

FINANCIAL ANALYSIS OF THE LARGEST CROATIAN TOURISM COMPANIES

FINANCIJSKA ANALIZA NAJVEĆIH HRVATSKIH TURISTIČKIH TVRTKI

SERDARUSIC, Hrvoje

Abstract: *Efficient management should ensure long-term sustainable growth and development, and to the owner required return on investment. Model of business today of tourism companies has leaned on inherited assumptions: inertia in exercising results through tax shield. Shifts at global level are demanding a management team able to concentrate on key points in success-making by using investment tools and valuation models.*

Key words: *DuPont analysis, ROE, Required rate of return*

Sažetak: *Uspješno upravljanje trebalo bi osigurati dugogodišnji održiv rast i razvoj, a vlasniku očekivan povrat na investiciju. Dosadašnji model poslovanja turističkih tvrtki oslanjao se na naslijeđene pretpostavke: inercija u ostvarivanju rezultata kroz porezni zaklon. Promjene na globalnoj razini zahtijevaju upravljački kadar koji će se znati koncentrirati na ključne točke u ostvarivanju uspjeha koristeći investicijske alate i valuacijske modele.*

Ključne riječi: *DuPont analiza, ROE, Zahtijevana stopa povrata*



Authors' data: Hrvoje Serdarušić, mr.sc., Zagrebačka banka d.d., Zagreb, hrvoje.serdarusic@zg.t-com.hr

1. Uvod

Menadžment želi donijeti prave odluke o investiranju, financiranju i dividendama. Kako turizam u Hrvatskoj od osamostaljenja slovi kao strateški sektor u gospodarskom razvoju zemlje, praćenjem i analizama pokazatelja može se postići cilj upravljanja tvrtki i sektora.

Za takve su analize zainteresirane financijske institucije, dobavljači, konkurencija, država, šira investitorska javnost, a osobito menadžeri.

Temeljni cilj svakog poslovnog subjekta jest maksimiziranje dobiti. Uspješnim subjektima nazivaju se samo oni koji kontinuirano ostvaruju takav cilj, a neuspješni uvijek bivaju zamijenjeni uspješnima.

U članku je ukratko izložena analiza pokazatelja ROE (povrata na glavnica ili kapital i rezerve) – analiza koja bi glavnica trebala najviše zanimati - ostvaruje li vlasnički pothvat veću stopu povrata iznad normalnog (očekivanog) profita?

Dekomponiranjem pokazatelja ROE u pet dijelova (DuPont analiza) dobivaju se smjernice za odgovor na takvo pitanje. Točnije, ovom se analizom bolje razumije rentabilnost pojedinih pokazatelja kroz određeno vrijeme. (CFA Institute, Financial Statement Analysis, Level I 2008, Volume 3 of CFA Program curriculum). DuPont analiza je analiza koju bi svaki glavnica trebao koristiti.

Problem nacionalne ekonomije je na mikrorazini – u poduzećima koja nisu koncentrirana na uspjeh, prije svega, na kontinuirano ponavljanje uspjeha. Ovim se člankom želi upozoriti na to, a rezultati istraživanja govore u prilog tvrdnji.

Kod izrade članka korištene su analitičke, komparacijske i statističke metode, metode financijske analize, kao i koncepti vremenske vrijednosti.

2. Kratka ocjena financijskog položaja

U nastavku je izložen sažeti prikaz financijskog položaja.

	Likvidnost III. = (Kratkotrajna imovina/Kratkoročne obveze)*100				Koefficient zaduženosti (Ukupne obveze/Ukupna aktiva)				Pokriće II. = (Vlastiti kapital+Dugoročne obveze)/Dugotrajna imovina*100			
	2001.	2002.	2003.	2004.	2001.	2002.	2003.	2004.	2001.	2002.	2003.	2004.
AVERAGE	154,71	189,83	195,61	151,91	33,82	32,30	33,10	32,60	102,42	102,54	103,85	103,92
MEDIAN	90,50	91,32	112,34	80,13	27,38	30,74	27,06	28,12	99,89	98,79	100,10	98,48
STDEV	165,28	246,08	247,55	178,73	23,66	22,70	24,03	24,33	15,04	15,20	11,91	15,89

Slika 1. Financijski položaj

Prosječna opća likvidnost (u prikazu pod AVERAGE) vodećih hrvatskih turističkih tvrtki kretala se u promatranom razdoblju 2001.-2004. od 155 do 152. Strmovit pad nastaje u 2003. (tada na 196).

Za razliku od likvidnosti, prosječna zaduženost se kreće na razini oko 1/3 ukupne imovine. Stabilnost financiranja prosječno je iznad 100, što znači da su ove tvrtke pazile na usklađenost ročnosti imovine i izvora financiranja.

Za razliku od prosječnih komentiranih vrijednosti, zanimljivo je pogledati položajne vrijednosti (medijan ili MEDIAN u prikazu) i standardnu devijaciju (STDEV u prikazu).

Ove vrijednosti daju drukčiju sliku ukupno promatranog uzorka. Točnije, vodeće turističke tvrtke svojim veličinama bilance stanja i uspjeha bitno utječu na prosjek, tj. zakrivljuju sliku. Asimetrija je uglavnom pozitivna, a razdioba podataka je šiljata (velike vrijednosti, što upućuje na utjecaj velikih tvrtki).

U nastavku je prikazan novčani tok i novčani jaz.

	Neto novčani tok			CASH GAP (broj dana): Zalihe + Potraživanja - Dobavljači		
	2002.	2003.	2004.	2002.	2003.	2004.
AVERAGE	437.665	2.914.227	-1.900.770	12,89	5,00	4,46
MEDIAN	126.379	294.939	-64.922	4,98	5,51	0,77
STDEV	5.032.559	9.245.664	11.267.290	41,61	18,96	21,50

Slika 2. Novčani tok i novčani jaz (neto novčani ciklus) (u HRK/ broj dana)

Kako je vidljivo iz gornjeg prikaza, neto novčani tok izrazito oscilira u promatranom razdoblju (porast u 2003. s 0,4 milijuna na 2,9 milijuna, pa pad u 2004. na -1,9 milijuna), a vrijednosti asimetrije i razdiobe podataka modalnog vrha su također pozitivne, odnosno šiljate.

Novčani jaz (CASH GAP u prikazu) pada s prosječno 13 na 4 dana, što upućuje na povećano financiranje iz obveza prema dobavljačima. Ovdje su asimetrija i šiljatost jednaki kao i za druge komentirane vrijednosti.

3. Ocjena profitabilnosti

U nastavku je dan dekomponiran prikaz ROE, sukladno DuPont analizi.

	ROE		
	2002.	2003.	2004.
AVERAGE	-5,78	4,72	4,58
MEDIAN	0,68	4,46	4,17
STDEV	42,58	6,58	8,34

	Leverage (pdluga) = Average total assets / Average shareholders' equity			ASSET turnover (koef. obrt. uk. imovine)		
	2002.	2003.	2004.	2002.	2003.	2004.
AVERAGE	2,19	1,85	1,90	0,52	0,50	0,48
MEDIAN	1,41	1,39	1,36	0,29	0,29	0,27
STDEV	2,90	1,70	1,86	0,72	0,60	0,55

	EBIT margin = EBIT / Revenues			INTEREST BURDEN = EBT / EBIT			TAX BURDEN = Net income / EBT		
	2002.	2003.	2004.	2002.	2003.	2004.	2002.	2003.	2004.
AVERAGE	0,05	0,10	0,10	3,49	2,14	-0,54	0,94	0,96	0,96
MEDIAN	0,04	0,10	0,10	0,88	0,81	0,85	1,00	1,00	1,00
STDEV	0,21	0,14	0,11	13,56	7,45	8,46	0,18	0,11	0,08

Slika 3. Dekompozicija ROE u 5 dijelova u 2 razine

ROE se prosječno kretao na razini od -5,8% do 4,6%, a medijan na razini od 0,7 do 4,2 (2002.-2004.) Standardna devijacija pada s 43,6 na 8,3. Gornji razred (prvih 12 po veličini prihoda) ima ROE u kretanju 3,8 - 6,0 (bolje od prosjeka uzorka). Od 36 promatranih tvrtki 25 ih je imalo porast ROE u promatranom razdoblju.

Koeficijent korelacije između promjene prihoda i promjene ROE u promatranom razdoblju je 0,02, što je beznačajno i dovodi do zaključka da nema povezanosti između povećanja prihoda i profitabilnosti.

Ovakvi pokazatelji upućuju indirektno da povećanje broja gostiju kao osnovne varijable u povećanju prihoda u sektoru turizma ne znači i povećanje profitabilnosti.

Potrebno je staviti ogradu u takvoj tvrdnji, jer bi navedene pokazatelje trebalo sagledati u puno duljem vremenskom razdoblju za donošenje kvalitetnijih zaključaka, što će i biti dio budućih istraživanja.

4. Pokretači profitabilnosti

Profitabilnost hrvatskih turističkih tvrtki crpi svoje vrijednosti iz jake poluge (2,2 – 1,9) i veličine EBT (Earnings before taxes) koja snažno utječe na porezni teret (tax burden: vrijednosti od 3,5 do -0,5) i kamatni teret (interest burden: vrijednosti blizu 1: 0,94 – 0,96).

EBT je visok zbog poreznog zaklona – naime, iz razdoblja poraća turističke tvrtke akumulirale su gubitke, pa sada koriste prednosti poreznog zaklona.). Zanimljivo je prisjetiti se da je prije nekoliko godina lobirano za smanjenje PDV-a za turističke usluge.

Kako se Hrvatska nalazi pred pregovorima s EU oko pitanja poreza, za očekivati je da će se lobirati i za odgodu primjene iste porezne stope. Ovakvi podaci te ovakav prosječan ROE ukazuje na činjenicu da je profitabilnost vodećih hrvatskih turističkih tvrtki slaba, a turizam medijski prenaplašen u smislu ostvarenih rezultata. Izlaskom iz razdoblja poreznog zaklona pojačat će se pritisak na stope povrata (ROE).

Konjunktorni ciklus koji je globalno trajao do 2007. te su tvrtke trebale iskoristiti za pojačano investiranje i pripremu za buduće srednjoročno razdoblje kako bi nova imovina davala veće prihode s većom EBIT maržom.

Mediji s velikim oduševljenjem prate povećanje broja gostiju, a osobito inozemnih te jedva čekaju da statističari izađu s konkretnim brojevima i procjenama koliko je nacionalna ekonomija prihodovala.

No, konkretni brojevi u pozitivnoj konjunkturi daju za pravo postaviti pitanje: je li moguće u razdoblju gospodarskog usporavanja i/ ili recesije koje je nastupilo očekivati bolje rezultate u smislu profitabilnosti, pogotovo u vidu izrazito visokih cijena nafte s predvidivom budućnosti još i viših cijena, a kad se sve skupa zna da je hrvatski turizam vezan na cestovni promet?

Također, protekom „lock-up“ razdoblja odgode primjene jedinstvene stope PDV-a, današnji ključni pokretači profitabilnosti turizma bit će drastično umanjeni. Hrvatski turizam nalazi se pred velikim rizicima, ali i šansama.

Okvirno rješenje svakako da treba tražiti na makro-razini koje će ponuditi smjernice. Ipak, rješenja za pojedinačne tvrtke ovisit će o poduzetnicima koji će biti koncentrirani na osnovni cilj: dugoročno profitabilno poslovanje.

5. Prognoza budućih vrijednosti

Turizam je grana ekonomija koju karakterizira stabilnost, a ne skokovitost. Stoga je primjereno kod valuacije koristiti dugoročnu stopu rasta. Putem korištenja modela za valuaciju s određenim pretpostavkama, može se na promatranom uzorku reći da prosječno očekivano godišnje povećanje vrijednosti velikih turističkih tvrtki u 2005. iznosi oko 1,1 milijun kuna.

Prosječna zahtijevana stopa povrata iznosi 8,95%, dok je prosječni ROE na razini od 4,58% u 2004. Stoga je upitno očekivati povećanje vrijednosti ako će se model rasta i razvoja hrvatskih turističkih tvrtki temeljiti na pretpostavkama koje su dosad važile (ostvarivanje profitabilnosti na temelju poreznog zaklona, niže cijene nafte). Zaključno, ovakvi trendovi traže otvaranje potpuno novih pitanja koja zadiru u područje strategije.

6. Literatura

CFA Institute, Level I (2008). Volume 1-6, CFA Program curriculum, Pearson Custom Publishing, Boston: (ISBN 0-536-34178-8; ISBN 0-536-34179-6; ISBN 0-536-34180-X; ISBN 0-536-34182-6; ISBN 0-536-34227-X; ISBN 0-536-34228-8)

Gulin, D. (2001.). *Računovodstvo trgovačkih društava uz primjenu međunarodnih računovodstvenih standarda i poreznih propisa*, Računovodstvo i financije, Zagreb, ISBN 953-6480-41-7

Helfert, E. A. (1997). *Tehnike financijske analize*, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, ISBN 953-6480-12-3

Šošić, I. (1995). *Vježbe iz statistike, I. dio*, Mikrorad, Zagreb, ISBN 953-6286-17-3

Šošić, I. (1996). *Vježbe iz statistike, II. dio*, Mikrorad, Zagreb, ISBN 953-6286-18-1

Van Horne, J. C. (1997). *Financijsko upravljanje i politika*, Mate, Zagreb, ISBN 953-6070-00-6

Vašiček, V.; Žager, K.; Žager, L. & Maray, C. D. (1997.). *Računovodstvo za neračunovođe*, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, ISBN 953-6480-03-4

Žager, K. & Žager, L. (1996). *Računovodstveni standardi, financijski izvještaji i revizija*, Inženjerski biro, Zagreb, ISBN 953-6447-01-0