lokalnim školama te drže seminare, prezentacije i treninge za djecu u lokalnoj zajednici kako bi dobila novi uvid u poslovanje u turističkom sektoru te potencijalno došla raditi u Maistru s već nekim stečenim znanjem. Kada je u pitanju politika zajednice, svakako valja istaknuti Galeriju Adris i Zakladu Adris koje daju dodatnu vrijednost samoj lokalnoj zajednici. Zaklada Adris podupire studente i mlade znanstvenike, potiče na inovaciju te zajedno s Galerijom Adris potiče kvalitetu u znanstvenom i umjetničkom radu. Adris grupa d.d. izdvaja 1% svoje operativne dobiti za financiranje Zaklade Adris.

Politika zaštita prava djece se prije svega oslanja na međunarodne instrumente kao što su Konvencija o najnižoj dobi za zapošljavanje i Konvencija o zabrani i trenutnim djelovanjima za ukidanje najgorih oblika dječjeg rada. Maistra ima strogu politiku zabrane rada mlađima od 18 godina te tako onemogućava i ne podržava zaposlenje maloljetnicima. Eventualno ako taj rad ispunjava zakonske pretpostavke te da propisi isto dopuštaju. Najčešći primjer takvog rada bi bila obveza školske stručne prakse u stručnim zanimanjima vezanim uz

turistički sektor.

Politika zaštite okoliša u Maistri ima jaki temelj iz razloga što se kod svih zaposlenika razvija svijest o stalnoj potrebi zaštite okoliša i to zbog poslovne politike koja potiče razvoj i suvremeno vođenje poslovnih procesa koje ima u cilju smanjiti štetni utjecaj na okoliš na najmanju moguću mjeru. Sve je jače prisutan trend ekološke osviještenosti među ugostiteljima, s naglaskom na hotelijere, kao i društvene angažiranosti i održivog razvoja (Čavrak i sur., 2011.). Maistrin temelj poslovne politike je zadovoljstvo kupaca, dok je jedna od glavnih poslovnih strategija upravljanje okolišem i to na način da se profesionalno i odgovorno prati i upravlja u svim aspektima procesa i usluga. Također, kako bi zadovoljiva standarde zaštite okoliša, Maistra si je uvela pravila poput racionalnog korištenja resursa poput električne energije, plina, lož ulja i vode. Neka od pravila su i nadziranje proizvedenog otpada, uvođenje novih ekološki prihvatljivih materijala, praćenje procesa čije djelovanje potencijalno može imati negativne posljedice na okoliš te pravovremena reakcija, održavanje opreme te praćenje, provođenje i poštivanje međunarodnih zakonskih propisa i zakonskih propisa Republike Hrvatske. Maistra ima imenovan Tim za okoliš čija je dužnost izvještavati direktora o provođenju Politike zaštite okoliša te ga savjetovati kako unaprijediti istu. Konkretni Maistrini ciljevi za zaštitu okoliša su pročišćavanje otpadnih voda prije ispuštanja u more, zaštita vode i tla od zagađenja, održavanje kvalitete kuhinjskih otpadnih voda, ispuštanje otpadnih voda u javni sustav odvodnje te održavanje istog sustava, održavanje kvalitete vode u bazenima za kupanje, smanjenje potrošnje svih energenata, pravilno prikupljanje i zbrinjavanje svih vrsta otpada, kontinuirana edukacija i osvještavanje važnosti zaštite okoliša te se nabavljaju rashladni uređaji prihvatljivi za okoliš. Gosti se također potiču da racionalno koriste struju i vodu te da pravilno selektiraju i zbrinjavaju otpad.

3.3. Analiza uspješnosti poslovanja Maistra d. d. od 2016. do 2021. godine

U ovom potpoglavlju će se od financijskih pokazatelja istaknuti rentabilnost kapitala, rentabilnost imovine i ukupna rentabilnost dionice,

Sopta Ćorić, M., Ivanović, S.,
Mioković, M.

Upravljačke odluke u svrhu
investicijskog odlučivanja

a od nefinancijskih pokazatelja će se istaknuti uravnotežena karta ciljeva i potpuno upravljanje kvalitetom. Veća vrijednost ROA ukazuje na veću učinkovitost u korištenju imovine poduzeća dok veća vrijednost ROE sugerira na veću sposobnost stvaranja rezultata po jedinici uloženog kapitala, stoga su veće vrijednosti ova dva pokazatelja indikatori pozitivnih rezultata (Periša i sur., 2017). Maistra d.d. je do 2020. godine kontinuirano bilježila uspješnost poslovanja gotovo po svim pokazateljima, dok nije došla krizna 2020. godina uzrokovana pandemijom COVID-19 koja je najviše pogodila turistički sektor i to na globalnim razinama, a ujedno tako je pogodila i Maistru koja bilježi do tada neviđene gubitke zbog zabrane kretanja stanovništva u većem dijelu godine. S obzirom na tu činjenicu, fokus će biti na rekordnu 2019. godinu, krizu 2020. i 2021. godinu kao godinu oporavka, unatoč još uvijek strogim mjerama na početku kalendarske godine.

3.3.1. Financijski pokazatelji

Prema istraživačkom radu Ulaganja i izvoz u kontekstu konkurentnosti hrvatskih poduzeća (Bašić i sur., 2021.), od dvadeset poduzeća s ostvarenim najvišim prihodima od izvoza u 2015. godini, Maistra d.d. se našla na visokom 7. mjestu s gotovo 81 milijun eura, odnosno oko 608 milijuna kuna, prihoda od prodaje što je rast od 14% u odnosu na prethodnu 2014. godinu. Također, Maistra d.d. se prema istom istraživanju našla na listi od najvećih 15 poduzeća po veličini kretanja materijalne imovine. Maistra d.d. je od 2014. godine rapidno rasla te svakako valja istaknuti kako je to najinternacionaliziranije poduzeće Adris grupe i to s do 95% izvoznih proizvoda te prevensveno usluga. Ukupni prihodi od prodaje roba i usluga su 2016. iznosili 980 milijuna kuna, 2017. 1,09 milijardu kuna, 2018. 1,18 milijardu kuna, 2019. 1,26 milijardu kuna, 2020. godine 510 milijuna kuna te su 2021. godine iznosili 1,14 milijardi kuna. Iz prethodnih podataka, vidljivo je kako je 2020. godina bila pogubna za Maistru, ali i cijeli turistički sektor općenito.

Unatoč kriznoj godini, Maistra je i 2020. godine nastavila s kapitalnim ulaganjima te je uloženo 188 milijuna kuna, od čega je najviše alocirano na kampove Kovesarda i Amarin. Investicije su smanjene za 50% od planiranih, upravo iz razloga

očuvanja likvidnosti. Otkazani su ili odgođeni svi nepotrebni radovi na izgradnji i preuređenju hotela, troškovi su se kontrolirali na dnevnoj bazi i odobrali su se samo nužni za održavanje poslovanja, regulirana je otvorenost objekata zbog niskih prihoda, smanjile su se plaće menadžmentu i korigirale su se plaće općenito po angažmanu zaposlenika te se iskoristila mogućnost moratorija na tadašnju kreditnu liniju. U kriznoj 2020. godini, Maistra je uspjela ostvariti dostatnu razinu operativne likvidnosti u svrhu redovnog poslovanja jer je EBITDA iznosila 117 milijuna kuna što je rezultat operativne efikasnosti, brze prilagodbe, pravovremenog otvaranja objekata te učinkovitog upravljanja troškovima. Ukupno gledajući, grupa Maistra je u 2020. godini ostvarila 679 tisuća zauzetih jedinica ili 45% zauzetih jedinica u odnosu na pretpandemijsku 2019. godinu. Najveća otpornost u kriznim vremenima je ostvarena u kampovima i u premium hotelima s vrhunskom kvalitetom proizvoda i usluga. Maistra je ukupno u 2020. godini ostvarila 615 milijuna kuna poslovnih prihoda, u što se ubrajaju i potpore Vlade Republike Hrvatske za očuvanje radnih mjesta, što je 47% ostvarenih ukupnih prihoda u 2019. godini. Kada su u pitanju rashodi, ostvareno je 741 milijun kuna poslovnih rashoda, što je 31% manje u odnosu na 2019. godinu. Neto gubitak grupe Maistra iznosi 127 milijuna kuna.

Turizam na globalnoj razini 2021. godine je samo na 28% od rekordne 2019. godine. Europa je imala najbrži oporavak u 2021. godini, ali i dalje na 63% od pretpandemijske 2019. godine. Republika Hrvatska je, zahvaljujući povoljnijoj epidemiološkoj situaciji, ostvarila znatno bolje rezultate od mediteranske konkurencije. Maistra d.d. je u 2021. godini ostvarila 1,29 milijuna zauzetih jedinica što je gotovo dvostruko više u odnosu na kriznu 2020. godinu, ali i dalje 15% manje iskorištenosti u odnosu na pretkriznu 2019. godinu. Istarski dio turizma je ostvario 86% prodaje u odnosu na 2019. godinu, a dubrovački i zagrebački dio turizma oba po 42% prodaje. Najbolji rezultat je ostvario istarski luksuzni segment s 95% prodanih jedinica u odnosu na 2019. godinu, a kada se u izračun uzme samo glavna sezona, odnosno prodane jedinice od lipnja do rujna 2021. godine, luksuzni segment je ostvario rast od 13% u odnosu na glavnu sezonu u 2019. godini što opravdava strategiju ulaganja u objekte

s vrhunskom kvalitetom usluga i proizvoda. Rast prosječne cijene u odnosu na 2019. godinu je 6%, a u odnosu na 2020. godinu 16%. Svi ti pokazatelji, rezultat su uspješnog poslovanja i brzog oporavka te je grupa Maistra ostvarila 1,23 milijarde kuna poslovnih prihoda, u koje su uključene i državne potpore za očuvanje radnih mjesta, što je 95% ostvarenog u odnosu na 2019. godinu te dvostruko više u odnosu na 2020. godinu. Konsolidirana dobit prije kamata, poreza i amortizacije, skraćeno EBITDA, je za 2021. godinu iznosila 474 milijuna kuna što je za 3% više u odnosu na 2019. godinu, a sve zahvaljujući tada već iskusnim poslovanjem u kriznim vremenima jer je dobar dio 2021. godine bio pod još uvijek strogim mjerama zbog pandemije COVID-19. Neto dobit grupe Maistra za 2021. godinu je iznosila 168 milijuna kuna, od čega je Grand Hotel Imperial d.d. ostvario neto gubitak u iznosu od 2 milijuna kuna, a Maistra d.d. na krilima istarskog turizma je ostvarila neto dobit u iznosu od 170 milijuna kuna.

3.3.1.1. Rentabilnost kapitala

Rentabilnost kapitala (engl. ROE – *Return on equity*) ili stopa povrata kapitala jedan je od najznačajnijih financijskih pokazatelja. ROE nam pokazuje koliko novčanih jedinica neto dobiti ostvaruje poduzeće na jednu jedinicu vlastitog kapitala, odnosno, pokazuje nam kolika je profitabilnost vlasničke glavnice. Vrijednost ROE se u pravilu između 10% i 20% smatra prihvatljivom razinom profitabilnosti, što je i slučaj u Maistri zadnjih 6 godina, osim u kriznoj 2020. godini kada su se sve kompanije u turističkom sektoru, gledajući na globalnoj razini, suočile s do tada neviđenom krizom koju je uzrokovala pandemija COVID-19. Dionički kapital Maistre d.d. iznosi 1.277.986 tisuća kuna, što je skoro 1,3 milijarde kuna, a prihodi od prodaje Grupe za 2021. godinu su bili 1.142.163 tisuće kuna, što je zaokruženo 1,1 milijardu kuna, dok je neto dobit Grupe u 2021. godini bila oko 168 milijuna kuna. U kriznoj 2020. godini, prihodi od prodaje Grupe su iznosili 510 milijuna kuna, a neto gubitak Grupe je iznosio 125 milijuna kuna. Grupu Maistra čine društva Maistra d.d. sa sjedištem u Rovinju i Grand Hotel Imperial d.d. sa sjedištem u Dubrovniku. Prihodi od prodaje Grand Hotela Imperial d.d. u 2021. godini su iznosili 40 milijuna kuna, tako da nema značajne razlike između Grupe i Društva,

odnosno Maistre d.d:

Stopa povrata (glavnice) = neto dobit / glavnica (vlastiti kapital)

Tablica 1. Rentabilnost kapitala Grupe Maistra i Maistre d.d. od 2016. do 2021.

Godina	ROE (Grupa Maistra)	ROE (Maistra d.d.)
2016.	0,1218	0,1121
2017.	0,1269	0,1176
2018.	0,2254	0,2213
2019.	0,1249	0,1168
2020.	(0,0972)	(0,0873)
2021.	0,1316	0,1335

Izvor: izračun autora prema financijskim izvještajima Maistre d.d.

3.3.1.2. Rentabilnost imovine

Rentabilnost imovine (engl. ROA – *Return on assets*) je indikator uspješnosti korištenja imovine u stvaranju dobiti. Rentabilnost imovine se odnosi na neto dobit ili dobit nakon oporezivanja koju poduzeće generira iz jedne novčane jedinice imovine. Rentabilnost imovine, odnosno stopa povrata imovine jako varira s obzirom na djelatnost samog poduzeća. ROA nam govori o tome kolika je intenzivnost imovine, tako da što je niža neto dobit po jednoj novčanoj jedinici imovine, viši je stupanj intenzivnosti imovine, a veća intenzivnost zahtijeva više kapitalnih ulaganja kako bi se ostvarila dobit poduzeća. Zdravo poduzeće ima ROA pokazatelj između 1% i 2%. Što se tiče Maistre, ROA je uvjerljivo viši od 2% što ukazuje na visoku profitabilnost samog poduzeća, osim u kriznoj 2020. godini:

Stopa povrata imovine = dobit nakon oporezivanja / ukupna imovina

Stopa povrata imovine = neto marža profita x koeficijent obrtaja ukupne imovine

Sopta Ćorić, M., Ivanović, S., Mioković, M.

Upravljačke odluke u svrhu investicijskog odlučivanja

Tablica 2. Rentabilnost imovine Grupe Maistra i Maistre d.d. od 2016. do 2021.

Godina	ROE (Grupa Maistra)	ROE (Maistra d.d.)
2016.	0,0533	0,0506
2017.	0,0550	0,0524
2018.	0,0847	0,0869
2019.	0,049	0,0435
2020.	(0,0356)	(0,0331)
2021.	0,0466	0,0487

Izvor: izračun autora prema financijskim izvještajima Maistre d.d.

3.3.1.3. Ukupna rentabilnost dionice

Najznačajniji pokazatelji investiranja su pokazatelji ukupne rentabilnosti dionice (engl. *P/E - Price earnings ratio*) i dividendne rentabilnosti dionice. Ukupna rentabilnost dionice stavlja u omjer dobit po dionici i tržišnu cijenu dionice, s naglaskom da vlastiti kapital nije iskazan po knjigovodstvenoj, već po tržišnoj vrijednosti:

Ukupna rentabilnost dionice = dobit po dionici / tržišna cijena dionice

Tablica 3. Ukupna rentabilnost dionice Grupe Maistra i Maistre d.d. (2017. – 2021.)

Godina (na dan 31.12.)	P/E (Grupa Maistra)	P/E (Maistra d.d.)
2016.	0,0513	0,0472
2017.	0,0527	0,0489
2018.	0,0877	0,0861
2019.	0,0491	0,0459
2020.	(0,0408)	(0,0367)
2021.	0,0511	0,0518

Izvor: izračun autora prema financijskim izvještajima Maistre d.d.

3.3.2. Nefinancijski pokazatelji

Financijski pokazatelji su kvantitativna mjerila u godišnjim financijskim izvještajima te se pomoću njih može analizirati uspješnost poslovanja samog poduzeća. Uz financijske pokazatelje, svakako treba obratiti pažnju na nefinancijske pokazatelje koji se u pravilu mogu pronaći u bilješkama godišnjih financijskih izvještaja. Jedni od ključni nefinancijskih pokazatelja su društveno odgovorno poslovanje, aktivnosti provedene u svrhu zaštite okoliša, planovi poduzeća za budućnost poslovanja,

Total Quality Management, Uravnotežena karta ciljeva, sigurnost zaposlenih, potpuno izbjegavanje nezgoda na radu, koeficijent izgubljenog radnog vremena, stopa odsutnosti radnika, stopa izgubljenih radnih dana i slične informacije od velike važnosti za samo poslovanje poduzeća i okolinu u kojoj posluje.

3.3.2.1. TQM – Potpuno upravljanje kvalitetom

Total Quality Management (TQM) ili Potpuno upravljanje kvalitetom, rezultat je suvremenog shvaćanja kvalitete i kontrole kvalitete te načelo kvalitete kojim su prožeta sva područja poduzeća i svi poslovni procesi (Osmanagić, 2007., str. 179.). Filozofija Potpunog upravljanja kvalitetom je kontinuirano poboljšanje kvalitete te je zadovoljstvo kupaca i unaprjeđenje kvalitete na prvom mjestu. Koncept TQM-a, osmislio je Armand Vallin Feigenbaum, a William Edwards Deming se smatra glavnim praktičarem ili guruom Potpunog upravljanja kvalitetom. Deming je u četrdesetim godinama prošlog stoljeća dokučio da je povoljniji interni razvoj kvalitete jer su više koštali vanjski troškovi kvalitete. Izumitelj je brojnih jednostavnih statističkih alata za kontrolu kvalitete. Za vrijeme Drugog svjetskog rata, angažiran je od strane američke Vlade kako bi proveo nacionalni program poboljšanja kvalitete te je u sklopu istoga održavao treninge za inženjere gdje je obučavao njih 10.000 o statističkim alatima. Krajnji rezultat je bio da inženjeri nisu imali dovoljne ovlasti za uvesti promjene u poduzeću za koje menadžment nije imao sluha. U drugu ruku, Demingov potencijal je naišao na simpatije Japanaca koji su vapili za načinom kako se ponovno uzdici na razinu svjetske sile zbog devastirane zemlje za vrijeme Drugog svjetskog rata. Deming je ostavio toliki utisak u Japanu da se jednom godišnje u Japanu po njemu dodjeljuje nagrada za kvalitetu te se smatra začetnikom ili ocem kvalitete. Kada su Japanci plasirali kvalitetne Toyotine automobile koji su bili duplo povoljniji od američkih automobila, Amerikanci su počeli istraživati način rada Japanaca te je Toyota predstavljala popularnu filozofiju „Potpuno upravljanje kvalitetom“.

Potpuno upravljanje kvalitetom se može sažeti kao sustav upravljanja organizacijom usmjeren

na kupca, a uključuje kontinuirano poboljšanje svih zaposlenika. TQM koristi strategiju, podatke i učinkovitu komunikaciju kako bi se disciplina kvalitete integrirala u kulturu i aktivnosti organizacije ili poduzeća. Postoji osam principa Potpunim upravljanjem kvalitetom:

1. Princip fokusa na kupca – kupac je taj koji određuje razinu kvalitete. Što god organizacija poduzela kako bi poboljšala kvalitetu, od obučavanja zaposlenika pa do nadogradnje računala, kupac je taj koji određuje jesu li se napori isplatili. Maistra d.d. zadovoljava princip fokusa na kupca jer i sama ga stavlja u središte te su kupčeve povratne informacije od izuzetne važnosti za samo poduzeće.
2. Potpuna uključenost zaposlenika – svi zaposlenici sudjeluju u radu prema zajedničkim ciljevima. Nastoji se postići potpuna predanost zaposlenika tako da se makne strah s radnog mjesta i dođe do dogovarajućeg radnog okruženja. Samoupravljeni radni timovi su jedan od oblika osnaživanja. Maistra d.d. dijeli sve informacije među svojim zaposlenicima tako da svi zaposlenici budu u toku s politikama poslovanja i uspješnosti provođenja istih.
3. Princip fokusa na proces – temeljni dio TQM-a je fokus na procesno razmišljanje. Proces je niz koraka koji uzima ulazne podatke od dobavljača i pretvara ih u izlazne koji se isporučuju kupcima. Koraci potrebni za izvođenje procesa su definirani, a mjere izvedbe se kontinuirano prate kako bi se otkrile neočekivane varijacije. Kako se Maistra d.d. bavi turizmom i ponajviše uslužnom djelatnošću, prati se proces od kupčeve rezervacije pa do odlaska kupca iz smještaja te njegova osvrta na iskustvo u Maistrinom objektu.
4. Integrirani sustav – mikroprocesori se zbrajaju u veće procese te svatko mora razumjeti misiju, viziju i vodeća načela, kao i politike kvalitete, ciljeve i kritične procese organizacije. Poslovna uspješnost mora se pratiti i kontinuirano komunicirati. Integrirani poslovni sustav može se modelirati prema kriterijima Baldrige nagrade i/ili uključiti standarde ISO 9000. Svaka organizacija ima jedinstvenu radnu kulturu i gotovo je nemoguće postići izvrsnost u njezinim proizvodima i uslugama

osim ako se ne potiče kultura dobre kvalitete. Dakle, integrirani sustav povezuje elemente poboljšanja poslovanja u pokušaju kontinuiranog poboljšanja i nadmašivanja očekivanja kupaca, zaposlenika i drugih dionika. Maistra d.d. prilikom zapošljavanja provodi strogu selekciju uključujući psihotestove, testove inteligencije i dubinske intervjue. Važno je istaknuti kako su hoteli važni poslodavci koji osiguravaju tisuće radnih mjesta (Medlik & Ingram, 2002., str. 20.). Na kraju 2021. godine društva Maistra d.d. i Grand hotel Imperial d.d. su imala 1.674 zaposlenika, od čega 1.578 u Maistri d.d. Mentorstvo je prisutno kod pripravnika te je razvijen sustav edukacije za sve zaposlenike. Maistra je svjesna da su kvalitetni zaposlenici ključ uspjeha za zadovoljavanje želja korisnika. Kultura vrhunske kvalitete je temelj Maistrina poslovanja.

5. Strateški i sustavni pristup – kritični dio upravljanja kvalitetom je strateški i sustavni pristup postizanju vizije, misije i ciljeva organizacije. Ovaj proces, nazvan strateško planiranje ili strateško upravljanje, uključuje formulaciju strateškog plana koji integrira kvalitetu kao temeljnu komponentu. Upravo iz tog razloga, Maistra ima jasno razvijenu politiku tvrtke koja stavlja kvalitetu poslovanja i kupca u samo središte.
6. Kontinuirano poboljšanje – veliki aspekt TQM-a je kontinuirano poboljšanje procesa. Kontinuirano poboljšanje tjera organizaciju da bude i analitička i kreativna u pronalaženju načina da postane konkurentnija i učinkovitija u ispunjavanju očekivanja dionika. Zato Maistra uvijek želi više i bolje te uvijek gleda kako dodatno unaprijediti poslovanje na zadovoljstvo kupaca, zaposlenika, dobavljača, lokalne zajednice i svih ostalih dionika poslovanja.
7. Donošenje odluka temeljeno na činjenicama – kako bi se znalo koliko dobro organizacija radi, potrebni su podaci o mjerama uspješnosti. Potpuno upravljanje kvalitetom zahtijeva da organizacija kontinuirano prikuplja i analizira podatke kako bi se poboljšala točnost donošenja odluka, postigao konsenzus i omogućilo predviđanje na temelju prošlosti. Maistra ima kontinuiran rast, izuzev krizne 2020.

Sopta Čorić, M., Ivanović, S.,
Mioković, M.

Upravljačke odluke u svrhu
investicijskog odlučivanja

godine, čemu svjedoče revidirana godišnja financijska izvješća. Također, primjer kontinuiranog prikupljanja i analiziranja podataka je vidljiv u Maistrinim godišnjim financijskim izvješćima, a pogotovo u 2020. godini kada su se svakodnevno gledali troškovi i poslovanje u kriznim uvjetima.

8. Komunikacija – u vrijeme organizacijskih promjena, kao i dio svakodnevnog rada, učinkovita komunikacija igra veliku ulogu u održavanju morala i motiviranju zaposlenika na svim razinama. Komunikacija uključuje strategije, metode i pravovremenost. Upravo iz tog razloga, Maistra ima izvrsnu protočnost informacija između zaposlenika te se stvara obiteljsko ozračje unutar same organizacije.

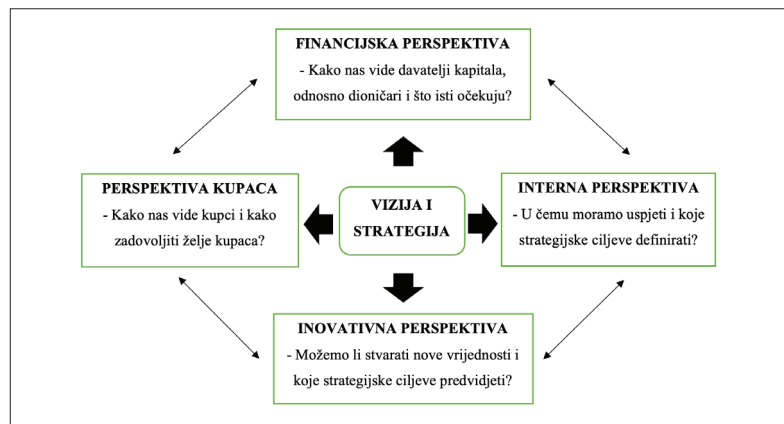
3.3.2.2. BSC – Uravnotežena karta ciljeva

Balanced scorecard (BSC) ili Uravnotežena karta ciljeva je komunikacijski alat, sustav mjerenja i sustav strateškog upravljanja. BSC je instrument za poslovni uspjeh te prevodi viziju, misiju i strategiju poduzeća u pregledan sustav za mjerenje učinaka. BSC nije nov sustav pokazatelja koji integrira i nefinancijske pokazatelje, već je to sustav upravljanja koji oblikuje cjeloviti proces planiranja, upravljanja i kontrole. BSC naglašava financijske ciljeve, no isto sadržava i uzroke

učinaka tih financijskih ciljeva; njime se mjeri učinak poduzeća iz četiri uravnotežene perspektive: financijske perspektive, perspektive kupaca, interne perspektive te inovativne perspektive. Kaplanovo akademsko savjetovanje, uz Nortonovo praktično iskustvo te sudjelovanje više poduzeća dovelo je 1990. godine do oblikovanja modela mjerenja ukupnih svojstava poduzeća, a nakon više objavljenih radova u Harvard Business Review objavljena je 1996. godine knjiga *The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action*. BSC je sinteza tradicionalnih financijskih pokazatelja i stvaranja konkurentskih prednosti. Dok financijska perspektiva zadržava interes na kratkotrajno orijentiranim učincima, nefinancijske perspektive naglašavaju uzročnike stvaranja vrijednosti za važne, dugotrajne učinke. Ciljevi i pokazatelji BSC-a nisu skup mjerila, već se izvode iz vizije, misije i strategije poduzeća ili stratejskog poslovnog polja (Osmanagić, 2007).

Maistra ima zaokruženu priču sa sve četiri perspektive. Polazi od stručnih znanja suradnika što spada pod inovativnu perspektivu ili perspektivu učenja i razvoja, a obrazovani suradnici pridonose kvaliteti i protočnosti procesa što pripada internoj perspektivi. Kvalitetni i protočni procesi pridonose točnoj i kvalitetnoj isporuci što dovodi do vjernosti kupca, a isto pripada perspektivi kupaca te

Slika 4. Uravnotežena karta ciljeva



Izvor: autori.

vjernost kupca dovodi do pozitivne rentabilnosti angažiranog kapitala (engl. ROCE - *Return on capital employed*) koja pripada financijskoj perspektivi.

Financijsko-ekonomska perspektiva ima strategije rasta, zrelosti i žetve. U strategiji rasta je najvažnije povećanje stope prometa i rezultata prodaje. Strategija zrelosti kao glavni cilj ima zadržati i nastojati povećati tržišni udio, a u strategiji žetve iskoristiti postojeće potencijale. Opći pokazatelji u financijskoj perspektivi su povrat ulaganja (engl. ROI - *Return on investment*) i ekonomska dodana vrijednost (engl. EVA - *Economic value-added*). Financijska perspektiva predstavlja rezultat preostalih nefinancijskih perspektiva. Maistra zadovoljava pozitivan rezultat stope povrata ulaganja i ekonomske dodane vrijednosti. Maistra svoja kapitalna ulaganja financira iz zadržane zarade ili pozajmice matice, odnosno Adris grupe d.d. te u srednjem roku zatvori svoje obveze od kapitalnih ulaganja. Stopa prometa i prodaje iz godine u godinu kontinuirano raste, izuzev u kriznoj 2020. godini. Također, Maistra izuzetno dobro iskorištava postojeće potencijale te kontinuirano povećava tržišni udio, a može smjestiti preko 35 tisuća gostiju dnevno, što je oko 4% turističkih noćenja u Republici Hrvatskoj.

Opći pokazatelji perspektive kupaca su zadovoljstvo kupaca, tržišni udjel kupaca, vjernost kupaca, očuvanje i pridobivanje novih kupaca te rentabilnost kupaca. Tržišni udjel se prikazuje kao broj kupaca, vjernost kupaca je mjera koja odražava trajne odnose, pridobivanje novih kupaca se prikazuje apsolutnim ili relativnim brojevima, zadovoljstvo kupaca se istražuje stupnjem zadovoljstva, a rentabilnost kupaca se mjeri kao neto dobitak nekog kupca. Poduzeće ima ciljni segment kupaca te su to za Maistru kupci visoke platežne moći koji si mogu priuštiti premiumizirane Maistrine objekte. Maistra ulaže velike napore kako bi čula korisnike njenih usluga putem reklamacija, primjedbi, žalbi i TrustYou portala, ali je svakako otvorena i za prijedloge suradnika, a sve u cilju ostavljanja vrhunskog dojma visoko personalizirane i gostoljubive usluge kako bi korisnici usluga imali želju vratiti se te kako bi isti preporučili Maistrine objekte kao savršeno mjesto za odmor. Zadovoljstvo kupca je Maistrin prioritet te ako nešto nije po volji kupca, odmah se reagira te se nastoji udovoljiti i

najzahtjevnijim kupcima zato što se Maistra vodi politikom kako je gost uvijek u pravu.

Interna perspektiva za opće pokazatelje ima kvalitetu, troškove, vrijeme reakcije i uvođenje novih proizvoda. Preporučuje se definiranje potpunog lanca stvaranja vrijednosti, od inovacija pa preko poslovnih procesa, sve do servisa za kupce. Kako bi došlo do inovacije, potrebno je identificirati postojeće i buduće želje kupaca. Poslovni procesi obuhvaćaju ponudu već postojećih usluga i proizvoda postojećim kupcima, a servis za kupce je posljednji korak te obuhvaća jamstva, reklamacije, održavanje i slično. Perspektiva dobavljača je neizravno prisutna u internoj perspektivi. Politika Maistre prema dobavljačima je da isti moraju provoditi jednaku Politiku održivog razvoja kao i Maistra te moraju biti ekološki osviješteni. Maistra često uzima manje lokalne dobavljače provodeći tako politiku zajednice, jer će tako pomoći jačanju i razvitku malih lokalnih poduzeća koja će kasnije zapošljavati kvalitetne zaposlenike i provoditi održivu poslovnu praksu.

Opći pokazatelji u inovativnoj perspektivi ili perspektivi učenja i razvoja su zadovoljstvo suradnika i pristup informacijskim sustavima. BSC naglašava investiranje u budućnost, ali ne samo u istraživanje i razvoj te opremu, već i u ljude, procese i sustave. Suradnici su ključ uspjeha poduzeća. Zadovoljstvo suradnika se mjeri njihovim priznavanjem, sudlučivanjem, aktivnim poticanjem kreativnosti i općim zadovoljstvom. Vjernost suradnika se u pravilu mjeri stopom fluktuacije te se svaki neželjeni otkaz smatra gubitkom za poduzeće. Proizvodnost suradnika se mjeri omjerom prinosa i broja djelatnika te omjerom prometa i brojem djelatnika. U inovativnoj perspektivi se polazi od stajališta kako zadovoljni suradnici dovode do zadovoljnih korisnika proizvoda i usluga. Maistra se može pohvaliti izuzetno kvalitetnim suradnicima, što je rezultat kontinuiranih adekvatnih edukacija. Također, Maistra je svjesna da dobar financijski rezultat proizlazi iz motiviranih, stručnih, zadovoljnih i vjernih suradnika. Upravo iz tog razloga je izvrsna protočnost informacija unutar samog poduzeća te se nagrađuje svaka inicijativa i kreativnost. Isto tako, svi suradnici imaju razvijenu ekološku svijest, odnosno stalnu potrebu zaštite okoliša, zbog Priručnika za zaposlenike u kojemu

Sopta Ćorić, M., Ivanović, S.,
Mioković, M.

Upravljačke odluke u svrhu
investicijskog odlučivanja

se između ostalog nalazi i kodeks ponašanja te je prezentirana mogućnost osobnog i profesionalnog razvoja. Maistra je također poznata po svojoj fleksibilnosti te nije zatrovana strogim birokratskim sustavom, čime se želi potaknuti kreativnost zaposlenika te prepoznati i ostvariti njihov puni potencijal.

4. Zaključak

Adris grupa d.d. je osnovana 2003. godine na temeljima 132-godišnjeg poslovnog iskustva Tvornice duhana Rovinj, a Maistra d.d. je osnovana 2005. godine spajanjem društava Jadran-turist d.d. iz Rovinja i Anita d.d. iz Vrsara. Kada je u pitanju Maistra, svakako treba istaknuti predsjednika Uprave, Tomislava Popovića, koji je na čelu Maistre od početka 2011. godine. Također treba istaknuti najvećeg vizionara Adris grupe d.d., mr. sc. Antu Vlahovića te Marka Remenara koji je naslijedio Vlahovića te došao na čelo Adrisa na početku 2020. godine, koja će se vrlo ubrzo pokazati kao godina izazova zbog pandemije COVID-19. Izuzetno kvalitetne, promišljene i analizirane upravljačke odluke su ono što krase poslovanje Maistre d.d. i same matice, Adris grupe d.d., od samog osnivanja pa do danas. Ono što definitivno razlikuje Maistru, a i maticu Adris od konkurencije je upravo niska zaduženost uz više od 10 milijardi kuna ulaganja od 2005. do 2020. godine u turizam, zdravu hranu i osiguranje. Maistrina osnovna djelatnost je iznajmljivanje hotelskih soba i kampova te pružanje usluga hrane i pića te je u tu djelatnost do sada uloženo više od 6 milijardi kuna, što svrstava Maistru kao najvećeg investitora regije u turističkom sektoru. Maistra bazira svoje upravljačke odluke na kontinuirana kapitalna ulaganja kako bi postojećim objektima unaprijedila uslugu te premiumizirala svoj portfelj. Upravo su se premium hoteli vrhunske kvalitete i kampovi pokazali najotpornijima za vrijeme krize 2020. godine te je Popović odlučio podići vrijednost Maistrinim kampovima u Rovinju i Vrsaru investirajući u iste, kako bi kampovima povećali broj zvjezdica s 3 na 4 te omogućili još kvalitetniju uslugu i ambijent. Opcija napuštanja projekta se nikada nije dogodila upravo zbog temeljitog analiziranja kapitalnih ulaganja, već se u kriznoj 2020. godini odlučilo na opciju odgode kapitalnih ulaganja kako bi se sačuvala likvidnost te su smanjene planirane investicije za 50% što je

osiguralo likvidnost Maistra u nezapamćenoj krizi u turističkom sektoru. Unatoč opciji odgode, u 2020. godini je Maistra investirala 188 milijuna kuna, od čega najviše u kampove Kovesarda i Amarin. Sljedeći veliki kapitalni projekt u turističkom sektoru Adris grupe kao matice i njena ovisna društva Maistre je ulaganje u rekonstrukciju zagrebačkog hotela Panoramama, više od 100 milijuna kuna kapitalnih ulaganja u podizanje kvalitete kampova te pripremanje investicija u hotele Westin u Zagrebu i Marjan u Splitu, čime se želi zaokružiti ponuda premium hotela s 5 zvjezdica u četiri najpoznatija turistička odredišta Republike Hrvatske, a to su Rovinj, Dubrovnik, Zagreb i Split. Tim potezom, Maistra se nameće kao vodeća turistička kompanija s bogatim luksuznim portfeljem u Hrvatskoj, a i šire. Plan Maistre je uložiti 1,2 milijarde kuna u naredne tri godine kako bi veći dio portfelja bio na 4 i 5 zvjezdica. Svakako valja istaknuti kako je Maistra na kraju 2021. godine imala blizu 270 milijuna kuna u banci i zadržanu dobit u iznosu od skoro 700 milijuna kuna. Također, treba istaknuti snagu matice, odnosno Adris grupe d.d., koja je na kraju 2021. godine imala zadržanu dobit u iznosu skoro od 8,5 milijardi kuna. Maistra, kao i Croatia osiguranje d.d. i Cromaris d.d., najčešće uzimaju pozajmice od matice te tako ostvaruju povoljnije uvjete za financiranje svojih kapitalnih projekata. Gledajući financijske i nefinancijske pokazatelje Maistre, može se zaključiti kako Maistra d.d. posluje izuzetno dobro, kvalitetno i odgovorno te može poslužiti kao primjer ostalim poduzećima u turističkom sektoru. Svakako treba naglasiti kako izuzetno dobri rezultati ne bi bili mogući bez vrhunskog menadžmenta koji je uvijek u korak s vremenom, ima jasnu viziju te je sposoban prepoznati kvalitetu zaposlenika i napraviti ugodnu radnu atmosferu. Adris grupa d.d. ima apsolutno sve potrebne preduvjete kako bi spojila sve tri strateške poslovne jedinice; turističku industriju, osiguravajuću industriju i industriju zdrave hrane, odnosno prehrambenu industriju. Zdravstveni turizam je tema o kojoj će se u budućnosti pričati sve više, a ponuda premiumizirane zdravstvene usluge neće ostaviti ravnodušne one najdublje džepa kada počnu osjećati tzv. zub vremena. Adris grupa d.d. zbog disperzije svog poslovanja i izborom najkvalitetnijih kadrova ljudi u svojim ovisnim poduzećima, posjeduje potrebni know-

how kako bi se zaokružila cijela priča oko pružanja vrhunske usluge u zdravstvenom turizmu. Adria d.o.o. je poduzeće u 100% vlasništvu Adris grupe d.d. te posjeduje potrebni know-how u vođenju investicijskih projekata, prije svega u izgradnji i održavanju. Maistra d.d. ima potreban know-how u pružanju premiumizirane usluge u svojim smještajnim objektima, Croatia osiguranje d.d. posjeduje know-how zbog Croatia poliklinike i osiguravajućim uslugama, a Cromaris d.d. proizvodi vrhunsku ribu i riblje proizvode kontrolirane kvalitete. Također, ono što ide na ruku Adrisa u potencijalnom segmentu zdravstvenog turizma je odlična prometna povezanost u Hrvatskoj, cestovnim i zračnim prometom prije svega. Zdravstveni turizam u Republici Hrvatskoj ima veliki potencijal zbog članstva u Europskoj uniji, u skorijem razdoblju i zbog članstva Schengenskog prostora te zbog veće platežne moći u zemljama zapadne, središnje i sjeverne Europske unije.

Upravo iz svih navedenih razloga, Adris grupa d.d. ima mogućnost proširiti svoju turističku ponudu s uslugom zdravstvenog turizma koja bi u najvećem dijelu bila internacionalizirana te bi tako mogla povećati profitabilnost same Maistre, ali i Grupacije prije svega. Doprinos rada se ogledava u činjenici da nitko do sada nije analizirao navedenu grupaciju kroz prizmu donošenja menadžerskih odluka odnosno povlačio paralelu s investicijama i poslovnim rezultatima kompanije s postavljanjem ključnih ljudi na mjesta izvršnog menadžmenta. Problem u analizi su bili nemogućnosti dobivanja internih podataka koji su naravno bili dio poslovne tajne, čime se ukazuje i na ograničenja rada u tom djelu analize. Preporuke za buduća istraživanja su svakako daljnji tijek u vremenskoj analizi poslovnih rezultata, uz eventualne usporedbe s drugim grupacijama kako u Hrvatskoj tako i u svijetu koji se bave istom djelatnošću.

Sopta Ćorić, M., Ivanović, S.,
Mioković, M.

Upravljačke odluke u svrhu
investicijskog odlučivanja

Literatura

Akerlof, A. (1970). The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488-500.

Bagwell, K., & Riordan, M. K. (1991). High and Declining Prices Signal Product Quality. *The American Economic Review*, 81(1): 224-239.

Bašić, M., Ferko, M., & Sopta Ćorić, M. (2021). Ulaganja i izvoz u kontekstu konkurentnosti hrvatskih poduzeća. *Notitia - časopis za ekonomske, poslovne i društvene teme*, 7(1): 75-87.

Čavlek, N., Bartoluci, M., Prebežac, D., & Kesar, O. (2011). *Turizam – ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga.

Državni zavod za statistiku (2022.). Podaci o turizmu, preuzeto s <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/turizam/> (11.12.2022.).

Maistra (2022). *Politika tvrtke*.

Medlik, S., & Ingram, H. (2002). *Hotelsko poslovanje*. Zagreb: Golden marketing.

Mikić, M., Sopta, M., & Horvatinić, T. (2018). The role of entrepreneurial education in the development of entrepreneurship. *Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije*, 16(2): 385-395.

Milgrom, P., & Roberts, J. (1986). Price and Advertising Signals of Product Quality. *Journal of Political Economy*, 94(4): 796-821.

Mioković, M. (2022). Upravljačke odluke u svrhu investicijskog odlučivanja na primjeru poduzeća Maistra d.d., Diplomski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu.

Nelson, P. (1974). Advertising as information. *Journal of Political Economy*, 82(4): 729-754.

Osmanagić Bedenik, N. (1993). *Potencijali poduzeća*. Zagreb: Alinea.

Osmanagić, B. N. (2007). *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

Periša, A., Kurnoga, N., & Sopta, M. (2017). Multivariate Analysis of Profitability Indicators for Selected Companies of Croatian Market. *UTMS Journal of Economics*, 8(3): 231-242.

Pušar Banović, D. (2009). Metoda vrednovanja upravljačkih opcija (real option) pri ocjeni i planiranju investicijskih projekata. *Računovodstvo, revizija i financije*, 97.

Rupčić, N. (2016). *Upravljačka ekonomika - teorija i praksa*. Rijeka: UNIRI.

Sprčić Miloš, D., & Orešković Sulje, O. (2012). Procjena vrijednosti poduzeća - vodič za primjenu u poslovnoj praksi. Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu.

Swiss Re Institute (2021). World insurance: the recovery gains pace [e-publikacija], preuzeto s <https://www.swissre.com/dam/jcr:ca792993-80ce-49d7-9e4f-7e298e399815/swiss-re-institute-sigma-3-2021-en.pdf> (11.12.2022.).

Trigeorgis, L. (1995). Real Options: An Overview, u: Trigeorgis, L. (ur.), *Real options in capital investment : models, strategies, and applications*. Westport, CT: Praeger Publishers.

Varga, M. (2016). U *Sustav za upravljanje resursima (ERP)*, u: Varga M. i Strugar I. (ur.), *Informacijski sustavi u poslovanju* (str. 45-57). Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb.

Varga, M. (2016). Dijelovi informacijskoga sustava, u: Varga M. i Strugar I. (ur.), *Informacijski sustavi u poslovanju*. Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb.

Zagrebačka burza (2022). Adris grupa d. d. na dan 22.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007>

Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti (2021). Narodne novine br. 85/15, 121/16, 99/18, 25/19, 98/19, 32/20, 42/20, 126/21.



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial NoDerivatives 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

