

# Integrirano upravljanje rizicima na primjeru poduzeća Valamar riviera d.d.

---

**Butorac, Ivana**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2021**

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

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:108196>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-15**



*Repository / Repozitorij:*

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

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

**INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA NA PRIMJERU PODUZEĆA  
VALAMAR RIVIERA D.D.**

Diplomski rad

**Ivana Butorac**

**Zagreb, lipanj 2021.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

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

**INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA NA PRIMJERU PODUZEĆA  
VALAMAR RIVIERA D.D.**

**INTEGRATED RISK MANAGEMENT - CASE OF VALAMAR RIVIERA LTD.**

Diplomski rad

**Student: Ivana Butorac**

**JMBAG studenta: 0067539044**

**Mentor: prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić**

**Zagreb, lipanj 2021.**

**SAŽETAK:** Ovim radom analizira se postojeća praksa integriranog upravljanja rizicima u poduzeću Valamar riviera d.d. Njezina primjena postala je važan model svim poduzećima za učinkovitije anticipiranje i upravljanje rizicima nakon globalne financijske i gospodarske krize obzirom da današnje poslovanje poduzeća obilježavaju brojni unutarnji i vanjski čimbenici kojima se povećava izloženost poduzeća raznim rizicima. Glavni cilj ovog diplomskog rada je temeljem analize literature iz područja integriranog upravljanja rizicima prikazati primjenu integriranog upravljanja rizicima na primjeru Valamar riviere d.d. Prednosti i učinci integriranog upravljanja rizicima vidljivi su pomoću prikaza njegova uvođenja u poslovanje poduzeća. Rezultat rada prikazuje kako Valamar riviera d.d. ima dobro razvijeno integrirano upravljanje rizicima, a na poslovanje poduzeća najviše može utjecati pad prihoda od prodaje.

**KLJUČNE RIJEČI:** upravljanje rizicima, integrirano upravljanje rizicima, poslovna analiza, financijska analiza, strateški rizici, financijski rizici, operativni rizici

**SUMMARY:** The paper analyses the existing practice of enterprise risk management in company Valamar riviera ltd. Its application has become an important model for all companies to more effectively anticipate and manage risks after the global financial and economic crisis, given that today's business operations are characterized by numerous internal and external factors that increase the company's exposure to various risks. The main goal of this master's thesis is based on analysis of literature in the field of enterprise risk management to present the application of enterprise risk management on the example of Valamar riviera ltd. Benefits and the results of the enterprise risk management are visible by showing its implementing into the business operations. Research results have shown that Valamar riviera ltd. has well-developed integrated risk management and the business of a company can be most affected by a drop in sales revenue.

**KEY WORDS:** risk management, enterprise risk management, business analysis, financial analysis, strategic risk, financial risk, operational risk

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(mjesto i datum)

## STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

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

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

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

---

(personal signature of the student)

---

(place and date)

## Sadržaj

1. UVOD.....	1
1.1. Predmet i cilj rada .....	1
1.2. Metode istraživanja i izvori podataka.....	1
1.3. Sadržaj i struktura rada .....	2
2. ANALIZA RIZIKA POSLOVANJA PODUZEĆA.....	3
2.1. Uvod o rizicima.....	3
2.1.1. Vrste rizika .....	6
2.2. Određivanje ciljeva i mjerenje rizika.....	13
2.2.1. Metode mjerenja utjecaja rizika.....	13
2.3. Identifikacija i subjektivna kvantifikacija rizika.....	18
2.4. Izrada mape rizika .....	18
2.5. Objektivna kvantifikacija i revidiranje mape rizika .....	20
3. STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA .....	21
3.1. Upravljanje rizicima .....	21
3.2. Integrirano upravljanje rizicima.....	23
3.2.1. Važnost upotrebe integriranog upravljanja rizicima .....	27
3.2.2. Sustav integriranog upravljanja rizicima u poduzeću .....	30
3.3. Strategije i instrumenti upravljanja rizicima.....	38
3.3.1. Upravljanje strateškim rizicima.....	40
3.3.2. Upravljanje financijskim rizicima .....	41
3.3.3. Upravljanje operativnim rizicima.....	44
4. ANALIZA POSLOVANJA I OKRUŽENJA PODUZEĆA VALAMAR RIVIERA D.D.....	45
4.1. Općenito o poduzeću .....	45

4.2. Analiza poslovanja i okruženja poduzeća .....	45
4.2.1. PESTLE analiza .....	46
4.2.2. Analiza industrije modelom Porterovih 5 sila .....	54
4.2.3. Analiza financijskih izvještaja poduzeća Valamar riviera d.d.....	59
4.2.4. SWOT analiza .....	69
4.3. Analiza rizika poslovanja poduzeća Valamar riviera d.d.....	71
4.3.1. Identifikacija i kvantifikacija rizika .....	71
4.3.2. Izrada mape rizika .....	72
4.3.3. Objektivna kvantifikacija.....	73
4.4. Strategije upravljanja rizicima.....	87
5. ZAKLJUČAK .....	93
Popis literature.....	95
Popis tablica .....	100
Popis grafikona.....	101
Popis slika.....	101
Životopis.....	102

## **1. UVOD**

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

Trenutnu svjetsku ekonomiju karakteriziraju dinamične i brojne promjene vanjskog i unutarnjeg okruženja poduzeća iz čega proizlaze prijetnje poduzeću koje na njega mogu negativno utjecati i spriječiti ostvarenje postavljenih poslovnih ciljeva, a jednako tako proizlaze i prilike poduzeću koje na njega mogu pozitivno utjecati i pomoći u ostvarenju postavljenih poslovnih ciljeva. Kako bi poduzeća ostvarila temeljni cilj poslovanja, povećati bogatstvo vlasnika poduzeća i vrijednosti poduzeća, moraju imati razvijene sustave identifikacije i upravljanja poslovnim rizicima čime se stvaraju i određene konkurentske prednosti poduzeća kao i učinkovitije upravljanje raspoloživim resursima što je karakteristično integriranom upravljanju rizicima.

Značajnija primjena upravljanja rizicima u poduzećima započela je nakon globalne financijske krize iako se akademska i stručna zajednica temom upravljanja rizicima bavila i ranije. Kao i ranije, tako i u trenutnoj krizi uzrokovanom SARS-CoV-2 virusom, od iznimne je važnosti anticipativno upravljanje rizicima, te poduzeća s učinkovitim sustavom upravljanja rizicima lakše prevladavaju krizne situacije zbog stabilnijeg poslovanja.

Sukladno navedenom, cilj ovog diplomskog rada je prikazati primjenu integriranog upravljanja rizicima na primjeru Valamar riviere d.d. te analizirati literaturu iz područja integriranog upravljanja rizicima. Prikazom analize okruženja poduzeća i analizom financijskih izvještaja identificiraju se i analiziraju rizici te će se prikazati integrirano upravljanje rizicima te njegove prednosti i učinci.

### **1.2. Metode istraživanja i izvori podataka**

Metodologija istraživanja obuhvaća analizu statističkih izvještaja, stručne i znanstvene, domaće i strane literature. Prilikom prikupljanja podataka vezanih za ovu tematiku korištene su knjige iz područja ekonomike poduzeća (upravljanje rizicima, vrednovanje poduzeća, poslovno planiranje i slično), znanstveni članci, publikacije i provedena istraživanja iz područja upravljanja rizicima, dokumenti (financijski izvještaji, godišnji izvještaji, zakoni i slično) i internetski izvori.



Korištene su različite metode za obradu podataka kao što su metode deskripcije, komparacije, analize, sinteze, indukcije, dedukcije i klasifikacije te će se koristiti znanstveno utemeljena metodologija integriranog upravljanja rizicima, odnosno kombinacija kvalitativnih i kvantitativnih metoda kao što su analize okruženja (PESTLE analiza, analiza industrije modelom Porterovih 5 sila, SWOT analiza), analize financijskih izvještaja, analize osjetljivosti, analize scenarija te procjene značajnosti i vjerojatnosti nastupanja rizika.

### **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Rad je podijeljen na pet poglavlja. U uvodnom dijelu rada definiraju se predmet i cilj rada, metode istraživanja, izvori podataka, sadržaj i struktura rada. Drugo poglavlje predstavlja teorijski pregled koji objašnjava analizu rizika poslovanja poduzeća čime se obuhvaća pojam i vrste rizika, određivanje ciljeva i mjerenje rizika, identifikacija i subjektivna kvantifikacija rizika, izrada mape rizika te objektivna kvantifikacija i revidiranje mape rizika. Treće poglavlje predstavlja nastavak teorijskog pregleda u kojem se predstavljaju upravljanje rizicima, integrirano upravljanje rizicima te strategije i instrumenti upravljanja rizicima. U četvrtom poglavlju, koje je najopširnije, iznose se osnovni podaci o poduzeću te se provode analize poslovanja te šireg i užeg okruženja poduzeća (PESTLE analiza, analiza industrije modelom Porterovih 5 sila, analiza financijskih izvještaja poduzeća i SWOT analiza. Prikazuje se analiza rizika poslovanja poduzeća (identifikacija i subjektivna kvantifikacija rizika te izrada mape rizika) te strategije upravljanja rizicima. Peto poglavlje predstavlja zaključak, nakon kojeg slijedi popis literature, popis slika, popis tablica i životopis autora.

## 2. ANALIZA RIZIKA POSLOVANJA PODUZEĆA

### 2.1. Uvod o rizicima

U svakom poslovanju poduzeća javljaju se određeni rizici koji variraju ovisno o menadžmentu, gospodarskoj grani, regiji te drugim unutarnjim i vanjskim čimbenicima. Od iznimne je važnosti da je poduzeće upoznato s konceptom rizika te upravljanjem rizicima zbog nemogućnosti njihove potpune eliminacije te pravilnog shvaćanja pojma rizika. Važno je pregledati definicije rizika prema različitim izvorima te što one obuhvaćaju.

Rizik, u širem smislu, predstavlja nemogućnost predviđanja budućih ishoda s potpunom sigurnošću, odnosno stanja u kojem će kao posljedica neke odluke proizaći više rezultata.<sup>1</sup> Rizik je općenito smatran kao mogućnost gubitka što je nepotpun koncept zbog postojanja i mogućnosti neočekivanog dobitka. Tu dualnost najbolje prikazuje kineski simbol za rizik prikazan na slici 1 koji se sastoji od simbola za opasnost (krizu) i priliku.<sup>2</sup>

#### Slika 1 Kineski simbol za rizik



Izvor: Damodaran, A. (2008.) *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. USA: Wharton School Publishing, Pearson Education, 1. poglavlje, str. 5.

Prilikom razmatranja negativnog događaja rizika ili scenarija pojavljuje se nedostatak, odnosno ljudi često precijene ozbiljnost ili veličinu rizika što rezultira dvostrukim brojanjem nekih očekivanih gubitaka što bi trebalo isključiti.<sup>3</sup> Razliku rizika od neizvjesnosti čini mogućnost predviđanja ishoda, odnosno njezina kvantifikacija. Svaku mjerljivu neizvjesnost definiramo kao

<sup>1</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>2</sup> Damodaran, A. (2008.) *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. USA: Wharton School Publishing, Pearson Education.

<sup>3</sup> Segal, S. (2011.) *Corporate value of enterprise risk management the next step in business management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

rizik.<sup>4</sup> Rizici se kvantificiraju pomoću određivanja vjerojatnosti nastanka budućih događaja i njihovih očekivanih rezultata. Kako bi rizik postojao potrebna je neizvjesnost oko potencijalnih ishoda eksperimenta i da ishodi moraju biti važni u smislu pružanja korisnosti.<sup>5</sup> Drugim riječima, za ispravno poimanje rizika potrebno je predvidjeti vjerojatnost, posljedice te neizvjesnost. Iz navedenog je vidljivo kako rizik predstavlja vjerojatnost varijabilnog povrata, a temeljem mjerljivosti rizika dolazi se do polazišta za njegovim upravljanjem.

Rizik ima različita shvaćanja i osobne preferencije prema riziku što dovodi do zaključka da je rizik kvantitativne prirode i u velikoj mjeri subjektivan. Većina pojedinaca ima veliku averziju prema riziku zbog čega će mu se manje izlagati, a kod takvih osoba postoji veći utjecaj gubitka od dobitka. Kod mladi osoba uočena je veća tolerancija prema riziku. Između averzije i veličine uloga egzistira pozitivna korelacija.

Rizici se mogu definirati i sa stajališta poslovnih rizika gdje predstavljaju vjerojatnost nastupanja određenih događaja koji će imati negativne učinke na vrijednost očekivanih zarada, novčanih tokova i vrijednost poduzeća, odnosno koji će ugroziti njezine poslovne ciljeve.<sup>6</sup> Katkad poduzeća koja imaju veću izloženost određenom riziku na kraju ostvare pozitivan rezultat iz čega je vidljivo da rizik ne mora imati negativne posljedice. Financijsko tržište izvedenica nudi pozitivnu korelaciju rizika i nagrade. Identična je situacije i kod uvođenja novog proizvoda ili ulaska poduzeća na novo tržište kada ti poslovi mogu biti izrazito profitabilni ili omogućiti konkurentsku prednost. No, treba imati na umu kako preveliko izbjegavanje rizika potencijalno može rezultirati propuštenim prilikama i gubitkom vrijednosti. U financijama rizik se određuje kao promjenjivost povrata investicije na očekivani povrat, a vezu predstavlja prilagođena diskontna stopa.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Knight, F.H. (1921.) *Risk, Uncertainty and Profit: Hart, Schaffner, and Marx Prize Essays*. Boston and New York: Houghton Mifflin.

<sup>5</sup> Holton, Glyn A. (2004.) Defining Risk. *Financial Analysts Journal*, 60 (6), str. 19–25.

<sup>6</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo, prema Culp. L. C. (2001.) *The Risk Management Process – Business Strategy and Tactics*. John Wiley & Sons, str. 17.

<sup>7</sup> Damodaran, A. (2008.) *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. USA: Wharton School Publishing, Pearson Education.

S procesom odlučivanja poduzeća usko je povezan rizik koji, bez obzira na način donošenja, odvija se u različitim povoljnim i nepovoljnim okolnostima što utječe na pouzdanost procjene mogućeg rezultata.<sup>8</sup> Menadžment poduzeća treba donositi odluke u uvjetima neizvjesne i neuobičajene okoline te procijeniti njihove posljedice kada je prisutan neki rizik. Kako se povećava rizičnost i posebno neizvjesnost, smanjuje se odlučnost u ispravnost donesenih odluka. Također, odlučivanje i rizik su povezani sviješću o riziku. Menadžment je često svjestan rizika, no ne pridaje im dovoljno značajnosti ili ih zanemaruje što je neispravno i može dovesti do katastrofalnih posljedica za poslovanje poduzeća.

Raznim istraživanjima identificirane su pojedinih skupina poduzeća koja imaju veću izloženost poslovnim rizicima, kao što su:<sup>9</sup>

- mlada poduzeća kroz menadžment koji nema iskustva u upravljanju poduzećem ili vlastiti kapital i likvidnosne rezerve koje su nedovoljne za premošćivanje početnih poteškoća
- starija poduzeća kroz okoštale strukture menadžmenta ili proizvode, prodaju, tehnologiju i izobrazbu zaposlenih koju ne prilagođuju pravodobno promijenjenim uvjetima
- poduzeća u fazi rasta kroz visoke inovativne rizike ili rast koji ne financira dovoljno iz vlastitog kapitala ili nedostatak instrumenata upravljanja i organizacijskim mehanizmom za ovladavanje kompleksnošću
- poduzeća u granama visoko ovisnim o konjunkturi kroz vlastiti kapital i likvidnosne rezerve koji su relativno niski ili udjele fiksnih troškova koji su relativno visok
- poduzeća pravnog oblika d.o.o. kroz vlastiti kapital koji ne odgovara rizicima.

---

<sup>8</sup> Udovičić A., Kadlec Ž. (2013.) Analiza rizika upravljanja poduzećem. *Praktični menadžment stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta*, Vol. 4 No. 1, str. 50-60, prema Sikavica P., Bahtijarević-Šiber F., Pološki-Vokić N. (2008.) *Suvremeni menadžment vještine, sustavi i izazovi*. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>9</sup> Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

### 2.1.1. Vrste rizika

Katkad se javljaju poteškoće pri kategorizaciji pojedinih rizika uslijed njegove specifične prirode. Riziku je potrebno odrediti vrstu kako bi se jednostavnije odredila optimalna metoda za njegovo upravljanje. Ukoliko poduzeće ne odredi kategoriju rizika, neće biti u mogućnosti adekvatno identificirati značajnost rizika za poslovanje poduzeća. Kako bi se primijenile pravilne mjere upravljanja, potrebno je jasno razlikovati rizike i njihov sadržaj. U suprotnome, u poduzeću se mogu prouzročiti negativne posljedice zbog neadekvatnog upravljanja. Za listu rizika može se reći da nije konačna zbog velikog broja rizika, a u nastavku rada prikazan je pregled osnovnih vrsta rizika.

Rizike razlikujemo prema događaju koji ih je uzrokovao te se koristi od strane menadžera rizika i financijskih institucija, dok se u akademskim krugovima, fondovskoj industriji i industriji osiguranja prilikom upravljanja financijskim portfeljem koristi kategorizacija rizika koja ukazuje na to može li se rizik diverzificirati.<sup>10</sup>

#### 2.1.1.1. Rizici uzrokovani događajem

Rizici uzrokovani događajem definirani su vrstama rizika prema nastanku događaja koji može rezultirati gubicima za poduzeće.<sup>11</sup> Svaki faktor koji ima mogućnost utjecaja na poslovanje poduzeća smatra se izvorom rizika. Top-down pristupom rizici se dijele na strateške rizike, nakon kojih slijede financijski i operativni rizici.

##### 2.1.1.1.1. Strateški rizik

Strateški rizici su neočekivane promjene u ključnim elementima definiranja ili izvršavanja strategije poduzeća.<sup>12</sup> Drugim riječima, strateški rizici predstavljaju rizike neuspjeha u postizanju strateških ciljeva koji proizlaze iz temeljnih odluka koje direktori donose u vezi s ciljevima organizacije te su ti rizici povezani s poslovanjem vezanim uz određenu industriju. Ovi

---

<sup>10</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> Segal, S. (2011.) *Corporate value of enterprise risk management the next step in business management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..

rizici proizlaze iz aktivnosti kao što su spajanja i preuzimanja te izgradnja novih postrojenja, budući planovi i strategije povezane s uvođenjem novih proizvoda i usluga, te ovi rizici mogu proizaći iz pogrešnih procjena menadžmenta, nepovoljnih strateških odluka i zanemarivanja promjena u okruženju.<sup>13</sup> Kako bi se strateški rizici odredili potrebno je provesti temeljit proces strateškog planiranja i donošenja odluka, a za to je potrebna dovoljna količina informacija o odvijanju posla kao i o relevantnom ekonomskom, poslovnom i tehnološkom okruženju.<sup>14</sup> Strateški rizici se procjenjuju kvalitativno pomoću različitih metoda kao što su PESTLE analiza kojom se identificiraju politički, društveni i tehnološki rizici, analiza industrije modelom Porterovih pet sila kojom se identificiraju rizici istraživanja i razvoja, inovacija, ekspanzije, brenda i gubitka ključnih kupaca i SWOT analiza kojim se identificira intelektualni rizik. Također, neke od dodatnih metoda predstavljaju analiza scenarija, analiza stvarnih opcija i izrada kontingencijskih planova<sup>15</sup> Neki od strateških rizika su: politički rizik, rizik brenda, tehnološki rizik, rizik istraživanja i razvoja, rizik ekspanzije, intelektualni rizik, rizik inovacija, reputacijski rizik, gubitak ključnih kupaca, rizik društveno-kulturnih trendova i sl. Obzirom da ova skupina rizika najviše pridonosi rizičnoj izloženosti i padu tržišne vrijednosti poduzeća, predstavlja glavni izvor zabrinutosti u učinkovitom procesu upravljanja rizicima koje nameće nove zahtjeve u vidu unapređenja odgovora na događaje koje je teško predvidjeti i kvantificirati.<sup>16</sup>

#### 2.1.1.1.2. Financijski rizik

Financijski rizici su neočekivane promjene na vanjskim tržištima, cijenama, kamatnim stopama i likvidnosti ponude i potražnje.<sup>17</sup> Javljaju se kroz negativne promjene cijena financijske i realne imovine, valutnim tečajevima, tržišnim kamatnim stopama i nemogućnosti poslovnih partnera u

---

<sup>13</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb, prema Curtis Taylor, J. (2012.) *Concepts of Strategic Risk and Managing Strategic Risk*.

<sup>14</sup> Toma, S. i Alexa, I. (2012.) Different Categories of Business Risk. *Annals of Dunarea de Jos University of Galaty*. Fascicle I. Economics and Applied Informatics, No. 2, str. 109–114.

<sup>15</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> Segal, S. (2011.) *Corporate value of enterprise risk management the next step in business management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

izvršavanju ugovorenih obveza.<sup>18</sup> Uslijed tih negativnih i neočekivanih promjena dolazi do neposrednog gubitka novca što može za posljedicu prouzročiti neodgovarajuću likvidnost poduzeća za podmirivanje tekućih obveza što ima kratkoročne i dugoročne implikacije. Kako bi se utvrdila održivost poslovanja, menadžer mora ispitati kako poduzeće produžava kreditiranje kupaca, tko poduzeću duguje novac, kako ga poduzeće može dobiti te osiguranje za pokriće velikih ili sumnjivih dugova.<sup>19</sup>

Neki od financijskih rizika su valutni rizik, kamatni rizik, kreditni rizik, rizik likvidnosti i cjenovni rizik. Financijski rizici su bitan čimbenik poslovanja poduzeća zbog nemogućnosti poslovanja bez direktnog ili indirektnog utjecaja financijskih tržišta. Međubankarske kamatne stope imaju indirektan utjecaj na poduzeća kroz troškove kreditiranja, a međunarodno poslovanje ima direktan utjecaj kroz devizni tečaj. Pomoću navedenih primjera vidljivo je da su gotovo sva, mala i velika, poduzeća izložena tržišnim rizicima zbog čega je potrebno uvidjeti na koje načine utječu na njihovo poslovanje.

Kroz međudjelovanje sve češćeg ukidanja administrativnih ograničenja, međunarodne konkurencije, deviznog tečaja, diskontinuiteta cijene roba i kolebljivosti kamatnih stopa, otežava se situacija u poduzećima zbog čega na važnosti dobiva upravljanje financijskim rizicima.<sup>20</sup> Financijski rizici mogli bi se smjestiti na posljednje mjesto liste kritičnih rizika zbog toga što vrlo malo rizika unutar poduzeća proizlazi iz nečega isključivo financijskog.<sup>21</sup> Metode pomoću kojih se financijski rizici najčešće kvantificiraju su vrijednost pri riziku (rizična vrijednost, engl. Value-at-Risk – VaR), novčani tok pri riziku (rizični novčani tok, engl. Cash-flow-at-Risk – CFaR), Monte Carlo simulacija, analiza osjetljivosti i analiza scenarija.<sup>22</sup>

---

<sup>18</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>19</sup> Toma, S. i Alexa, I. (2012.) Different Categories of Business Risk. *Annals of Dunarea de Jos University of Galaty*. Fascicle I. Economics and Applied Informatics, No. 2, str. 109–114.

<sup>20</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>21</sup> Toma, S. i Alexa, I. (2012.) Different Categories of Business Risk. *Annals of Dunarea de Jos University of Galaty*. Fascicle I. Economics and Applied Informatics, No. 2, str. 109–114.

<sup>22</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

Kreditni rizik predstavlja potencijalnu ili postojeću nesposobnosti poslovnog partnera da podmiri dospjele obveze ili izvrši ugovorenu poslovnu transakciju.<sup>23</sup> Kreditni rizik se može pojaviti kao kreditni rizik prije izvršenja obveze u kojemu poslovni partner ima financijske probleme prije inicijacije izvršenja ugovorne obveze što dovodi do propasti poslovnog dogovora ili se pojavljuje kao kreditni rizik pri izvršenju obveze ili transakcije u kojem poslovni partner ne može izvršiti ugovorne obveze tijekom vremenskog razdoblja u kojemu se transakcija realizira, odnosno nemogućnosti naplate potraživanja.<sup>24</sup>

Rizik likvidnosti predstavlja rizik da poduzeće neće ostvariti dovoljno novčanih primitaka za pokrivanje novčanih izdataka što može dovesti do likvidacije imovine poduzeća koja se odvija po manjim vrijednostima od realnih kako bi poduzeće nadomjestilo manjak novčanih sredstva.<sup>25</sup> Ovaj rizik nastaje iz sezonskih fluktuacija, prekida u poslovanju, porasta operativnih troškova, neusklađene ročnosti imovine i obveza, neodgovarajućeg upravljanja novčanim tokovima, otplate dugova, neadekvatnih ili nepostojećih financijskih sredstava, neplaniranih kapitalnih izdataka, neplaniranog smanjenja prihoda i profitabilnosti te neadekvatnog upravljanja radnim kapitalom.<sup>26</sup> Specifičnost rizika likvidnosti uviđa se u utjecaju svih rizika povezanih s novčanim tokom poduzeća na ovaj rizik zbog čega se on promatra zajedno s ostalim rizicima. Također, loš kreditni rejting ili poslovanje na udaljenim mjestima prerizičnim za financijske institucije dovodi do nedostupnosti vanjskih izvora financiranja poduzeća.<sup>27</sup>

Kamatni rizik je rizik od promjena kamatnih stopa. Ovom riziku su podložnija poduzeća koja se zadužuju uz promjenjivu kamatnu stopu te poduzeća koja se bave kupoprodajom komercijalnih zapisa na koje promjena kamatnih stopa ima utjecaj. Dok poduzeća koja su se zadužila uz fiksnu

---

<sup>23</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>24</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>25</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>26</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>27</sup> Toma, S. i Alexa, I. (2012.) Different Categories of Business Risk. *Annals of Dunarea de Jos University of Galaty*. Fascicle I. Economics and Applied Informatics, No. 2, str. 109–114.



kamatnu stopu mogu ostvariti negativnu vrijednost kroz oportunitetni trošak ukoliko dođe do pada kamatnih stopa.<sup>28</sup>

Valutni rizik javlja se kao ekonomska vrijednost zamjena valuta potraživanja i plaćanja, odnosno predstavlja nepovoljnu promjenu deviznog tečaja u trenutku naplate potraživanja ili plaćanja obveza zbog čega će poduzeće ostvariti gubitak. Izloženost ovom riziku vidljiva je kod transakcija u stranoj valuti koje poduzeće ostvaruje iz inozemnog poslovanja.<sup>29</sup> Ovaj rizik nastaje u slučajevima kada poduzeće sudjeluje u međunarodnim operacijama koje uključuju druge valute kao što su uvoz, izvoz, ulaganje i financiranje.<sup>30</sup>

Cjenovni rizik je rizik promjene cijena roba i financijske imovine. Robni cjenovni rizik razlikuje se od ostalih financijskih rizika obzirom da se na robnom tržištu trguje opipljivom robom kao što su plemeniti metali, nafta, žitarice i sl.<sup>31</sup> Sva poduzeća su izravno ili neizravno izložena ovom riziku jer prvenstveno cijena ovisi o ponudi i potražnji za nekom robom, kratkoročnim očekivanjima vezanim uz kretanje globalne ekonomije, poslovne cikluse, a volatilitnost cijena ovisit će o vrsti i kvarljivosti robe. Ovaj rizik je poznat kroz povijest te se njime može upravljati pomoću izvedenica.<sup>32</sup>

#### 2.1.1.1.3. Operativni rizik

U svom poslovanju, poduzeća se svakodnevno susreću s operativnim rizicima. Operativni rizici su rizici gubitka koje uzrokuju neadekvatne ili pogrešne procedure, ljudske pogreške ili greške sustava, propusti u internoj kontroli i reviziji, vanjski i unutarnji napadi na IT sustave, nepredvidivi vanjski događaji te neusklađenost sa zakonskom regulativom.<sup>33</sup> Ova skupina rizika ima najširi spektar rizika od svih kategorija, a neki od operativnih rizika su: grešaka u internim

---

<sup>28</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>29</sup> Orsag, S. (2006.) *Izvedenice*. Zagreb: Hrvatska udruga financijskih analitičara.

<sup>30</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb, prema Jakovčević, D. i Novaković, D. (2018) Izloženost valutnom riziku banaka i poduzeća u Republici Hrvatskoj. *Financije – teorija i suvremena pitanja*, str. 203-204.

<sup>31</sup> Ibid.

<sup>32</sup> Orsag, S. (2006.) *Izvedenice*. Zagreb: Hrvatska udruga financijskih analitičara.

<sup>33</sup> Chapman, R. J. (2011.) *Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management*. Second edition. New York, United States: Wiley.

procedurama, rizik prijevare, rizik štetnog djelovanja zaposlenika, rizik kibernetičke sigurnosti, elementarnih nepogoda i ostalih šteta, ozljeda na radu, zakonski rizik te ekološki rizik.<sup>34</sup> Upravljanje operativnim rizicima primarno je usmjereno na izbjegavanje negativnih efekata uzrokovanih poremećajima poslovnih aktivnosti i ostvarivanjem određenih koristi od povećanja učinkovitosti procesa.<sup>35</sup>

Zakonski rizik definira se kao rizik nepostupanja usklađen s propisima i zakonima, nepoznavanje zakonskih obveza, napoštivanje ugovornih odredbi, neprepoznavanje pravnih prijetnji i njihovo neučinkovito upravljanje.<sup>36</sup> Drugim riječima, poduzeće ima obvezu pridržavati se zakona i propisa što može utjecati na njegovo poslovanje i stvoriti negativne vrijednosti. Ovaj rizik odnosi se na kršenje autorskih prava, kršenje zakona o zaštiti okoliša, visoke troškove dugotrajnih pravnih sporova, netočno prezentirane podatke u financijskim izvještajima ili njihovo izostavljanje i opasnost od kaznenog progona. Loše napisani zakoni mogu dovesti do raznih malverzacija zbog kojih poduzeće može ostvariti značajne gubitke. Učestalim promjenama zakona i propisa država uzrokuje promjene za poslovanje poduzeća koje sa stajališta planiranih poslovnih rezultata nisu povoljne.<sup>37</sup>

Ekološki rizik, ukoliko nastupi, može imati značajan utjecaj na poslovanje poduzeća iako ima malu vjerojatnost. Uzrok ekološkog rizika može proizaći iz emisije stakleničkih plinova, potrošnje energije i njezinih učinaka, odlaganja otpada, upotrebe i ispuštanja vode te sveukupnih učinaka na bioraznolikost i zdravlje ljudi. Iz ekološkog rizika može proizaći i politički rizik kao gubitak podrške političkih prijatelja i dužnosnika te gospodarskih udruženja, dok će loša reputacija utjecati na nezadovoljstvo zaposlenika i poteškoće u privlačenju novih te će negativno utjecati na percepciju brenda što može imati ozbiljne posljedice za trenutne menadžere.<sup>38</sup> Jedan od aktualnih ekoloških rizika koji utječu na poslovanje poduzeća u Republici

---

<sup>34</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>35</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>36</sup> Ibid.

<sup>37</sup> Ibid.

<sup>38</sup> Ibid.

Hrvatskoj je pandemija globalnih razmjera SARS-CoV-2. Ovaj rizik je, zbog svoje male šanse, često zanemarivan što može dovesti do katastrofe još većih razmjera.

#### 2.1.1.2. Rizici prema mogućnosti diversifikacije

Druga podjela rizika je prema mogućnosti diverzifikacije koji imaju dvije vrste, sistematski i specifični rizik. Rizici se određuju putem investicijskog pristupa. Kako bi se smanjio ukupan rizik, poduzeće ili pojedinac ulaže u više različitih investicija koje se razlikuju po vrsti i strukturi. Rizik koji se javlja pri svakoj investiciji se sastoji od sistematskog i specifičnog rizika. Specifični ili nesistematski ili pojedinačni rizik predstavlja rizik koji se može eliminirati formiranjem diverzifikacijom portfelja. Ovaj rizik se odnosi samo na situacije koje se događaju u samo jednom poduzeću kao što su štrajkovi, suđenja, promjene tržišne prihvatljivosti marketing programa, promjene uvjeta izvršenja zaključenih poslova i sl., odnosno može se reći da predstavlja unutarnji rizik pojedinog poduzeća. Specifični rizik ima važan značaj kod investitora koji su investirali samo u jedno poduzeće, no ukoliko bi investirali u sve dionice na tržištu, specifični rizik bi nestao, a ostao bi samo sistematski rizik.<sup>39</sup> Upravljanjem ovim rizikom, odnosno njegova minimizacija prikladna je za investicijske fondove i portfolio investitore jer ulažu u mnogobrojna poduzeća sa ciljem maksimizacije povrata te je jedino njima relevantna podjela rizika na specifične i sistematske.

Sistematski ili opći tržišni ili nediverzificirajući rizik proizlazi iz oscilacija na investicijskom tržištu poput inflacije, rasta kamatnih stopa, recesije, ratova i sl. Navedene promjene utječu na sva poduzeća što dovodi do zaključka kako ovaj dio ukupnog rizika nije moguće izbjeći diverzifikacijom.<sup>40</sup> Drugim riječima, sistematski rizik predstavlja stupanj sistemskog kretanja prinosa dionice koji je povezan s kretanjem prinosa čitavog tržišta vrijednosnih papira.<sup>41</sup> Ovaj rizik može se mjeriti beta koeficijentom koji mjeri intenzitet promjena prinosa na dionicu prema promjenama prinosa na sveukupno tržište.<sup>42</sup>

---

<sup>39</sup> Karić, M. (1995.) Mjerenje rizika u uvjetima diverzificiranih investicija. *Ekonomski vjesnik*, br. 1 (8), str. 91-101.

<sup>40</sup> Ibid.

<sup>41</sup> Orsag, S. (2015.) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis i HUFA.

<sup>42</sup> Ibid.

Određivanje rizika portfelja i osnovnih parametara distribucije vjerojatnosti kroz definiciju očekivanog prinosa i varijance portfelja vrijednosnim udjelima investicija u portfelju i matricom kovarijanci moguće je pomoću moderne teorije portfelja koju je razvio Harry Markowitz.<sup>43</sup> Također, ovim modelom je moguće razlikovati efikasan i neefikasan portfelj te su formirani alati odlučivanja u uvjetima rizika. Moderna teorija portfelja dokazao je da je varijanca portfelja funkcija varijanci individualnih investicija, njihovih učešća i korelacije među prinosima tih izabranih investicija.<sup>44</sup> Nastavno na modernu teoriju portfelja, teoriju tržišta kapitala i pravca alokacije kapitala razvijen je model procjenjivanja kapitalne imovine, poznatiji kao CAPM model (engl. Capital Asset Pricing Model). CAPM model upotrebljava i povezuje sistematski rizik sa zahtijevanim prinosom što predstavlja napredak u odnosu na teoriju tržišta kapitala koja je prinos i rizik na efikasni portfelj povezivala, a sistematski rizik je predstavljao zahtijevani prinos. Pomoću CAPM modela je moguće izabrati investicije temeljem rizično-profitnih obilježja investitora.<sup>45</sup>

## **2.2. Određivanje ciljeva i mjerenje rizika**

Načini i metode upravljanja rizicima osciliraju od pojedinog poduzeća do industrijske grane, a zapravo je nemoguće primijeniti iste modele na različitim poduzećima. U velikom broju stručne i znanstvene literature nalazi se okvir za upravljanje rizicima sastavljen od sljedećih faza: identifikacija rizika, kvantifikacija rizika, donošenje odluka o riziku, implementacije i kontrole.<sup>46</sup> Bitan element upravljanja rizicima je mjerenje i kvantifikacija što čini polazište za odabir pravilne strategije upravljanja. Faze procjene i upravljanja prikazane su u nastavku rada.

### **2.2.1. Metode mjerenja utjecaja rizika**

Metodama mjerenja utjecaja rizika cilj je ustanoviti ranjivost sustava, uočiti potencijalne rizike te na odgovarajući način kvantificirati moguće posljedice kako bi poduzeće moglo odabrati

---

<sup>43</sup> Ibid.

<sup>44</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>45</sup> Ibid.

<sup>46</sup> Segal, S. (2011.) *Corporate value of enterprise risk management the next step in business management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

najučinkovitiji način zaštite i procijeniti opravdanost uvođenja dodatnih mjera zaštite od rizika.<sup>47</sup> Mjerenje rizika poduzećima postaje važno nakon što se utvrdi utjecaj rizika na poslovanje i vrijednost poduzeća. Najčešće korištene mjere kvantifikacije izloženosti rizicima koriste se različite metode poput analize osjetljivosti, analize scenarija, vrijednost pri riziku (VaR), novčani tok pri riziku (CFaR) te druge simulacijske tehnike. Tim metodama poboljšava se razumijevanje važnosti pojedinih rizika i prikazuje se doprinos tih pojedinačnih rizika ukupnom profilu rizika. Prema ovim podacima moguće je objektivnije izraditi mapu rizika koja sadržava kvalitativne i kvantitativne elemente što predstavlja temelj za uspostavljanje integriranog upravljanja rizicima.<sup>48</sup>

#### 2.2.1.1. Analiza scenarija

Scenarij je opis načina kako bi se budućnost mogla odviti temeljem pretpostavki „ako-onda”, a uglavnom podrazumijeva opis početnog stanja te ključnih faktora i promjena koje vode prema određenome budućem stanju.<sup>49</sup> Analiza scenarija predstavlja postupak procjene očekivanih novčanih tokova i vrijednosti imovine kako bi se razumjeli učinci koje rizik ima na vrijednost. Analiza se služi povijesnim podacima kako bi oni pružili okvir za provođenje analize budućih scenarija te analiza o njima ne ovisi.<sup>50</sup> Ovom analizom moguće je u scenarij uvrstiti više rizika te tako dobiti njihovu korelaciju. Također, mogu se testirati učinci rizika u različitom rasponu vjerojatnosti, od vrlo vjerojatnih do vrlo nevjerojatnih, kroz računalne simulacije. Moguće ju je primijeniti na investicijsku strategiju i financije poduzeća. Analiza scenarija se provodi kako bi se smanjila neizvjesnost koja može imati negativan utjecaj na poduzeće. Potrebno je usporediti pesimistične i optimistične scenarije s postavljenim planovima kako bi se utvrdilo da li je potrebno korigirati plan. Omogućuje i uvid u način realizacije pojedinog plana te koji su rizici

---

<sup>47</sup> Andrijanić, I., Gregurek, M. i Merkaš, Z. (2016.) *Upravljanje poslovnim rizicima*. Zagreb: Libertas Međunarodno sveučilište: Plejada.

<sup>48</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>49</sup> Radeljak Kaufmann, P. (2016.) Metoda scenarija u istraživanju i planiranju prostora. *Hrvatski geografski glasnik*, Vol. 78 No. 1, str. 45-71.

<sup>50</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

relevantni za poduzeće.<sup>51</sup> Nadalje, scenarij možemo promatrati kao instrument anticipativne kontrole u sferi sustava rane spoznaje te kao instrument upravljanja nesigurnošću. Scenarij ima važnu ulogu pošto ljudi nastoje netransparentno pretvoriti u transparentno, te neizvjesno u izvjesno.<sup>52</sup>

#### 2.2.1.2. Analiza osjetljivosti

Analizom osjetljivosti kao najjednostavnijim pristupom analize rizika prikazuje se osjetljivost novčanih tokova na promjene varijabli u poslovanju poduzeća kao što su promjene tržišnih kamatnih stopa, prodajnih cijena proizvoda, cijena sirovina ili bilo koje druge varijable. Ova metoda prikazuje pojedinačni rizik i ne omogućuje mjerenje kombiniranih učinaka više varijabli. Analiza osjetljivosti upotrebljava se kao pomoćna metoda odabira relevantnih rizičnih čimbenika iz kojih se trebaju razvijati različiti scenariji jer omogućava prepoznavanje čimbenika na koje su novčani tokovi najosjetljiviji.<sup>53</sup>

#### 2.2.1.3. Vrijednost pri riziku

Vrijednost pri riziku je mjera najvećeg očekivanog gubitka koji se može dogoditi tijekom određenog vremenskog razdoblja u normalnim tržišnim uvjetima uz određenu razinu pouzdanosti.<sup>54</sup> Ovu mjeru najviše koriste financijske institucije kako bi komprimirali očekivanu distribuciju negativnih poslovnih rezultata u jedan broj. Računa se za kratko vremensko razdoblje i izračunava se maksimalni iznos gubitaka koje portfelj može ostvariti u 95% ili 99% slučajeva u jednom ili nekoliko dana.<sup>55</sup> Vrijednost pri riziku ne pruža informaciju hoće li vrijednost poduzeća pasti ispod određene razine kroz jedno duže vremensko razdoblje.

---

<sup>51</sup> Segal, S. (2011.) *Corporate value of enterprise risk management the next step in business management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

<sup>52</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: Hum naklada.

<sup>53</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>54</sup> Miloš Sprčić D., Radić D. (2011.) Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CfaR. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 9 No. 1, str. 55-70, prema Jorion, P. (2000.) *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*. McGraw-Hill.

<sup>55</sup> Miloš Sprčić D., Radić D. (2011.) Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CfaR. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 9 No. 1, str. 55-70, prema Culp, L. C. (2002.) *The Revolution in Corporate Risk Management*. *Journal of Applied Corporate Finance*. 14 (4), str. 8-26.

Vrijednost pri riziku mogu koristiti sva poduzeća za procjenu svoje rizične izloženosti, a najviše ju koriste poslovne i investicijske banke kako bi procjenile potencijalne gubitke vrijednosti svojih portfelja prilikom nepovoljnog kretanja tržišta i usporedile ih s dostupnim kapitalom i rezervama likvidnosti za pokrivanje gubitaka.<sup>56</sup> Poduzeća iz realnog sektora ovom metodom mogu izračunati utjecaj i upravljati financijskim rizicima.<sup>57</sup> Vrijednost pri riziku mogu se izračunati pomoću tri glavna pristupa: povijesna simulacija, metoda varijance-kovarijance i Monte Carlo simulacije.

Povijesna simulacija bazira se na pretpostavci da će bliska budućnost biti vrlo slična nedavnoj prošlosti zbog čega se pomoću povijesnih podataka može prognozirati rizik bliske budućnosti.<sup>58</sup> Karakteristika ovog pristupa je izračun vrijednosti pri riziku bez pretpostavki statističke distribucije tržišnih faktora. Pri korištenju ove metode pojavljuje se problem izbora optimalnog vremenskog razdoblja, dok je prednost jednostavnost izračuna.<sup>59</sup>

Metoda varijance-kovarijance je metoda koja se temelji na pojednostavljenim pretpostavkama kretanja tržišnih cijena i karakteristika portfelja. Temeljna pretpostavka model je da tržišni faktori imaju multivarijantnu normalnu distribuciju što za posljedicu ima normalnu distribuciju očekivanja vrijednosti portfelja. Kako bi se odredila vrijednost pri riziku, potrebno je definirati distribuciju mogućih dobitaka i gubitaka portfelja.<sup>60</sup>

Monte Carlo simulacija je numerička metoda statističke simulacije u kojoj se koriste sekvence slučajnih brojeva za izvođenje simulacije.<sup>61</sup> Zbog primjene povijesnih podataka, slična je povijesnoj simulaciji, a glavna razlika je što se za određivanje hipotetskih prinosa portfelja koriste nasumične statističke distribucije koje se smatraju adekvatnim načinom predstavljanja ili

---

<sup>56</sup> Damodaran, A. (2008.) *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. USA: Wharton School Publishing, Pearson Education.

<sup>57</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>58</sup> Miloš Sprčić D., Radić D. (2011.) Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CfaR. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 9 No. 1, str. 55-70, prema Linsmeier, T. J., Person, N. D. (1999.) Risk Measurement: An Introduction to Value at Risk. *University of Illinois at Urbana-Champaign*.

<sup>59</sup> Ibid.

<sup>60</sup> Ibid.

<sup>61</sup> Ibid, prema Limić, N. (2002.) *Monte Carlo simulacije slučajnih veličina, nizova i procesa*. Zagreb: Element.

aproximacije moguće promjene tržišnih faktora. Za korištenje ove metode potrebno je odrediti pretpostavke o strukturi tržišta, stohastičke procese kretanja cijena, korelaciju između faktora rizika i volatilnosti tih faktora, a zbog korištenja povijesnih podataka, očekivanja tržišta, korelacije i matrica volatilnosti predstavlja računalno zahtjevnu metodu. Sva tri pristupa su komplementarna, a svaki pruža drugačiji pogled na rizik portfelja.<sup>62</sup>

#### 2.2.1.4. Novčani tok pri riziku

Novčani tok pri riziku, ili skraćeno CFaR (engl. Cash Flow at Risk), označava simulacije novčanih tokova poduzeća koje omogućavaju procjenu vrijednosti nastupanja financijskih poteškoća ili stečaja poduzeća u dužem vremenskom razdoblju.<sup>63</sup> Ova metoda je prikladnija za poduzeća iz realnog sektora kojima su potrebne fleksibilnije metode kako bi mogli uzeti u obzir operativno poslovanje, a neizvjesnost kretanja budućih novčanih tokova je temeljni faktor rizika.<sup>64</sup> Novčani tok pri riziku je maksimalni gubitak neto generiranog novčanog toka, u odnosu na ciljanu razinu, koji se može dogoditi uslijed izloženosti tržišnim rizicima u određenom razdoblju i uz određenu razinu pouzdanosti.<sup>65</sup> Dok bi se skraćeno novčani tok pri riziku definirao kao distribucija vjerojatnosti operativnih novčanih tokova tijekom određenog razdoblja u budućnosti koja se temelji na informacijama dostupnim danas.<sup>66</sup> Novčani tok pri riziku poduzeću pomaže kod unapređenja financijske strategije poduzeća, planiranja strukture kapitala, informiranja menadžmenta o donošenju strategija upravljanja rizicima, dugoročnog planiranja investicija, procjene gotovinskih rezervi za podmirivanje dugova u slučaju pada zarada.<sup>67</sup> Omogućeno je izračunati novčani tok pri riziku temeljem procjene izloženosti svim identificiranim poslovnim rizicima čime se prikazuje maksimalan mogući gubitak gotovine.<sup>68</sup>

---

<sup>62</sup> Ibid.

<sup>63</sup> Ibid.

<sup>64</sup> Ibid, str 60, prema Wiedemann, A., Hager, P., Roehrl, A. (2005), Integrated Risk Management with Cash-Flow-at-Risk/Earnings-at-Risk methods.

<sup>65</sup> Ibid.

<sup>66</sup> Ibid, str. 61, prema Stein, J., Usher, S., LaGattuta, D., Youngen, J. (2001), A Comparables Approach To Measuring Cash-Flow-At-Risk For Non-Financial Firms. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, str. 4.

<sup>67</sup> Ibid.

<sup>68</sup> Ibid, prema Andrén, N., Jankensgál, H., Oxelheim, L. (2005), Exposure-based Cash Flow-at-Risk under Macroeconomic Uncertainty. *Journal of Applied Corporate Finance*.



### 2.3. Identifikacija i subjektivna kvantifikacija rizika

Druga ključna faza integriranog upravljanja rizicima predstavlja identifikacija i subjektivna kvantifikacija rizika. Pokušava se identificirati izvore rizika, predvidjeti razvoj budućih događaja i mogući uzroci i posljedice tih događaja. U ovom koraku cilj je napraviti listu rizika temeljenih na događajima koji mogu imati značajne posljedice i određenu vjerojatnost nastupanja. Važno je identificirati sve relevantne rizike za poslovanje poduzeća. Kako bi se rizici identificirali potrebno je temeljno poznavanje organizacije poduzeća, okruženja i tržišta u kojemu posluje, razumijevanje strateških i operativnih ciljeva kao i opasnosti i prijetnji povezanih sa ciljevima. Kako bi se rizici procijenili lakše i objektivnije angažiraju se grupe stručnjaka iz različitih odjela poduzeća te vanjski stručnjaci čime se postiže veća objektivnost. Analizira se makrookruženje (PESTLE analiza), industrija (Porterov model pet sila) te odnos poduzeća i okruženja kroz definiranje snaga, slabosti, prilika i prijetnji (SWOT analiza), a kako bi se oformila konačna lista rizika koriste se kvalitativne metode i tehnike procjene rizika kao što su brainstorming, delfi metoda, fokus grupa, panel stručnjaka i druge. Također, potrebno je razumjeti glavne ciljeve, strategiju i glavne indikatore stvaranja vrijednosti poduzeća.<sup>69</sup>

### 2.4. Izrada mape rizika

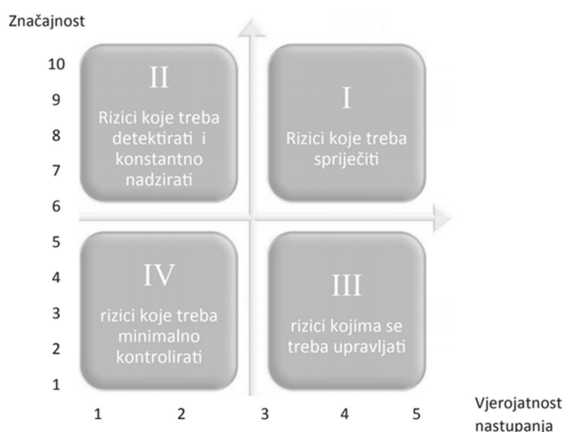
Nakon što se rizici identificiraju potrebno ih je kategorizirati ovisno o njihovoj značajnosti i vjerojatnosti nastupanja. Značajnost rizika prikazuje se na vertikalnoj osi, a ocjenjuje se skalom od 1 do 10 prema rastućoj razini utjecaja pojedinog rizika na novčane tokove, zarade i/ili vrijednost poduzeća, dok se vjerojatnost prikazuje na horizontalnoj osi te se ocjenjuje skalom od 1 do 5. Na temelju tih podataka stvara se mapa rizika prikazana na slici 2, odnosno koordinatni sustav s 4 kvadranta, koja omogućuje lakši i razumljiviji prikaz identificiranih rizika poduzeća što omogućuje jednostavniju kontrolu. Mapiranje rizika sjedinjuje identifikaciju poslovnih rizika u svim dijelovima poduzeća i menadžmentu pomaže prilikom donošenja odluka kojim je rizicima potrebno upravljati na razini poduzeća, koje prenijeti na druge sudionike

---

<sup>69</sup>Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

tržišta te koju kombinaciju mjera i instrumenata primijeniti kako bi ostvarili optimalne učinke upravljanja rizicima.<sup>70</sup>

## Slika 2 Mapa rizika



Izvor: Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb str. 30, prema: Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo, str. 106.

Prema kvadrantu u kojem se rizici nalaze u koordinatnom sustavu poduzeće donosi odluku o tome kojim rizicima treba posvetiti najviše pozornosti u procesu upravljanja rizicima, te koji rizici nisu značajni za poslovanje poduzeća. Rizici smješteni u prvom kvadrantu imaju visoku vjerojatnost nastupanja te predstavljaju veliku opasnost za ostvarivanje ciljeva poduzeća, a njima je potrebno aktivno upravljati kako bi se spriječio njihov nastanak. U drugom kvadrantu nalaze se rizici visoke značajnosti i male vjerojatnosti nastupanja zbog čega se moraju konstantno nadzirati kako bi se pravovremeno spriječilo povećanje vjerojatnosti nastupanja. Rizici koji se klasificiraju s velikom vjerojatnosti nastupanja i malom značajnosti nalaze se u trećem kvadrantu, te zbog toga imaju manji prioritet pri upravljanju rizicima. U četvrtom kvadrantu smješteni su rizici koji imaju malu značajnosti i vjerojatnost nastupanja zbog čega ih se treba minimalno kontrolirati.<sup>71</sup>

<sup>70</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>71</sup> Ibid.

## **2.5. Objektivna kvantifikacija i revidiranje mape rizika**

Sljedeća faza integriranog upravljanja rizicima je objektivna kvantifikacije i revidiranje mape rizika. Potreban je stručan tim zaposlenika, i prema potrebi vanjskih suradnika, kako bi se rizici objektivno kvantificirali. Time se formira konačna lista ključnih rizika te se mapa rizika revidira.<sup>72</sup> Objektivna kvantifikacija rizika provodi se pomoću analize osjetljivosti, analize scenarija te različitih simulacijskih tehnika. Ove metode detaljnije su objašnjene u poglavljima od 2.2.1.1. do 2.2.1.4.

---

<sup>72</sup> Ibid.

### 3. STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA

#### 3.1. Upravljanje rizicima

Upravljanje rizicima označava provođenje postupaka koji će rezultirati minimiziranjem negativnih utjecaja na poslovanje i ciljeve poduzeća proizašlih iz izloženosti rizicima. Čitav proces upravljanja rizicima je veoma kompleksan. Tradicionalno “*silo-based*” upravljanja rizicima ima sljedeće karakteristike:<sup>73</sup>

- Silo pogled na rizik, neovisno se nosi s rizicima, nema sustavnog razumijevanja međuovisnosti i korelacije među rizicima.
- Tehničko je i taktičko, nije strateško. Vrhunski menadžment i nadzorni odbor ne koriste nalaze menadžmenta rizika pri donošenju strateških odluka i ne smatraju se važnim u korporativnom upravljanju. Funkcija srednjeg menadžmenta.
- Perspektiva je usko usredotočena na negativni učinak rizika. Dvostruka priroda rizika (prijetnja i prilika) se ne očekuje.
- Postupak identifikacije i procjene rizika, kao i praćenje i izvještavanje je ad hoc. Utjecaj rizika na postizanje ciljeva poduzeća se ne analizira. Dvosmisleno vlasništvo nad nekim vrstama rizika.
- Fokus je na mjerljivim rizicima, poput financijskih, dok se loše definirani operativni ili strateški rizici, kao što su lanci opskrbe, cyber i reputacijski rizici mogu prepoznati, ali se njima ne može učinkovito upravljati.

Naspram tradicionalnom, suvremeno upravljanje rizicima ima sljedeće karakteristike:<sup>74</sup>

- Portfeljni prikaz rizika, cjelovito se bavi rizicima, potiče sistemsko razmišljanje. Analiziraju se i razumiju međuovisnosti i korelacija među rizicima. Prirodne živice se prepoznaju i iskorištavaju.

---

<sup>73</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2020.) *Enterprise Risk Management: Theory and Practice with Selected Case Studies of Multinational Companies*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb, prema McShane, M.K. (2018). Enterprise risk management: history and a design science proposal. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 19 (2), pp. 137-153.

<sup>74</sup> Ibid, prema McShane, M.K. (2018). Enterprise risk management: history and a design science proposal. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 19 (2), pp. 137-153.

- Nadzorni odbor i najviše rukovodstvo snažno su povezani s ERM-om što igra važnu ulogu u korporativnom upravljanju. Upravljanje rizicima je bitno za razmatranje strateških odluka.
- Perspektiva je pozitivna, temelji se na vrijednosti. Upravljanje rizikom nije povezano samo s potencijalnom negativnom stranom, već se koristi za iskorištavanje prilika za stvaranje vrijednosti.
- Menadžment rizika je postupak koji je strukturiran, politika i postupci upravljanja rizikom su dobro definirani. Postoje registar rizika i mapa rizika. Vlasništvo nad svim rizicima dodjeljuje se s odgovornošću. Praćenje i izvještavanje je sustavno.
- ERM donosi jedinstvenu, sveobuhvatnu strukturu nadzora rizika i kulturu rizika za postupanje sa svim vrstama rizika. Fokus je na razumijevanju temeljnih uzroka rizika. Appetit za rizikom i tolerancija na rizik definiraju se i koriste kod donošenja odluka.

Nužnost pravodobne identifikacije rizika sažeto se uočava u riječima Lao Tsea: “Bavi se teškim problemima dok je još lako. Bavi se velikim dok je još malo.”<sup>75</sup> Tijekom formiranja odluka poduzeće treba znati koji se potencijalni rizici mogu pojaviti te na koji način pravilno i učinkovito njima upravljati. U prošlosti je poduzećima bilo jednostavnije upravljati rizicima zbog stabilnosti u okolini. Sada, u dinamičnom okruženju, poduzećima je neophodno upravljati rizicima kroz predviđanja potencijalnih događaja, učinaka i posljedica s kojima se mogu susresti u skorijem i kasnijem budućem vremenu te kako bi pomoću različitih aktivnosti rizike doveli do najmanje razine.<sup>76</sup> Kako bi poduzeće učvrstilo svoju poziciju na tržištu ili ju poboljšalo, trebalo bi pridati dodatnu pažnju analizi i upravljanju rizicima.<sup>77</sup>

Tradicionalno upravljanje rizicima izolira rukovoditelje poslovnih jedinica s malim ili nikakvim nadzorom ili komunikacijom o tome kako određene odluke o upravljanju rizicima utječu na ostale rizike i strategiju poduzeća. Takvo upravljanje rizicima bi bilo dobro da je pojedinačno upravljanje rizikom dio dobro razvijenog sustava koji integrira ukupnu izloženost organizacije

---

<sup>75</sup> Osmanagić Bedenik N. (2004.) Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>76</sup> Fijačko, J. (2017.) Upravljanje rizicima – imperativ suvremenog poslovanja. *Mirakul*.

<sup>77</sup> Udovičić A., Kadlec Ž. (2013.) Analiza rizika upravljanja poduzećem. *Praktični menadžment* stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, Vol. 4 No. 1, str. 50-60.

strateškim, financijskim i operativnim rizicima, promatra međusobne odnose između različitih rizika i stvara optimalnu strategiju upravljanja rizicima. Nedostatak tradicionalnog upravljanje rizicima je intenzivna komunikacija i suradnja između menadžera zaduženih za različite vrste rizika i glavnog direktora za rizike (CRO) koji je upravlja procesom i koordinira aktivnosti upravljanja rizicima. Zbog takvog nedostatka, mjerenje i upravljanje rizicima neće utjecati na uspješnost poduzeća, čak i ako je tehnički dobro implementirana zato što točne informacije o izloženosti riziku, koje odražavaju portfelj rizika i njihovu međuovisnost, nisu uključene postupak donošenja odluka.<sup>78</sup>

Glavna razlika između tradicionalnog i suvremenog upravljanja rizicima očituje se u postojanju usredotočenosti na holistički pristup, što podrazumijeva da su svi rizici, kojima je poduzeće izloženo, međusobno povezani i procjenjuju se njihove korelacije, analizirajući kako unutarnji i vanjski kontekst nastanka rizika.<sup>79</sup> Funkcija upravljanja rizicima ima stratešku važnost, što sugerira da su članovi uprave aktivno uključeni u proces i definiraju jasnu izjavu o sklonosti poduzeća prema riziku. Sve odgovornosti povezane s upravljanjem rizicima jasno su definirane, zaposlenici su educirani o svim vrstama rizika, te unutar poduzeća prakticira se pozitivan pogled na rizike. Integrirano upravljanje rizicima se koristi kao alat strateškog upravljanja u dugoročnom planiranju i procesu donošenja odluka povezanih sa strateškim ulaganjima, razvojem novih proizvoda te spajanjem i preuzimanjima.<sup>80</sup>

### **3.2. Integrirano upravljanje rizicima**

Prvotno posvećivanje pažnje samostalno određenim rizicima na razini dijela poduzeća ispostavilo se nedovoljnim te nije pružalo očekivane rezultate. Takav “*silo-based*” pristup, odnosno pojedinačno upravljanje rizicima nije omogućio cjelovit pregled što je stvorilo nezavidne situacije. Drugim riječima, stvara prepreke daljnjeg razvoja upravljanja rizicima zbog čega se krajem 90-ih godina prošlog stoljeća počinje razmišljati jesu li odluke o upravljanju

---

<sup>78</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2020.) *Enterprise Risk Management: Theory and Practice with Selected Case Studies of Multinational Companies*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>79</sup> Ibid, prema McShane, M.K. (2018). Enterprise risk management: history and a design science proposal. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 19 (2), pp. 137-153.

<sup>80</sup> Ibid.

rizicima usklađeni s poslovnom strategijom poduzeća, odnosno nastaje sveobuhvatno upravljanje rizicima (engl. Integrated risk management) te predstavlja cjelovit i jedinstven alat za upravljanje izloženošću rizicima.<sup>81</sup> Dokument koji prilagođava okvir COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2004.) pomaže poduzećima u provedbi i dizajniranju integriranog upravljanja rizicima kroz postupke identifikacije, kvantifikacije i upravljanja rizicima. Ključna vrijednost ovog pristupa je omogućavanje donositeljima odluka da uoče širu sliku svih rizika kojima je poduzeće izloženo te da učinkovitije procjene povezanost između određenih vrsta rizika.<sup>82</sup> Rejting agencije su pri ocjenjivanju rejtinga počele ubrajati i integrirano upravljanje rizicima što je dovelo do implementacije integriranog upravljanja rizicima u veći broj poduzeća.<sup>83</sup> Nakon globalne financijske krize uviđa se potreba za sveobuhvatnim upravljanjem rizicima što dovodi do sve većeg broja poduzeća koja uvode integrirano upravljanje rizicima.<sup>84</sup> Također, još uvijek postoji potreba i prostor za detaljniju analizu uspješnosti integriranog upravljanja rizicima u stručnoj i znanstvenoj literaturi.<sup>85</sup>

Proces integriranog upravljanja rizicima predstavlja proces koji sustavno i cjelovito identificira kritične rizike, kvantificira njihov utjecaj i osigurava provedbu integriranih strategija upravljanja rizicima u cilju povećanja vrijednosti poduzeća, odnosno povećanje bogatstva vlasnika.<sup>86</sup> Odbor zajedno s menadžmentom treba zahtijevati uspostavu „top-down“ integriranog upravljanja rizicima koji bi omogućio rješavanje ključnih rizika na svim razinama poduzeća i koji bi

---

<sup>81</sup> Miloš Sprčić D., Sprčić P. (2009.) Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Volume 7(1), str. 93-105.

<sup>82</sup> Mikulić J., Miloš Sprčić, D., Holiček, H., Prebežac, D. (2018.) Strategic Crisis Management in Tourism: An Application of Integrated Risk Management Principles to the Croatian Tourism Industry. *Journal of Destination Marketing and Management*, 7, str. 36-38.

<sup>83</sup> Miloš Sprčić D., Žagar M., Šević Ž., Marc, M. (2016.) Does Enterprise Risk Management Influence Market Value—A Long-term Perspective. *Risk Management*, Vol. 18, 2-3, 65-88.

<sup>84</sup> Miloš Sprčić D., Kožul A., Pecina E. (2017.) Managers' Support – A Key Driver Behind Enterprise Risk Management Maturity. *Zagreb International Review of Economics & Business*, Vol. 20 No. SCI, str. 25-39.

<sup>85</sup> Miloš Sprčić D., Žagar M., Šević Ž., Marc, M. (2016.) Does Enterprise Risk Management Influence Market Value—A Long-term Perspective. *Risk Management*, Vol. 18, 2-3, 65-88.

<sup>86</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo, str. 104-105, str. 79 prema Darlington, A., Grout, S., Whitworth, J. (2001.) *How Safe is Safe Enough? An Introduction to Risk Management*, The Staple Inn Actuarial Society.

rasprave o rizicima podigao na stratešku razinu.<sup>87</sup> Integrirano upravljanje rizicima od menadžmenta zahtijeva dobro razumijevanje poslovnih operacija i financijskih odluka kako bi odluke o upravljanju rizicima bile usklađene s poslovnom strategijom i ostvarenjem temeljnog cilja poduzeća.<sup>88</sup> Zbog toga upravljanje rizicima poprima veći značaj od same identifikacije i izvještavanja o rizicima u poslovnoj dokumentaciji.

Kvalitetna kvantitativna i kvalitativna procjena ključnih rizika zahtijeva cjelovit pristup koji upotrebljava sve potencijalne ishode za poduzeće, odnosno prikazuje krajnji utjecaj na povećanje bogatstva vlasnika.<sup>89</sup> Važno je povezati upravljanje rizicima s poslovnom strategijom poduzeća kako upravljanje rizicima ne bi postalo isključivo operativni proces. Kako bi se ostvarilo povećanje vrijednosti, potrebno je povezivanje poslovnih procesa, načina donošenja odluka, ciljeva i strategije s rizicima. Integriranom upravljanju rizicima nije cilj u osiguranju od rizika, nego u zaštiti poslovanja od ostvarivanja potencijalnih gubitaka, ostavljajući prostor za ostvarivanje potencijalnih dobitaka ako tržište krenu u pozitivnom smjeru.<sup>90</sup> Drugim riječima, integrirano upravljanje predstavlja sustav kojim poduzeće uviđa rizike pomoću raspoloživih metoda, upravlja rizicima, konstantno unapređuje proces, povećava bogatstvo vlasnika te garantira financijsku sigurnost.<sup>91</sup> Vrijednost poduzeća može se povećati kroz smanjenje očekivanih troškova financijskih poteškoća, smanjenjem menadžerske averzije spram riziku, smanjenjem mogućih konflikata između kreditora i vlasnika poduzeća, smanjenjem mogućnosti propuštanja profitabilnih investicija osiguranjem dovoljne količine internih sredstava financiranja te smanjenjem poreznih obveza.<sup>92</sup> Nadalje, vrijednost poduzeća može se povećati i kroz smanjenje volatilnosti novčanih tokova. Ono će rezultirati smanjenjem troškova financijske

---

<sup>87</sup> Tipurić, D., Mešin, M., Dvorski K. (2014.) The Role of the Board in Enterprise Risk Management. U: Miloš Sprčić, D., ur., A New Era of Risk Management - An Integrated Approach to Corporate Risks. New York: Nova Science Publishers, str. 51-65.

<sup>88</sup> Miloš Sprčić D., Sprčić P. (2009.) Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Volume 7(1), str. 93-105.

<sup>89</sup> Miloš Sprčić D., Jakirlić L. (2017.) Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 15 No. 2, str. 127-145.

<sup>90</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo, str. 104-105.

<sup>91</sup> Živko I., Marijanović Z., Grbavac J. (2015.) Rizici u poslovanju – upravljanje pristupom financija i računovodstva. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, No. Posebno izdanje 2015, str. 401-412.

<sup>92</sup> Miloš Sprčić D., Sprčić P. (2009.) Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Volume 7(1), str. 93-105.



nevolje, troškova povezanih s informacijskim asimetrijama, agencijske probleme. Uz navedeno, može se poboljšati vjerojatnost postojanja dovoljno internih sredstava za planirana ulaganja eliminirajući potrebu za rezanjem profitabilnih projekata ili podnošenjem transakcijskih troškova kod vanjskog financiranja.<sup>93</sup> Integrirano upravljanje rizicima poduzeća obuhvaća usklađivanje apetita za rizikom i strategije, poboljšanje odluka o odgovoru na rizik, smanjivanje operativnih iznenađenja i gubitaka, prepoznavanje i upravljanje višestrukim rizicima i rizicima među poduzećima, iskorištavanje prilike, poboljšanje raspolaganja kapitalom.<sup>94</sup> Možemo konstatirati da pravilan odnos rizika i nagrade, uz dobro planirane strategije poduzeća, pruža povećanje bogatstva vlasnika. Optimalnu strategiju upravljanja rizicima moguće je odrediti ukoliko se razumije način na koji pojedini rizik utječe na novčane tokove poduzeća, na ekonomsku vrijednost te međutjecaj rizika.<sup>95</sup> Integrirano upravljanje rizicima pruža odabir i stvaranje optimalne strategije te mehanizam donošenja odluka za poduzeće pomoću svog sveobuhvatnog pristupa unutarnjoj i vanjskoj analizi.

Integrirano upravljanje rizicima se razlikuje od tradicionalnog upravljanja rizicima kroz skupno promatranje rizika i njihovih utjecaja i promatra rizik kao prijetnju, ali i priliku za postizanje profita, te menadžment stječe aktivnu ulogu u procesu integriranog upravljanja rizicima. Integrirano upravljanje rizicima poduzeća sastoji se od osam međusobno povezanih komponenata izvedenih iz načina na koji uprava vodi poduzeće, a navedene su u nastavku. Interno okruženje uključuje filozofiju upravljanja rizikom i apetit za rizikom, integritet i etičke vrijednosti te okruženje u kojem djeluju. Poduzeće mora postaviti ciljeve kako bi se mogli identificirati rizici, a integrirano upravljanje rizicima osigurava taj proces kao i da se ciljevi podupiru i usklađuju s misijom poduzeća te da ostvaruju željenu averziju rizika. Moraju se identificirati unutarnji i vanjski događaji koji utječu na postizanje ciljeva poduzeća pri čemu se trebaju razlikovati rizici i prilike. Osnova za upravljanje rizicima je procjena rizika te se tom prilikom rizici analiziraju uzimajući u obzir vjerojatnost i utjecaj tog rizika. Menadžment potom

---

<sup>93</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) Corporate Risk Management and Value Creation. *Montenegrin journal of economics*, 9, 2 (Special Issue), str. 17-26.

<sup>94</sup> Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004) Executive Summary of Enterprise Risk Management: Integrated Framework.

<sup>95</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo, str. 104-105.

odgovara na rizik izbjegavajući, prihvaćajući, smanjujući ili dijeleći rizik te nizom radnji usklađuju rizik s tolerancijama i sklonostima riziku. Pomoću kontrolnih aktivnosti uspostavljaju se i provode politike i postupci koji pomažu u osiguravanju učinkovitog provođenja odgovora na rizik. Relevantne informacije se identificiraju, prikupljaju i prenose u obliku i vremenu koji ljudima omogućuju izvršavanje njihovih odgovornosti, dok se učinkovita komunikacija odvija kroz cijelo poduzeće. Kroz nadzor se prati i prema potrebi izmjenjuje upravljanje rizicima, a ostvaruje se kroz kontinuirane upravljačke aktivnosti, odvojene procjene ili oboje.<sup>96</sup>

Rizik se postavlja u kontekst djelovanja poduzeća i osigurava poboljšanje anticipiranja rizika kroz vezu između integriranog upravljanja rizicima i očekivanjima vlasnika. Kako bi implementacija integriranog upravljanja rizicima bila uspješna, potrebno ju je temeljiti na strukturnom prihvaćanju politike upravljanja rizicima. Menadžment treba stvoriti kulturu i okruženje u kojem se svojevrijedno razvija proces integriranog upravljanja rizicima, uz značajnu ulogu menadžmenta i bez većih poteškoća. S obzirom da menadžment ima najbolji uvid u cjelovitu strategiju poduzeća, on može omogućiti integrirani pristup strategiji i riziku kroz aktivno upravljanje rizicima. Kako bi se omogućila neovisnost u procesu upravljanja rizicima i potrebna količina informacija te pristup poslovnim procesima, stvorena je pozicija menadžera za upravljanje rizicima (engl. Chief Risk Officer, CRO). Tom pozicijom poduzeće potvrđuje važnost procesa integriranog upravljanja rizicima te ga odvaja od podređenosti području financija. Menadžment ostvaruje jasnu predodžbu o smjeru kretanja strategije i na što je potrebno dodatno obratiti pažnju kroz kvalitetno interpretiranje prikupljenih rezultata analiza i kvantifikacija rizika.<sup>97</sup>

### **3.2.1. Važnost upotrebe integriranog upravljanja rizicima**

Poslovanje današnjih poduzeća u svijetu je obilježeno kompleksnošću i dinamičnošću zbog čega se povećava izloženost rizicima.<sup>98</sup> Prethodni tradicionalni „*silo-based*” pristup upravljanja

---

<sup>96</sup> Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004) Executive Summary of Enterprise Risk Management: Integrated Framework.

<sup>97</sup> Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2017) Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance.

<sup>98</sup> Tipurić, D., Mešin, M., Dvorski K. (2014.) The Role of the Board in Enterprise Risk Management. U: Miloš Sprčić, D., ur., A New Era of Risk Management - An Integrated Approach to Corporate Risks. New York: Nova Science Publishers, str. 51-65.

rizicima dokazao se nedovoljnim i neadekvatnim stoga je menadžment progresivno uviđao potrebu za kvalitetnijim upravljanjem rizicima kako bi postigli osnovne ciljeve poduzeća, odnosno povećanje bogatstva vlasnika, što je dovelo do prihvaćanja integriranog upravljanja rizicima od strane poduzeća i državnih regulatora. Pomoću integriranog upravljanja rizicima moguće je odrediti optimalnu strategiju za upravljanje rizicima koja opisuje utjecaj rizika na novčani tok, ekonomsku vrijednost i međeutjecaj različitih vrsta rizika.<sup>99</sup> Ovaj cjelovit pristup osigurao je brojne prednosti za poduzeće i njegovim partnerima. Kroz upravljanje rizicima dolazi do rasta vrijednosti poduzeća uslijed smanjenja troškova financijskih poteškoća, smanjenja vjerojatnosti konflikta između kreditora i vlasnika poduzeća, smanjenje menadžerske averzije spram riziku, smanjenja tereta poreznih obveza te boljih profitabilnih investicija.<sup>100</sup> Integrirano upravljanje rizicima daje prednost poduzeću i drugim uključenim stranama. Kada se kroz integrirano upravljanje rizicima provodi uspješna strategija olakšava se uspjeh zaposlenika i menadžera te se pospješuje njihov odnos uslijed razumljivije definirane strukture i postupke. Važno je uvidjeti ishode integriranog upravljanja rizicima iz perspektive svakog glavnog dionika kao što su<sup>101</sup>:

- dioničari kojima se povećava vjerojatnost postizanja prinosa i otkrivanja rizika;
- upravni odbor koji stječe dodatnu sigurnost zbog dobrog razumijevanja i učinkovitog upravljanja ključnim rizicima poduzeća;
- top menadžeri kojima pruža napredan i pristupačniji seta alata za uočavanje konkurentskih prednosti što može dovesti do veće cijene dionica i bolje ocjene rejting agencija;
- menadžment koji ostvaruje poboljšanje sposobnosti donošenja odluka kroz dobro definiranu metodologiju za upravljanje izloženostima riziku unutar sklonosti riziku i kvantitativne informacije, alat za donošenje odluka za odabir projekata s najboljim

---

<sup>99</sup> Miloš Sprčić D., Sprčić P. (2009.) Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Volume 7(1), str. 93-105.

<sup>100</sup> Ibid, prema Miloš Sprčić, D., Tekavčić, M. i Šević, Ž. (2007.) The Relevance of Corporate Risk Management Function and Its Influence on the Company's Value. *Računovodstvo – časopis za Računovodstvo, Reviziju i Poslovne financije*, 5-6, str. 5-23.

<sup>101</sup> Segal, S. (2011.) *Corporate value of enterprise risk management the next step in business management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

profilom povrata rizika (strateško planiranje, strateške i taktičke odluke i transakcije) te koristi od boljeg određivanja prioriteta svojih ograničenih resursa;

- rejting agencije koje poboljšavaju svoju sposobnost procjene kreditne sposobnosti poduzeća za koje daju kreditne rejtinge uz uvide u to koji su rizici na radaru menadžmenta, kako bi rizici utjecali na poduzeće, potencijalne financijske utjecaje i procjene menadžmenta o vjerojatnosti svakog rizika;
- regulatori koji imaju koristi kako sve više poduzeća usvaja integrirano upravljanje rizicima što uzrokuje smanjenje sistematskog rizika.

Također, kao prednosti uvođenja integriranog upravljanja rizicima naglašava se kako proces pruža centralno mjesto informacija o rizicima i njihovoj analizi. Pomoću tih informacija menadžmentu se omogućuje bolje razumijevanje rizika, spoznavanje posljedica i odabiranje strategije. Proces integriranog upravljanja rizicima odgovoran je i za izvještavanje i transparentnost pomoću jasno izloženih procjena, metoda, politika i učinaka.<sup>102</sup> Prethodno navedenim prednostima mogu se dodati i sljedeće<sup>103</sup>:

- poboljšava se komunikacija i suradnja između dijelova poduzeća;
- stvara se poslovna kultura i kultura upravljanja rizicima;
- povećava se sposobnost ostvarivanja poslovnih planova;
- povećava se vjerojatnost realizacije projekata s pozitivnom čistom sadašnjom vrijednosti;
- objektivniji i točniji pristup procjeni rizika poslovanja.

Istraživanje je pokazalo da je investitorima bitno da poduzeće ima implementiran integrirani sustav upravljanja rizicima, no nije im važno kako se koristi. Nadalje, istraživanje je pokazalo da dugoročno poduzeća nemaju veću vrijednost samo od korištenja integriranog upravljanja rizicima, već je bitan način na koji je sam proces uklopljen u poslovanje poduzeća i da li ga

---

<sup>102</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>103</sup> Ibid, prema Stulz, R. (1996.) Rethinking Risk Management, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), str. 8-24.

menadžment poduzeća podržava.<sup>104</sup> Očigledna potpora menadžmenta poduzeća je empirijski dokazana kao bitna odrednica zrelosti i učinkovitosti integriranog upravljanja rizicima.<sup>105</sup> Korisnost uporabe procesa uviđa se u odnosu dobitaka i troškova. Prihvatljiva razina rizika i utjecaj rizika na povećanje vrijednosti poduzeća konstantno treba biti veća od troškova upravljanja, u suprotnom upravljanje rizicima nije učinkovito.

Integrirano upravljanje rizicima, uz prednosti, ima i nedostatke, a glavni se nalaze u ljudskom faktoru kroz pogreške u procjeni i odlučivanju, ograničavanje kreativnosti i razvoja inovativnih rješenja, neadekvatnu kontrolu, mogućnost da menadžment ignorira upute integriranog upravljanja rizicima te nametanje hijerarhijske organizacijske strukture.<sup>106</sup> Integrirano upravljanje rizicima treba biti integrirano u ključne strateške procese, strateško planiranje, investiranje i menadžment, kako bi se ostvario pozitivan utjecaj na vrijednost poduzeća.<sup>107</sup> Do usporavanja implementacije i razvoja procesa može doći zbog straha od promjene ljudi i poduzeća. Zbog pogrešno postavljenih procesa u jednom poduzeću, povećava se otpor prema implementaciji u drugima. Premda je razvoj ovog procesa tek u začetku, kroz povećanje stručne i znanstvene literature i njegove primjene osigurat će se kvalitetniji temelji za implementaciju procesa integriranog upravljanja rizicima u budućnosti.

### 3.2.2. Sustav integriranog upravljanja rizicima u poduzeću

Integriranom sustavu upravljanja rizicima prethodilo je tradicionalno „*silo-based*” upravljanje rizicima zbog čega ima preuzete neke osnovne pristupe procesa. Integrirano upravljanje rizicima predstavlja cjelovit pristup upravljanju rizicima kojim se procjenjuju svi strateški, operativni i

---

<sup>104</sup> Miloš Sprčić D., Žagar M., Šević Ž., Marc, M. (2016.) Does Enterprise Risk Management Influence Market Value— A Long-term Perspective. *Risk Management*, Vol. 18, 2-3, 65-88.

<sup>105</sup> Miloš Sprčić, Kožul, Pecina, (2017) Managers’ Support – A Key Driver behind Enterprise Risk Management Maturity, Zagreb international review of economics & business. 20, Special Conference Issue; 25-39.

<sup>106</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>107</sup> Miloš Sprčić D., Žagar M., Šević Ž., Marc, M. (2016.) Does Enterprise Risk Management Influence Market Value— A Long-term Perspective. *Risk Management*, Vol. 18, 2-3, 65-88.

financijski rizici kojima je poduzeće izloženo. Proces integriranog upravljanja rizicima sastoji se od nekoliko međusobno povezanih faza prikazanih na slici 3 te objašnjenih u nastavku rada.<sup>108</sup>

**Slika 3 Proces integriranog upravljanja rizicima**



Izvor: Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb, str. 14.

### 3.2.2.1. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća

Razumijevanje okruženja i poslovanja poduzeća određuje kvalitetu provedene analize, dok sama analiza poslovanja poduzeća osigurava kvalitativnu podlogu relevantnih informacija zbog čega analize i kvantifikacije rizika imaju realno uporište. Uviđaju se i osnovni stvaratelji vrijednosti u poduzeću kao i utjecaj koji identificirani rizici imaju na vrijednost poduzeća. U ovom radu prikazana je analiza okruženja iz perspektive okruženja u kojem poduzeće posluje (odozgo prema dolje, engl. top-down) koja kreće od makroekonomskog okruženja, analize industrije u kojoj poduzeće posluje, ocjenjuje poziciju i perspektivu poduzeća, te dobivene informacije stavlja u kontekst poslovne i financijske analize poduzeća. Ovaj pristup je

<sup>108</sup> Miloš Sprčić D., Jakirlić L. (2017.) Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 15 No. 2, str. 127-145.

objektivniji zbog mogućnosti projekcije ukupne vrijednosti prodaje za pojedinu industriju i tržišni udio poduzeća unutar te industrije iz koje je moguće izračunati projekcije prihoda od prodaje.<sup>109</sup> Analiza okruženja poduzeća sastoji se od analize šireg vanjskog okruženja, odnosno PESTLE analize i analize industrije (analize životnog vijeka industrije i analize Porterovih pet sila) te se nakon toga analizira poslovanje poduzeća, analize konkurentske strategije poduzeća, analize unutarnjeg okruženja te SWOT i TOWS analize.<sup>110</sup>

Na poslovanje poduzeća i njegovu strategiju utječe vanjsko okruženje zbog čega se ne smije izostaviti, a može biti velik generator rizika koje nije moguće izbjeći, no mogu predstavljati i prilike za ostvarivanje zarada. Primjer takvog okruženja proizlazi iz ulaska na novo tržište što predstavlja visokorizičnu investiciju koja dugoročno može biti isplativa ukoliko se sagledaju potencijalne prilike i prijetnje s tržišnom situacijom. Čimbenici vanjskog okruženja su opći (dioničari, zaposlenici, sindikati, dobavljači, kupci, kreditori, konkurenti, strukovna udruženja, društvene organizacije, vladine organizacije) i poslovni (prirodno-ekološka, znanstveno-tehnološka, političko-pravna, sociokulturna te ekonomska okolina).<sup>111</sup> Iz toga je proizašla PESTLE analiza koja analizira šire vanjsko okruženje te se sastoji od političkih (engl. political, P), ekonomskih (engl. economic, E), društvenih (engl. social, S), tehnoloških (engl. technological, T), pravnih (engl. legal, L) i ekoloških (engl. ecological, E) faktora. PESTLE analiza prikazuje položaj poduzeća u njegovom okruženju i identificira vanjske čimbenike.<sup>112</sup>

Analiza industrije pruža uvid u moguće utjecaje iz okoline, koji mogu utjecati na poslovanje poduzeća, te prikaz konkurentske prednosti i ocjenu konkurentskog položaja poduzeća.<sup>113</sup> U nastavku je ukratko prikazana analiza životnog vijeka industrije te model Porterovih pet sila. Analiza životnog vijeka industrije daje uvid u poziciju poduzeća u ovisnosti u kojoj se fazi životnog vijeka nalazi industrija unutar koje djeluje te prema tome poduzeće može odlučiti kako

---

<sup>109</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>110</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>111</sup> Ibid.

<sup>112</sup> Ibid.

<sup>113</sup> Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet - Zagreb

će se ponašati i time ostvariti prednosti nad drugim poduzećima unutar iste industrije. Ova analiza se sastoji od četiri faze koje su faza uvođenja, faza rasta, faza zrelosti te faza opadanja.<sup>114</sup> Model Porterovih pet sila predstavlja najpoznatiji pristup industrijskoj analizi koji je razvio M. Porter. Ovim modelom se prikazuje kako u smanjenju vrijednosti poduzeća sudjeluje pet najvažnijih konkurentskih sila koje čine konkurenti, odnosno natjecanje između postojećih konkurenata; potencijalni konkurenti, odnosno prijetnja ulaska novih poduzeća na tržište; kupci, odnosno pregovaračka moć kupaca; supstituti, odnosno opasnost od zamjenskih proizvoda; te dobavljači, odnosno pregovaračka moć dobavljača.<sup>115</sup>

Pomoću strateške i financijske analize poduzeća moguće je utvrditi je li strategija usklađena s konkurentskim prednostima poduzeća te kako se ono može učinkovitije pozicionirati na tržištu. Moguće je utvrditi dva ključna izvora konkurentске prednosti, a to su troškovne prednosti i diferencijacija. Uz pomoć kombinacija aktivnosti i ključnih izvora konkurentске prednosti poduzeća mogu se utvrditi tri generičke strategije za ostvarivanje iznadprosječnih učinaka u industriji, a to su strategija troškovnog vodstva, strategija fokusa i strategija diferencijacije.<sup>116</sup> Kod strategije troškovnog vodstva poduzeće će zasnivati svoju konkurentsku prednost preko niskih troškova inputa, a time se može ostvariti ekonomija obujma, učinkoviti procesi, učinkovita tehnologija i niski troškovi materijala.<sup>117</sup> Strategija fokusa temelji se na uskoj segmentaciji tržišta u kojoj poduzeće odabire malu grupu, odnosno tržišnu nišu koja se ne sastoji od puno konkurencije i prilagođava se tim specifičnim potrebama. Kako bi poduzeće ostvarilo konkurentске prednosti pomoću strategije fokusa, ono će kroz ispunjavanje grupe to ostvariti. Ova strategija ima dvije vrste fokus diferencijacije i fokus troškova.<sup>118</sup> Kako bi poduzeće postiglo strategiju diferencijacije, potrebno je imati jedinstvene dimenzije koje kupci cijene jer su kupci spremni platiti više ukoliko dobiju jedinstvenu vrijednost kojom se to poduzeće razlikuje od konkurenata. Ta jedinstvenost proizvoda poduzeća izvire iz nekog njegovog obilježja koje mogu biti dugotrajnost, marketing, dizajn, kvaliteta, trgovačka mreža i

---

<sup>114</sup> Osmanagić Bedenik N. (2004.) *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>115</sup> Butigan, R. (2008.) Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, Vol. 59 No. 3-4, str. 153-176.

<sup>116</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: Hum naklada.

<sup>117</sup> Ibid.

<sup>118</sup> Ibid.



kvalitetni servisi, percepcija brenda, sigurnost i/ili usluga.<sup>119</sup> U slučaju da se poduzeće ne odluči za odgovarajuću strategiju ulazi u položaj “stuck in the middle”. Uslijed menadžerske nekompetentnosti dolazi do neuspjele strategije zbog čega se ne primjećuju mogućnosti kreiranja i izvršavanja jedne od uspješnih strategija. Poduzeća koja se susreću s ovom situacijom imaju loše troškovno ustrojstvo, neprofitabilna su i ne raspolažu dovoljnom količinom kapitala.<sup>120</sup> Financijska analiza poduzeća provodi se putem vertikalne i horizontalne analize te financijskih pokazatelja što je opširnije objašnjeno u poglavlju 4.

SWOT analiza predstavlja kvalitativnu tehniku koja je jedan od najboljih načina prikazivanja usklađenosti resursa poduzeća s njegovim okruženjem. Najveći doprinos se očituje kroz pokušaj cjelovite vizualizacije rizično-profitne pozicije poduzeća kojom se identificiraju ključni čimbenici iz vanjskog okruženja (prilike ili prijetnje) i čimbenici iz unutarnjeg okruženja (snage ili slabosti). Snage poduzeća proizlaze iz onog što poduzeće posjeduje, što vodi povećanju njegove konkurentnosti, a to mogu biti opipljivi i neopipljivi resursi. Slabosti proizlaze iz ono što poduzeću nedostaje, što uzrokuje inferiornu konkurentnost i realizacija ciljeva ispod očekivanja. Prilike predstavljaju situacije u okolini koje omogućuju održavanje ili povećanje potražnje za proizvodima ili uslugama poduzeća, odnosno djeluju stimulativno na ostvarenje ciljeva poduzeća. Prijetnje predstavljaju nepovoljne situacije u okolini koje mogu ugroziti ostvarenje poslovnih ciljeva i ugroziti vitalnost poduzeća.<sup>121</sup>

TOWS matrica prikazuje korelacije među snagama, slabostima, prilikama i prijetnjama identificiranih u poduzeću i pruža osnovu formiranja strategija iz tih odnosa. Pruža uvid u mogućnost suprotstavljenih prilika i prijetnji sa snagama i slabostima što kao rezultat daje četiri skupa konceptualno različitih alternativnih strategija (maxi-maxi – snage i prilike, mini-maxi – slabosti i prilike, maxi-mini – snage i prijetnje te mini-mini – slabosti i prijetnje).<sup>122</sup>

---

<sup>119</sup> Ibid.

<sup>120</sup> Ibid.

<sup>121</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>122</sup> Ibid.

### 3.2.2.2. Određivanje poslovnih ciljeva, apetita i tolerancije prema riziku

U ovom koraku potrebno je jasno definirati ciljeve poduzeća i njihov način ostvarenja. Ukoliko se ciljevi ne definiraju, integrirani pristup rizicima ne može identificirati koji su rizici relevantni za poslovanje poduzeća, a koji su zanemarivi.<sup>123</sup> U sljedećim fazama se identificiraju rizici koji bi mogli stvoriti negativne utjecaje za ostvarenje ciljeva. Ostvarenjem strateških ciljeva omogućuje se stvaranje djelotvornog procesa integriranog upravljanja rizicima i podloge za donošenje daljnjih odluka. Drugim riječima, kvalitetan model integriranog upravljanja rizicima započinje s upoznavanjem ciljeva i strategije poduzeća.

### 3.2.2.3. Identifikacija rizika

U ovom koraku se identificiraju rizici iz analiziranih podataka. Ovaj korak je detaljnije objašnjen u poglavlju 2.3. Identifikacija i subjektivna identifikacija rizika.

### 3.2.2.4. Subjektivna procjena rizika, rangiranje u mapu rizika

Iz prethodnog koraka preuzimaju se identificirani rizici koji se sada kvantificiraju i prikazuje se njihov utjecaj na vrijednost poduzeća. Detaljnije o ovom koraku napisano je u poglavlju 2.2.1. Metode mjerenja utjecaja rizika.

### 3.2.2.5. Analiza i objektivna kvantifikacija rizika/reviziranje mape rizika

Nakon identifikacije, procjene i utjecaja rizika oni se grafički prikazuju u mapi rizika kako bi se lakše uvidjelo kojim rizicima je potrebno posvetiti više pažnje. Ovaj korak je detaljnije pojašnjen u poglavlju 2.4. Izrada mape rizika.

### 3.2.2.6. Odluke/mjere o upravljanju rizicima

Sljedeći korak procesa integriranog upravljanja rizicima je odabir mjera upravljanja rizicima. Nakon što su rizici identificirani i klasificirani potrebno je odlučiti koje mjere upravljanja rizicima poduzeti. O upravljanju pojedinim vrstama rizika bit će više rečeno u nastavku rada u poglavlju

---

<sup>123</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: Hum naklada.

3.3. Strategije i instrumenti upravljanja rizicima, dok će se ovdje obraditi integrirani pristup upravljanja rizicima.

Integrirano upravljanje rizicima je strateško, dok operativno upravljanje rizicima označava individualno upravljanje svakim rizikom bez obzira kako te odluke utječu na izloženost drugim rizicima i vrijednost poduzeća. Povećanje vrijednosti poduzeća i bogatstva vlasnika označavaju najvažniji cilj upravljanja rizicima. Pri definiranju strategije upravljanja rizicima bitno je uvidjeti kako određeni rizik utječe na novčani tok poduzeća i njegovu ekonomsku vrijednost te kakav je utjecaj između različitih rizika koji se javljaju u poduzeću.<sup>124</sup>

Poduzeće ima mogućnost odlučiti da će prihvatiti rizik, smanjiti rizik, dijeliti rizik ili izbjegavati rizik. Ukoliko poduzeće može upravljati i kontrolirati rizik, ono će ga prihvatiti, a kada to nije moguće, poduzeće će takav rizik izbjegavati. Poduzeće će se moći odlučiti za dijeljenje ili smanjenje rizika ukoliko ga ne prihvaća u potpunosti.

Prevladava pet pristupa upravljanju rizicima, a to su:<sup>125</sup>

- izbjegavanje rizika koje označava promjenu procesa, strukture ili poslovanja poduzeća što može biti izrazito zahtjevno i financijski izdašno te se ostvaruju gubici kroz propuštene prilike koje bi se mogle ostvariti prihvaćanjem rizika;
- prirodni hedžing se provodi kroz promjene u operativnom poslovanju, a obuhvaća smanjenje vjerojatnosti ostvarenja gubitaka u poslovanju poduzeća ili smanjenje veličine gubitaka<sup>126</sup>, prodajom i kupnjom roba u istoj valuti poduzeću će se promjene na deviznom tržištu poništiti;
- transfer rizika kojim poduzeće prenosi rizik na druge sudionike pomoću hedžiranja, osiguranja i diverzifikacije<sup>127</sup>, a to je moguće ostvariti kroz financijske instrumente kao što su opcije i ročnice;

---

<sup>124</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>125</sup> Ibid.

<sup>126</sup> Ibid.

<sup>127</sup> Ibid, prema Loderer, C., Pichler, K. (2000.) Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results. *Journal of Empirical Finance*, 7(3-4), str. 317-344.

- pasivno snošenje rizika kada su rizici manje značajni i s malim utjecajem na što ukazuje kvalitetno provedena analiza kako se na vrijednost poduzeća u budućnosti ne bi utjecalo negativno;
- te strateško upravljanje rizicima koje predstavlja proaktivni pristup zaštite poduzeća od negativnih utjecaja rizika s mogućnošću povećanja njegove vrijednosti, a to omogućuju opcije kroz zaštitu kada se ostvare negativne promjene vrijednosti vezane imovine pomoću ostvarivanja zarade na toj opciji te tako poduzeća sposobna predvidjeti promjene ostvaruju prednost.<sup>128</sup>

### 3.2.2.7. Nadzor, komunikacija i izvještavanje

Proces ERM-a se nastavlja uspostavljanjem nadzora kojim se osigurava učinkovitu kontrolu, učenje lekcija iz uspona i padova, identifikaciju trendova i uočavanje promjena u unutarnjem i vanjskom okruženju. Kako bi se poboljšao nadzor rizika, preporučuju se formiranje odbora za rizike. ERM potiče komunikaciju i raspravu o rizicima u svim dijelovima poduzeća. Informacije je potrebno prikupiti, sintetizirati i distribuirati prema nositeljima rizika, a točnost i pouzdanost podataka je važan uvjet za donošenje dobrih odluka. Interna komunikacija je bitna kako bi svi pojedinci unutar poduzeća bili osvješteni, educirani i informirani. Izvještavanje o rizicima mora sadržavati raznovrsne indikatore performansi upravljanja rizicima kako bi omogućili nadzor i praćenje učinkovitosti implementacije. Preporučljivo je izraditi formalni izvještaj o rizicima i predati ga upravi i nadzornom odboru minimalno jednom godišnje. Takav je izvještaj dokaz dionicima da je proces upravljanja rizicima operativno efikasan i da se njime osigurava identifikacija i upravljanje ključnim rizicima.<sup>129</sup>

### 3.2.2.8. Kontinuirano praćenje i revidiranje procesa

Posljednja faza integriranog upravljanja rizicima je kontinuirano praćenje i revidiranje procesa. Proces upravljanja rizicima trebao bi biti dinamičan kao što je poslovni okruženje poduzeća zbog

---

<sup>128</sup> Ibid.

<sup>129</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

čega je konstantno potrebno revidirati mapu rizika.<sup>130</sup> Za zaključiti je da tu nije kraj, već da je integrirano upravljanje rizicima kontinuirani proces te da ga je potrebno ponavljati barem jednom godišnje ili kod značajnijih promjena u okruženju i poslovanju poduzeća, kako bi se postigao dugoročni uspjeh. Kroz postupke analize odstupanja od planiranih veličina i trendova razvoja, mjerenja tehničkih performansi tokom izvođenja, kontinuiranim analiziranjem raspoloživih rezervi te održavanjem redovitih sastanaka na kojim se kontrolira stanje poslovnih aktivnosti omogućava se stvaranje baze znanja o rizicima.<sup>131</sup> Potrebno je uspostaviti nadzor koji će osigurati učinkovitu kontrolu, identifikaciju trendova, učenje lekcija iz uspona i padova te uočavanje promjena u unutarnjem i vanjskom okruženju poduzeća.<sup>132</sup> Preporučeno je izraditi formalni izvještaj o rizicima koji bi se podnosio upravi i nadzornom odboru minimalno jednom godišnje.

### **3.3. Strategije i instrumenti upravljanja rizicima**

Kao što je ranije spomenuto u ovom poglavlju pažnja će se posvetiti upravljanju pojedinoj vrsti rizika, a integrirani pristup detaljnije je objašnjen u poglavlju 3.2.2.6. Odluke/mjere o upravljanju rizicima. Zbog porasta popisa rizika i njihovih utjecaja na poduzeće, povećala se brzina i kompleksnost poslovanja. Gospodarske i financijske krize ukazale su važnost kontinuiranih priprema poduzeća na nove utjecaje u budućnosti. Države počinju uvoditi regulacijske mjere koje obvezuju poduzeća da upravljaju rizicima kako bi se onemogućilo stvaranje novih kriza. Upravljanje rizikom u središtu pozornosti ima sprječavanje nastanka krize, dok krizni menadžment radi na sanaciji nastale krize. Menadžment treba kvantificirati neizvjesnost na vrijeme i sustavno upravljati njome te suzbiti neaktivno naknadno smanjenje negativnih učinaka postojeće krize kao temeljne metode upravljanja rizicima.

---

<sup>130</sup> Miloš Sprčić, D. (2014.) Risk Management: Strategies for Economic Development and Challenges in the Financial System. U: Miloš Sprčić, D., ur., *A New Era of Risk Management - An Integrated Approach to Corporate Risks*. New York: Nova Science Publishers, str. 1-28.

<sup>131</sup> Udovičić A., Kadlec Ž. (2013.) Analiza rizika upravljanja poduzećem. *Praktični menadžment stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta*, Vol. 4 No. 1, str. 50-60.

<sup>132</sup> Green, Philip, E.J. et al. (2016.) *Enterprise risk management: a common framework for the entire organization*. Amsterdam: Elsevier Butterworth-Heinemann.

Poduzećima je pružena bolja zaštita mnogih rizika u poslovanju uslijed razvoja financijskih tržišta i tehnologije. S obzirom da računala imaju sve veću procesnu brzinu i snagu, omogućeno je razvijanje moćnih modela i ubrzanje kompleksnih analiza. Posljedično tome, investitori i poduzeća uspijevaju efikasnije predvidjeti tržišna kretanja te korigirati očekivanja zbog čega su za ulazak na tržište financijskih instrumenata privučeni brojni investitori. Uvećan pristup globalnim investorima i ubrzanje trgovanja u realnom vremenu dostupno je uslijed razvoja i širenja mreže interneta. Uslijed razvoja financijskog tržišta stvoreni su novi oblici financijskih instrumenata i vrijednosnih papira, a određeni se upotrebljavaju od strane poduzeća pri zaštiti od rizika u poslovanju.

Pri određivanju optimalne strategije upravljanja rizicima bitno je da menadžment poduzeća razumije kako svaki rizik utječe na novčane tokove poduzeća, ekonomsku vrijednost poduzeća te kakav je međuutjecaj pojedinih vrsta rizika kojima je izloženo poduzeće.<sup>133</sup> Egzistiraju tri osnovna instrumenta upravljanja rizicima: modifikacija poslovnih operacija poduzeća (diversifikacija poslovanja i prirodno živičarenje), upotreba izvedenih vrijednosnih papira i prilagodba strukture kapitala.<sup>134</sup>

U slučaju diverzifikacije poslovanja dolazi do mogućeg smanjenja rizika, odnosno reduciranja varijabilnosti stope profitabilnosti poduzeća kroz umanjenju izloženost poduzeća cikličkim zbivanjima pojedine industrije. Prednosti koje se pojavljuju su povećanje operativne efikasnosti, povećanje poreznog zaklona, povećanje kreditnog kapaciteta te smanjenje vjerojatnosti propuštanja profitabilnih projekata. Dok se nedostaci (potencijalni visoki troškovi agenata, ulaganja u neprofitabilne investicije te vađenje novca iz profitabilnih djelatnosti zbog neopravdanog ulaganja u neprofitabilne djelatnosti) mogu djelomično eliminirati kroz ulaganja u bliske djelatnosti.<sup>135</sup> Međutim, poduzeća imaju mogućnost okrenuti se financijskim tržištima gdje se trguje izvedenica kojima je vrijednost izvedena iz vezane imovine. Izvedenice se dijele na

---

<sup>133</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

<sup>134</sup> Damodaran, A. (2008.) *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. USA: Wharton School Publishing, Pearson Education.

<sup>135</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

financijske (financijski instrumenti, financijski indeks ili referentna stopa) i robne (konkretna roba kao što je zlato, pšenica, čelik). Izvedenice koje se najčešće koriste su terminski ugovori, zamjene i opcije. Terminski ugovori predstavljaju ugovore o kupoprodaji financijskih instrumenata, robe ili bilo koje imovine koja će imati isporuku u budućnosti. a dijele se na unaprednice i ročnice. Zauzimanjem duge pozicije u terminskom ugovoru poduzeću je omogućena zaštita od eventualnog rasta cijene vezane imovine, dok zauzimanjem kratke pozicije omogućena je zaštita od eventualnog pada cijene. Zamjene predstavljaju nestandardizirane aranžmane sastavljene između dvije strane o zamjeni novčanih tokova u budućem vremenskom razdoblju po unaprijed definiranoj formuli, a najčešće se upotrebljavaju valutne i kamatne zamjene. Opcije predstavljaju ugovore koji vlasnicima osigurava pravo kupnje ili prodaje određene vezane imovine prema cijeni navedenoj u opciji na određeni dan ili kroz određeno razdoblje, te ne predstavljaju dvostrano obvezni ugovor. Opcija kupnje (engl. Call option) osigurava kupca opcije od rasta cijene određene vezane imovine, dok je opcija prodaje (engl. Put option) suprotna te osigurava kupca od pada cijene određene vezane imovine.<sup>136</sup> Međutim, poduzeća mogu koristiti i alternativne aktivnosti koje označavaju supstitute upravljanja rizicima kroz ograničenja u isplati dividendi, držanje veće količine likvidne imovine ili ograničavanje korištenja kapitala. Pomoću tih procesa poduzećima se omogućava zaštita od financijskih poteškoća što dovodi i do zaštite vrijednosti poduzeća i bogatstva vlasnika.<sup>137</sup>

### **3.3.1. Upravljanje strateškim rizicima**

Strateškim rizicima je potrebno aktivno upravljati na najvišim razina menadžmenta. Kako bi se adekvatno upravljalo ovim rizicima potrebno je revidiranje procesa i cijelog poduzeća zbog toga što oni proizlaze iz strategije i djelatnosti poduzeća. Uz kvalitativne analize moguće je koristiti kontingencijske planove, odnosno planove koji definiraju akcije koje poduzeće poduzima kako bi odgovorilo na promjene faktora i specifične poremećaje koji se ne mogu kontrolirati u slučaju

---

<sup>136</sup> Orsag, S. (2006.) *Izvedenice*. Zagreb: Hrvatska udruga financijskih analitičara.

<sup>137</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

pojave značajnih odstupanja od predviđenih kretanja.<sup>138</sup> Rizikom tržišnih trendova i reputacijskim rizikom je moguće upravljati pomoću mjerenja zadovoljstva kupaca, kontinuirane brige o lojalnosti kupaca te istraživanja tržišta. Uz to, reputacijskim rizikom je moguće upravljati kroz kvalitetno upravljanje ostalim rizicima poduzeća. Rizikom istraživanja i razvoja i tehnološkim rizicima moguće je upravljati kroz stvaranje proaktivne i inovativne radne kulture, stvaranje suradnje odjela za istraživanja i razvoj i odjela prodaje te povećanje neovisnosti odjela. Uvođenje ovog tipa radnog okruženja omogućena je kroz primjenu različitih inovacijskih procesa.

### 3.3.2. Upravljanje financijskim rizicima

Prilikom upravljanja financijskim rizicima najčešće korištena metoda je strategija diverzifikacije prema kojoj se diferencijira specifični rizik jedne investicije ulaganjem u više različitih investicija čime se stvara portfelj financijske imovine. Takav, dobro diverzificiran, portfelj smanjuje ukupni rizik kroz smanjenje specifičnog rizika, dok tržišni rizik nije moguće diverzificirati.<sup>139</sup>

Na hrvatskom tržištu financijskim rizicima uglavnom se upravlja najosnovnijim instrumentima, a izvedenice se slabo primjenjuju zbog nedovoljne dostupnosti i u određenim slučajevima troškovi su veći od koristi.<sup>140</sup> Takav primjer je nepostojanje izvedenice na srpski dinar na hrvatskom tržištu financijskih instrumenata, no postoje izvedenice na najvažnije svjetske valute.

Upravljanje valutnim rizikom može biti uspješno kroz prirodnu zaštićenost poduzeća od valutnog rizika.<sup>141</sup> Prirodna zaštita se ostvaruje kroz potraživanja i obveze u istoj valuti što će poništiti utjecaje uzrokovane promjenom tečaja. Poduzeća koja nemaju prirodnu zaštitu mogu se zaštititi pomoću živičarenja (engl. hedging), odnosno da kroz transakciju u budućnosti

---

<sup>138</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>139</sup> Ibid.

<sup>140</sup> Miloš Sprčić D., Šević Ž. (2008.) Comparative Analysis of Corporate Risk Management Practices in Croatian and Slovenian Companies. Zagreb International Review of Economics and Business, Vol.11 No.2, str. 63-80. i Miloš Sprčić D., Tekavčić M., Šević Ž. (2008.) Corporate Risk Management Practices in Croatian Companies. Ekonomski pregled, br. 7-8, str. 344-369.

<sup>141</sup> Orsag, S. (2006.) *Izvedenice*. Zagreb: Hrvatska udruga financijskih analitičara.



zauzme suprotan položaj od onog u kojem je izloženo valutnom riziku.<sup>142</sup> Putem operacija na tržištu novca, opcija, unaprednica i ročnica izvodi se živičarenje. Na raznim tržištima novca provode se operacije poput davanja i uzimanja kredita. No, sve učestalije se, zbog razvoja financijskog tržišta, koriste izvedenice poput opcija i ročnica pošto omogućavaju upotrebu financijske poluge i sigurnost procesa. Opcije predstavljaju specifični financijski instrument kojim se osigurava kupnja ili prodaja određene robe, valute ili financijske imovine na određeni dan ili tijekom određenog vremena po ugovornoj cijeni, ali bez obligacije.<sup>143</sup> Zaštitu od promjene tečaja moguće je izvršiti putem kupoprodaje standardiziranih terminskih ugovora za valute. Kako bi se smanjila izloženost valutnom riziku, poduzeće može koristiti i zamjene (swaps), odnosno valutne zamjene. U ovom kontekstu zamjene označavaju privatni aranžman dvije strane o zamjeni budućih novčanih tokova po unaprijed dogovorenim pravilima.<sup>144</sup> Kod valutne zamjene razmjenjuju se novčani tokovi od glavnice i kamata obračunatih jednom valutom na identičan dug u drugoj valuti.<sup>145</sup> Prema istraživanju odluka korporacije o „hedžingu“ negativno se odnosi na udio poduzeća u vlasništvu menadžmenta, što sugerira da je manja vjerojatnost da će se odlučiti na „hedžing“ hrvatska poduzeća u kojima menadžeri imaju veće bogatstvo uloženo u dionice tog poduzeća.<sup>146</sup>

Od negativnog utjecaja kamatnog rizik poduzeće se može zaštititi pomoću operacija ročnicama na kamatne stope. U tu svrhu se koriste ročnice kojima vezana imovina izravno reagira na kretanje kamatnih stopa.<sup>147</sup> Vezana imovina obuhvaća državne obveznice, državne vrijednosne papiri i trezorske zapise. Za zaštitu od kamatnog rizika koristi se tehnika živičarenja kamatnih stopa. Kako bi se smanjila izloženost kamatnom riziku, odnosno riziku promjene kamatnih stopa osmišljene su kamatne zamjene koje predstavljaju zamjenu novčanih tokova uzrokovanu neskladom fiksnih i fluktuirajućih kamatnih stopa.<sup>148</sup>

---

<sup>142</sup> Ibid.

<sup>143</sup> Ibid.

<sup>144</sup> Ibid.

<sup>145</sup> Ibid.

<sup>146</sup> Miloš Sprčić D. (2007.) Corporate Risk Management Rationales: Evidence from Croatian Companies. *Ekonomski pregled*, Vol 58 (9-10), str. 497-521.

<sup>147</sup> Orsag, S. (2006.) *Izvedenice*. Zagreb: Hrvatska udruga financijskih analitičara.

<sup>148</sup> Ibid.

Upravljanje cjenovnim rizikom odvija se pomoću terminskog trgovanja unaprednicama i ročnicama. Ročnice označavaju konačan ugovorni aranžman u kojem se jedna strana obvezuje kupiti nešto na određeni dan i po određenoj cijeni, a druga strana se obvezuje da će izvršiti prodaju istog pod istim uvjetima.<sup>149</sup> Dok unaprednice posjeduju identična obilježja, njima se trguje s nestandardiziranom robom i ugovorima. Nadalje, cjenovnim rizikom se može upravljati pomoću opcija koje podrazumijevaju kupoprodajnu akciju, ali ne sadrže obvezu ispunjenja. Kada se poduzeće želi osigurati od promjene budućih cijena proizvoda, ono će koristiti robne ročnice. Za upravljanje cjenovnim rizikom moguće je koristiti robne zamjene.

Upravljanje kreditnim rizikom je omogućeno pomoću analize poslovnih partnera poduzeća kao i njihovom diverzifikacijom. Analizu poslovnih partnera moguće je provesti upotrebom modela prognoziranja financijskih poteškoća poput Kralicekovog modela, Altmanovog modela, Edminsterovog modela i drugih. Ujedno, uz korištenje instrumenata osiguranja plaćanja poduzeće se može zaštititi od kreditnih rizika.<sup>150</sup>

Za upravljanje rizikom likvidnosti nije potrebno pojedinačno upravljanje, već je dovoljno kvalitetno upravljati drugim rizicima zbog njegove povezanosti s njima. Ipak se osim toga mogu koristiti tri osnovne metode za upravljanje rizikom likvidnosti, a to su držanje veće količine likvidne imovine, izrada planova upravljanja likvidnošću, diverzifikacija metoda i instrumenata financiranja.

Prema istraživanju hrvatska poduzeća najviše su izložena cjenovnom riziku, odnosno riziku promjene cijena inputa i outputa, zatim slijedi valutni rizik i rizik likvidnosti, a kamadni rizik je posljednji prema kriteriju veličine utjecaja. U hrvatskim poduzećima najkorišteniji su jednostavni instrumenti, kao što je prirodni hedžing prilikom upravljanja rizicima. Drugim riječima značajna je izloženost hrvatskih poduzeća financijskim rizicima. Manji broj poduzeća

---

<sup>149</sup> Ibid.

<sup>150</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

upotrebljava izvedenice te su potrebne promjene koje bi dovele do poboljšanja strategija i uvođenja sofisticiranijih instrumenata upravljanja ovim rizicima.<sup>151</sup>

### **3.3.3. Upravljanje operativnim rizicima**

Operativni rizici su problematičniji za standardizaciju i predviđanje zbog čega je njima teže upravljati. Uz postojanje instrumenata osiguranja (police osiguranja u slučaju ozljede na radu, požara i drugih elementarnih nepogoda) ipak je poželjno kreirati pravilnike i procedure kojima bi se putem internih procesa omogućilo smanjenje rizika. Pomoć u smanjenju pogrešaka i negativnih utjecaja zaposlenih kod ovih rizika je od neizmjerne važnosti, a ostvaruje se putem kvalitetnog upravljanja ljudskim potencijalima, kvalitetnog regrutacijskog procesa i edukacije zaposlenika.

Upravljanje zakonskim rizicima se odnosi na dozvoljeno lobiranje i na dobro organiziranu pravnu službu poduzeća jer ove rizike nije moguće eliminirati. Kako bi se upravljalo ekološkim rizikom, poduzeće može ugovoriti osiguranje za ekološke štete iz kojeg se mogu nadoknaditi materijalne i nematerijalne štete nastale zagađenjem tla, vode i zraka te sanaciju zagađenja u kojemu troškovi ne premašuju koristi. Poduzeća trebaju pratiti zakonske promjene i regulative te se podrazumijeva da poduzeća obavljaju djelatnosti u okvirima održivog razvoja i u skladu s načelima zaštite okoliša (načelo predostrožnosti, načelo očuvanja vrijednosti prirodnih dobara, načelo otklanjanja štete u okolišu na izvoru nastanka, itd.<sup>152</sup>

---

<sup>151</sup> Sučić J. H., Miloš Sprčić D., Zoričić D. (2011.) Upravljanje financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Volume 9(1), str. 67-84.

<sup>152</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb

#### **4. ANALIZA POSLOVANJA I OKRUŽENJA PODUZEĆA VALAMAR RIVIERA D.D.**

U ovom poglavlju prikazat će se pregled procesa integriranog upravljanja rizicima na primjeru poduzeća Valamar riviera d.d. Podaci se temelje na javno dostupnim izvorima, koje objavljuje poduzeće (poslovni izvještaji, prezentacije i službena web stranica Valamar riviere d.d. U prethodnom poglavlju prikazan je proces te on započinje analizom unutarnjeg i vanjskog i okruženja poduzeća, nakon čega se identificiraju i kvantificiraju rizici te se na samom kraju predlaže strategija njihovog upravljanja.

##### **4.1. Općenito o poduzeću**

Valamar riviera d.d. posluje od 1953. godine u segmentu pružanja turističkih usluga u atraktivnim lokacijama na Jadranu (Istra, Krk, Rab, Hvar, Makarska, Dubrovnik) i Austriji (Obertauern). Portfelj se sastoji od 36 hotela i ljetovališta (Valamar Collection, Valamar Collection Resorts, Valamar Hotels & Resorts, Sunny by Valamar i Co-branding/Outsourced brands) i 15 kamping ljetovališta (Camping Adriatic by Valamar Premium Resorts, Camping Adriatic by Valamar Resorts, Camping Adriatic by Valamar Sunny) te Kuća Valamar namijenjena za smještaj sezonskih zaposlenika. U smještajnim kapacitetima poduzeća odsjeda najviše državljana Njemačke, Austrije, Slovenije, Ujedinjenog Kraljevstva, Italije, Nizozemske, Češke i ostalih zemalja. Valamar riviera je od 2014. godine uvrštena na Zagrebačku burzu. Najveći udio u vlasničkoj strukturi imaju dva austrijska poduzeća s udjelom od 39,70%, dok ostali vlasnici drže udjele manje od 5,18%.<sup>153</sup>

##### **4.2. Analiza poslovanja i okruženja poduzeća**

Prva faza procesa integriranog upravljanja rizicima započinje analizom vanjskog okruženja i poslovanja Valamar riviere d.d. Poslovnom analizom prikazan je pregled industrije i okruženja, a financijskom analizom prikazano je poslovanje poduzeća pomoću financijskih izvještaja. Cjelovit prikaz poslovanja Valamar riviere d.d. i njegove tržišne pozicije omogućen je kvantitativnim i kvalitativnim pregledom. Analiza poslovanja i vanjskog okruženja poduzeća podijeljena je na

---

<sup>153</sup> <https://valamar-riviera.com>; i godišnji izvještaji poduzeća Valamar riviera d.d.

PESTLE analizu, analizu industrije modelom Porterovih pet sila, analizu financijskih izvještaja te SWOT analizu.

#### 4.2.1. PESTLE analiza

PESTLE analizom predstavljena je analiza okruženja poduzeća koja daje sustavni prikaz čimbenika iz okoline koji imaju utjecaj na poslovanje poduzeća, dok ono, u pravilu, nema utjecaj na okolinu. U nastavku rada prikazan je utjecaj svih šest faktora na poslovanje Valamar riviere d.d.

##### 4.2.1.1. Politički faktori

Politički faktori odgovaraju na pitanje koji su najvažniji sadašnji i budući politički utjecaji.<sup>154</sup> Najvažnije je analizirati porezni i bankovni sustav te prirodne resurse države gdje poduzeće, u ovom slučaju Valamar riviera d.d., posluje. Prema The Global Competitiveness Report 2019 ukupni rang Republike Hrvatske vezanim uz infrastrukturu, zdravstvo, tržište rada i razvijenost financijskog sistema je 63. od ukupno 141 države što ukazuje na nedostatak povjerenja građana u državne institucije (77. mjesto) te nedovoljno razvijeno tržište rada (94. mjesto) i proizvoda (86. mjesto) kao i malu veličinu tržišta (78. mjesto) zbog čega se velik broj stanovništva odlučuje napustiti državu i drugdje potražiti posao i kvalitetniji život.<sup>155</sup> Sporovi i nesuglasice s Bosnom i Hercegovinom, Srbijom i Slovenijom mogu prouzročiti negativne posljedice na hrvatski turizam.<sup>156</sup> Česte izmjene u unutarnjoj politici mogu dovesti do nekonzistentnosti provođenja politike poreza, učestalih promjena različitih zakon i regulativa koji mogu utjecati na turizam. Zbog takve prakse u Republici Hrvatskoj omogućena je liberalnija kategorizacija jeftinijih smještajnih kapaciteta i odsutnost greenfield investicija te nastavak masovnog turizma.<sup>157</sup>

Važan čimbenik za Republiku Hrvatsku predstavlja kvalitetan geopolitički položaj u središtu jugoistočne Europe. Izgradnjom suvremenih autocesta spojeni su svi značajni prometni pravci

---

<sup>154</sup> Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>155</sup> [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf)

<sup>156</sup> <https://www.vecernji.hr/premium/sporimo-se-26-godina-ako-treba-mozemo-jos-toliko-1343096>  
<https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=8918>

<https://www.slobodnaevropa.org/a/granicni-sporovi-srbije/26820325.html>

<sup>157</sup> <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A703/datastream/PDF/view>

unutar zemlje koji pružaju iznimnu povezanost svih predjela države. Time je ostvarena izvrsna cestovna povezanost Republike Hrvatske s većim brojem zemalja koje sačinjavaju glavna emitivna tržišta kao što je Njemačka, Slovenija, Austrija, Poljska, Češka i Italija.<sup>158</sup> Obzirom da je Republika Hrvatska članica Europske unije, pruža joj se prilika za sudjelovanjem u slobodnom kretanju ljudi i kapitala među zemljama članicama unije te zbog toga dolazi do bržeg i jednostavnijeg dolaska turista u državu, pa tako i u destinacije Valamar riviere d.d., pridonosi slobodi kretanja radne snage, dok će ulazak u eurozonu omogućiti i pojedine financijske prednosti.

U Republici Hrvatskoj velik utjecaj na politiku ima politika Europske unije, događaji u Europi i svijetu. U današnje vrijeme sve su češći teroristički napadi i prijetnje zbog čega turisti odabiru odlazak u sigurnije destinacije, najčešće u one koje su sigurne i u kojima do sada nisu zabilježeni teroristički napadi. Također, Republika Hrvatska treba biti na oprezu zbog migrantske rute. Nadalje, brojnim događajima, kao što su dominacija Njemačke, Brexit, velika zaduženost, migrantska kriza i korona kriza, narušeni su temelji na kojima je zasnovana Europska unija što povećava opasnost za Republiku Hrvatsku te time i Valamar rivieru d.d.

#### 4.2.1.2. Ekonomski faktori

Ekonomski faktori odgovaraju na pitanje koje su najvažnije ekonomske činjenice na lokalnoj, nacionalnoj i svjetskoj razini utjecaja.<sup>159</sup> Sektor turizma bilježi neelastičnu ponudu i elastičnu potražnju zbog čega ponuda i zaposlenici ovog sektora ovise o tržišnoj potražnji. Funkcija potražnje ovisi o cijenama koje ovise o stopi inflacije i tržišnim kamatnim stopama. Nadalje, potražnja je determinirana tržišnim kretanjima, raspoloživim dohotkom i ostalim trendovima. Turističkim ponuđačima porezno opterećenje ima važnu ulogu uz euro, jedan od važnijih faktora hrvatskog turizma.

U promatranom razdoblju ekonomski pokazatelji Republike Hrvatske su pozitivni do kraja 2019. godine, ostvaruje se konstantan rast BDP-a, smanjuje se javni dug, smanjuje se proračunski

---

<sup>158</sup> <http://croatia.eu/index.php?view=article&id=8&lang=1>

<sup>159</sup> Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

deficit, a sve navedeno je omogućilo izlaska iz prekomjernog deficita, rasta bruto i neto plaća, čime je povećana kupovna moć građana i određen višak dohotka moguće je koristiti za turizam i dokolicu.<sup>160</sup> Iz godine u godinu donose je porezne reforma koje utječu na građane i poduzeća. Početkom promatranog razdoblja porez na dohodak imao je 2.600,00 kn osobnog odbitka te tri porezna razreda (12% - 0,00 kn-2.200,00 kn; 25% - 2.200,01 kn-13.200,00 kn; 40% - sve iznad 13.200,01 kn), dok je 2020. godine osobni odbitak iznosio 4.000,00 kn te postoje dva porezna razreda (24% - 0,00 kn-30.000,00 kn; 36% - sve iznad 30.000,01 kn). Jednako tako su se dogodile i promjene kod poreza na dobit kojemu je stopa 2016. godine iznosila 20%, a 2020. godine postoje dvije stope koje se primjenjuju u ovisnosti kolike je prihode ostvarilo poduzeće (12% kod prihoda do 7.500.000,00 kn, a 18% kod prihoda od/iznad 7.500.000,01 kn). U slučaju poreza na dodanu vrijednost dogodio se niz izmjena koje su obuhvaćale ugostiteljstvo, voće i povrće te meso, a smanjenje stope PDV-a dogodilo se i za električnu energiju. Jednako tako smanjilo se opterećenje doprinosa na bruto plaću sa 17,2% na 16,5%.<sup>161</sup>

Trenutna gospodarska situacija u Republici Hrvatskoj, Europi i svijetu je negativna zbog pojave SARS-CoV-2 virusa koji je uzrokovao globalnu zdravstvenu krizu. Države su uvodile striktno preventivne mjere kao što su smanjenje međunarodnog kretanja, zatvaranjem uslužnih djelatnosti i javnih prostora te zabrana kretanja građana. Sa smanjenjem potrošnje i gospodarske aktivnosti dolazi do velikih gospodarskih gubitaka zbog toga država intervenira različitim mjerama za reprogramiranje i moratorij kredita kao i za nove poticaje likvidnosti. Država zajedno s drugim državnim agencijama i komercijalnim bankama omogućuje državna jamstva na nove kredite, moratorije, odgode plaćanja kamata, a poduzeća koja ostvaruju smanjenje prihoda u odnosu na prošlu godinu, uz dodatne kriterije, ostvaruju pravo na potporu za očuvanje radnih mjesta, oslobađanje plaćanja javnih davanja te odgodu plaćanja poreza na dodanu vrijednost.<sup>162</sup> Obzirom na navedene kriterije Valamar riviera d.d. je bila u mogućnosti zatražiti neke od navedenih mjera. Bez obzira na poduzete mjere sprječavanja raste broj nezaposlenih, a zbog samih mjera raste i javni dug. Posljedično smanjenju potrošnje, ostvaruje

---

<sup>160</sup> <https://www.dzs.hr>

<sup>161</sup> <https://www.zakon.hr/>

<sup>162</sup> <https://vlada.gov.hr/>

se pad inflacije, a kamatne stope ostaju nepromijenjene uslijed visoke likvidnosti bankarskog sektora. Ulaskom Republike Hrvatske u ERM 2 stabiliziran je tečaj EUR/HRK te je postavljen srednji tečaj na 7,53450 kn prilikom ulaska u eurozonu najavljenim za 1. siječnja 2023.<sup>163</sup>

Kontinuiran rast turističkog sektora ostvaren je do pojave SARS-CoV-2 virusa 2020. godine. U 2019. godini ostvareni su rekordni rezultati po broju noćenja i prihodima od turizma u Republici Hrvatskoj. Podaci o broju dolazaka i noćenja turista iznimno su dobri za Istarsku, Splitsko-dalmatinsku, Primorsko-goransku i Dubrovačko-neretvansku županiju, a upravo u tim županijama djeluje i Valamar riviera d.d.<sup>164</sup> Ovi pozitivni rezultati ostvareni su posljedično događajima u okruženju (Arapsko proljeće i Grčki nemiri) koji su pridonijeli odlasku turista iz tih destinacija u sigurnije. Kako bi se ostvario budući rast, neophodno je ostvariti značajne investicijske projekte.

Ulaskom države u Europsku uniju pomoglo je olakšanju poslovanja, smanjenju poslovnih troškova vezanih uz smanjenje međudržavnih bankarskih i telekomunikacijskih usluga, bržim protokom robe i ljudi te je olakšan pristup različitim poticajima i fondovima za razvoj gospodarstva iz programa Europske unije.<sup>165</sup>

#### 4.2.1.3. Društveni faktori

Društveni faktori daju odgovor na pitanje koji su najvažniji sociološki i kulturni aspekti te na koji način promjene u društvu utječu na poslovanje poduzeća.<sup>166</sup> U segmentu stanovništva vidljiv je stalan rast broja stanovnika Europske unije, no Republika Hrvatska bilježi pad broja stanovnika uzrokovanog negativnim prirodnim prirastom i migracijom stanovništva. Dodatna karakteristika stanovništva emitivnih tržišta je starenje stanovništva.<sup>167</sup>

Kako populacija stari, tako se i razvija turizam za umirovljenike. Sve veći broj umirovljenika odlazi na putovanja i druge nove aktivnosti. Dok radno aktivno stanovništvo obilježava stresan i

---

<sup>163</sup> <https://euro.hnb.hr/-/3393548>

<sup>164</sup> <https://www.dzs.hr>

<sup>165</sup> [https://www.irmo.hr/wp-content/uploads/2013/11/hrvatska\\_i\\_eu\\_prednosti\\_izazovi\\_.pdf](https://www.irmo.hr/wp-content/uploads/2013/11/hrvatska_i_eu_prednosti_izazovi_.pdf)

<sup>166</sup> Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>167</sup> <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>



ubrzan način življenja zbog čega se učestalije odlučuju uzeti godišnji odmor te otići na kraće vikend putovanje više puta u godini.<sup>168</sup> Velik broj turista traži aktivan odmor koji dovodi do pojave specifičnih oblika turizma kao što je neka manifestacija (na primjer Giostra – Porečki povijesni festival) koju priprema određena turistička destinacija. S rastom srednjeg sloja stanovništva, može se pretpostaviti da će dio njihovog dohotka biti potrošen na turizam što će kreirati nove stope rasta.<sup>169</sup> Kako mladi stječu neovisnost i javlja im se potreba za novim iskustvima, dolazi do sve većeg iskorištavanja slobodnog vremena i novca na putovanja.

Turizam u Republici Hrvatskoj karakterizira kratka sezona, odnosno ljetni turizam od lipnja do rujna koji je dobro razvijen, no poželjno je produžiti turističku sezonu dodatnim sadržajima.<sup>170</sup> Hrvatska turistička zajednica zemlju promovira promidžbenim materijalom CROATIA FULL OF LIFE koja osim priobalnog područja sadrži i kontinentalni dio te tako pokušava potaknuti turiste i na posjet nekoj kontinentalnoj destinaciji koja ne mora biti vezana uz ljetno doba.<sup>171</sup> Turistička ponuda je neprestano sveobuhvatnija, a takva ponuda temelji se na potražnji zbog čega se pojavljuje rast kvalitete i inovacije. U inozemstvu Republika Hrvatska u emitivnim tržištima ističe se filmskim turizmom (na primjer Dubrovnik, otok Vis), wellness turizmom, elitnim kampiranjem te M.I.C.E. turizmom. U Republici Hrvatskoj turistima se dopada mediteranska prehrana, kvaliteta vina, kvaliteta morskog zraka, zdrav način života te ugodna klima.

#### 4.2.1.4. Tehnološki faktori

Tehnološki faktori odgovaraju na pitanje koji su trenutačni tehnološki imperativi, promjene i inovacije te kakav je utjecaj novih i budućih tehnologija.<sup>172</sup> Tehnologija i njen razvoj imaju značajan utjecaj na rast poduzeća, njegovu konkurentsku prednost te dugoročni aspekt poslovanja. Napretkom tehnologije i procesa ostvaruje se povećanje inovativnosti kao i

---

<sup>168</sup> <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>

<sup>169</sup> Ibid.

<sup>170</sup> <https://www.dzs.hr>

<sup>171</sup> <https://www.htz.hr/hr-HR>

<sup>172</sup> Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

smanjenje troškova poslovanja zbog čega i u turističkom sektoru dolazi do česte promjene standarda koju treba pratiti.<sup>173</sup>

Sve veći broj turista samostalno planira putovanja zbog čega do izražaja dolazi online rezervacijski sustav pomoću kojeg se turisti mogu informirati o smještaju i obaviti rezervaciju u bilo kojem trenutku brzo i efikasno. Također, prodaja smještajnih kapaciteta ovim direktnim putem dovodi do veće zarade u odnosu na prodaju indirektnim kanalima poput Booking-a, TripAdvisor-a i Airbnb-a koji nude razne pogodnosti turistima. Indirektni kanali prodaje predstavljaju direktnog konkurenta poduzeću i primaju dio zarade od prodaje, no predstavljaju i generatora dodatne prodaje koju poduzeće ne bi ostvarilo samostalno pomoću direktnih kanala.<sup>174</sup> Popularnost društvenih mreža poduzećima omogućuje prezentiranje usluga kako bi privukli potencijalne kupce s raznih tržišta te putem direktnih kanala komunikacije s kupcima otkrivaju njihove preferencije.

Sveprisutniji loyalty program omogućuje kontakt s turistima putem kojeg dolazi do promocije i zadržavanja turista, a uz to razvija se veza turista s poduzećem kroz stvaranje dodatnih usluga i pogodnosti, dok poduzeće ostvaruje pouzdan izvor povratnih informacije pomoću kojih sagledava preferenciju turista, vlastitu ponudu i drugo. Dragocjen izvor informacija predstavljaju podaci prikupljeni na društvenim mrežama te kroz loyalty program. Omogućuje se uvođenje sustava prikupljanja i analize podataka koji omogućuju kvalitetnu obradu prikupljenih informacija i donošenje potpunih zaključaka. Pomoću big data ostvaruje se napredno poslovanje kroz razne informacije o turistima, njihovom zadovoljstvu, željama, preferencijama i drugom.<sup>175</sup>

Uz razvoj tehnologije rastu kriteriji turista. U današnje vrijeme svi su hoteli opremljeni wi-fi internetskim pristupom, a hoteli svoje smještajne kapacitete žele izdvojiti dodatnom ponudom i

---

<sup>173</sup> Vrdoljak Raguž, I. i Tolušić, M. (2012.) Implementacija Porterovih generičkih strategija i postizanje strategija i postizanje konkurentskih prednosti na primjeru automobilske industrije. *Ekonomski misao i praksa*, No. 1, str. 381-398

<sup>174</sup> <https://partner.booking.com/hr/pomo%C4%87/provizija-ra%C4%8Duni-i-porezi/provizija/koliki-iznos-provizije-pla%C4%87am>; <https://www.tripadvisor.com/hc/en-us/articles/200614697>;

<https://hr.airbnb.com/help/article/1857/%C5%A1to-su-to-naknade-za-usluge-airbnba>

<sup>175</sup> <https://inteligencija.com/tehnologije/big-data-tehnologija/>

mogućnostima sadržaja soba kao što je podešavanje temperature, pregršt TV programa, kontrola jačine osvjetljenja i mnoge druge tehnološke mogućnosti kako bi se turistima što više personalizirao ambient te povećalo zadovoljstvo.<sup>176</sup>

#### 4.2.1.5. Pravni faktori

Pravni faktori odgovaraju na pitanje kakav je sadašnji i budući pravni sustav te kakav je utjecaj nacionalnog i svjetskog zakonodavstva na poduzeće.<sup>177</sup> Kao bitan faktor potrebno je napomenuti vrlo čestu promjenu zakona u Republici Hrvatskoj što predstavlja jedan od većih elemenata narušavanja poduzetničke klime u Republici Hrvatskoj. Dodatan problem investitorima predstavljaju neuređeni imovinsko-pravni odnosi, neriješeno pitanje turističkog zemljišta te usporeno izdavanje građevinskih dozvola. Jednako tako demotivirajuća je i sporost pravosuđa koje je u mogućnosti riješiti navedene probleme.<sup>178</sup> Prava potrošača, prava radnika te uvjeti rada dobivaju na značaju te postaju stroža i određena mnogobrojnim zakonima i propisima.<sup>179</sup> Na poslovanje Valamar riviere d.d. i njenu tržišnu poziciju utječu razni zakoni poput zakona o radu, zakona o pružanju usluga u turizmu, zakona o turističkom i ostalom građevinskom zemljištu neprocijenjenom u postupku pretvorbe i privatizacije te mnogih drugih. Za poduzeće u ugostiteljskoj djelatnosti iznimno je bitna sanitarna regulacija prema kojoj svi radnici u tom sektoru moraju proći kroz testiranja i imati važeću sanitarnu knjižicu.<sup>180</sup> Bez obzira na to što poduzeće ne može utjecati na promjenu zakona, ono ih treba poštivati ukoliko želi sačuvati ugled poduzeća i smanjiti mogućnost zaračunavanja regulativnih kazni. Uvodi se i sustav eVisitor kojim se uspostavlja bolji sustav plaćanja boravišnih pristojbi što dovodi do smanjenja ilegalnog iznajmljivanja smještajnih kapaciteta te neprijavlivanja turista.<sup>181</sup>

---

<sup>176</sup> <https://www.valamar.com>

<sup>177</sup> Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>178</sup> Sisek, B. (2005.) Strane izravne investicije u Hrvatskoj – uzroci neuspjeha. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 3, No. 1, str. 89-108.

<sup>179</sup> <https://www.zakon.hr>

<sup>180</sup> Ibid.

<sup>181</sup> <https://www.evisitor.hr>

#### 4.2.1.6. Ekološki faktori

Ekološki faktori daju odgovor na pitanje kakav je ekološki utjecaj na lokalnoj, nacionalnoj i svjetskoj razini.<sup>182</sup> Valamar riviera d.d. svoju ponudu temelji na visoko kvalitetnim smještajnim objektima kao i na prirodnim ljepotama destinacija u kojima posluju zbog čega trebaju kontinuirano pratiti promjene da bi se što bolje prilagodili i eventualno spriječili negativni utjecaji. Sve više na značaju dobiva briga o okolišu (razdvajanje otpada, ekološki uzgoj proizvoda, obnovljivi izvori energije). U turističkom sektoru izuzetno važan čimbenik predstavlja visoka razina ekološke svjesnosti koji ima jednu od najodgovornijih uloga očuvanja okoliša. Valamar riviera d.d., vodeće turističko poduzeće u Republici Hrvatskoj, ima osobitu odgovornost sustavno primjenjivati visoke standarde u zaštiti okoliša, odnosno u ključnim resursima u turizmu. Valamar riviera d.d. je u svoje poslovanje ugradila odgovornost prema okolišu u politiku kvalitete i održivog poslovanja i strateške ciljeve. To je vidljivo kroz ulaganja u projekte energetske učinkovitosti, korištenje obnovljivih izvora električne energije, smanjenje izravnih i neizravnih stakleničkih plinova, nabavu električnih vozila, električnih skutera te električnih kolica, zamjenu klasičnih rasvjetnih tijela s LED rasvjetom. Također, čak četrnaest plaža Valamar riviere d.d. ima Plavu zastavu koja predstavlja međunarodni simbol kvalitete za očuvan okoliš, čistoću mora i plaže, dobro uređene plaže te visoku kvalitetu usluge. Poduzeće je kroz proteklo vremensko razdoblje ugradilo 5.200m<sup>2</sup> solarnih panela i izgradilo 19 e-punionica za električne automobile. Valamar riviera d.d. organizira razne akcije koje su povezane sa zaštitom okoliša kao što je "1000 stabala Valamara" čime se javnost pokušava osvijestiti o razvoju održivog turizma kao ključnog preduvjeta za stvaranje dugoročne vrijednosti te "Volimo Jadransko more" kojom se provodi akcija čišćenja podmorja u Tunarica Sunny Campingu.<sup>183</sup>

EU Ecolabel certifikat promiče ekološku izvrsnost i pomaže u prepoznavanju proizvoda i usluga koji imaju smanjeni utjecaj na okoliš, a Valamar riviera d.d. ima ga za šest kampova. Sustainable Hotel Certificate posjeduje sedam hotela, a to su Valamar Sanfior Hotel & Casa 5\*, Valamar Koralj Hotel 3\*, Valamar Collection Dubrovnik President Hotel 5\*, Valamar Parentino Hotel 4\*,

---

<sup>182</sup> Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>183</sup> Godišnji izvještaji poduzeća Valamar riviera d.d.

TUI Blue Bellevue Resort by Valamar 4\*, Valamar Padova Hotel 4\*, Valamar Carolina Hotel & Villas 4\*. Čak 23 hotela i ljetovališta imaju međunarodni certifikat Travelife kojim se promiče održivost u hotelijerstvu i pomaže turoperatorima, hotelima i ostalim smještajnim kapacitetima da upravljaju i prate svoj društveni i ekološki utjecaj, kao i da o svojim postignućima informiraju goste i partnere. Kroz ovo priznanje postiže se uvođenje prakse zelenog poslovanja, odnosno dolazi do ravnoteže ekonomskog napretka, brige za okoliš u najširem smislu te socijalne uključenosti u širu zajednicu. Također, Valamar riviera d.d. za gotovo sve smještajne kapaciteta ima ISO 14001 certifikat upravljanja okolišem, te za većinu ima neki od certifikata za održivo poslovanje.<sup>184</sup>

#### 4.2.2. Analiza industrije modelom Porterovih 5 sila

Model Porterovih pet sila opisuje proces nastojanja pomicanja industrije prema ekonomskim uvjetima savršene konkurencije, a snaga svake sile određena je brojnim varijablama, dok njihovo zajedničko djelovanje određuje profitno-rizični potencijal industrije. Profitabilnost je veća što je stabilnija konkurentna struktura, manja opasnost od pojave novih konkurenata te povoljniji položaj industrije prema kupcima, dobavljačima i industrijama koje proizvode supstitute.<sup>185</sup> Analiza Porterovih pet sila sastoji se od:<sup>186</sup>

1. analize suparništva između postojećih konkurenata, odnosno jačine nadmetanja među poduzećima koja djeluju unutar promatrane industrije;
2. analize prijetnje pridošlica, odnosno postojanja poduzeća koja su spremna ući na tržište ako profitabilnost industrije bude dovoljno velika;
3. analize prijetnje od zamjenskih proizvoda, odnosno prijelaza kupaca na zamjenske proizvode ako oni pridobiju njihovu preferenciju izbora;
4. analize pregovaračke moći kupaca;
5. te analize pregovaračke moć dobavljača.

---

<sup>184</sup> Ibid.

<sup>185</sup> Butigan, R. (2008.) Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, Vol. 59 No. 3-4, str. 153-176.

<sup>186</sup> Ibid, prema Porter, M.E. (1998.) *Competitive Strategy – Techniques for Analysing Industries and Competitors*, The Free Press, New York.

U nastavku rada prikazan je pregled modela Porterovih pet sila na primjeru Valamar riviere d.d.

#### 4.2.2.1. Natjecanje između postojećih konkurenata

Konkurentska struktura određena je brojem konkurenata i njihovim relativnim veličinama, a najčešće se mjeri tržišnim udjelima vodećih poduzeća, te može biti u rasponu od jako fragmentirane do čvrsto konsolidirane industrije.<sup>187</sup> U svakoj kategorizaciji smještajne ponude Valamar riviere d.d. postoje konkurenti. Najveći konkurent u premium segmentu predstavlja Maistra d.d. koja nudi luksuzan smještaj u hotelima s četiri i pet zvjezdica, dok u ostalim segmentima najvećeg konkurenta predstavlja Plava laguna d.d. koja posjeduje veliki broj smještajnih kapaciteta.<sup>188</sup> Ostali veliki konkurenti su Arena Hospitality Group d.d., Solaris d.d., Sunce hoteli d.d., Liburnia riviera hoteli d.d. te Jadranka grupa.<sup>189</sup> Valamar riviera d.d. uzdiže se nad konkurentima zbog dobrog poslovnog modela, stalnih investicija, inovacija usluga koje nude u smještajnim kapacitetima, reputacije te su najveće hotelsko poduzeće u Republici Hrvatskoj što im omogućuje utjecaj na kupce pomoću diferencijacije ponude te na dobavljače putem ekonomije obujma.<sup>190</sup> Zbog ostvarivanja rasta turističkog sektora, smatra se kako će se rast poduzeća ostvariti kroz rast industrije te neće biti potrebno oduzimati dio tržišnog udjela nekog konkurenta.

#### 4.2.2.2. Prijetnja ulaska novih poduzeća na tržište

Tržište turističkog sektora raste zbog čega postoji mogućnost ulaska novog svjetskog hotelskog lanca koji nije prisutan na tržištu ili ulazak nekog drugog poduzeća koja žele ostvariti zarade. Kako bi se smanjila mogućnost ulaska novih konkurenata na tržište javljaju se ulazne barijere kao što su: ekonomija razmjera (visoki troškovi ulaganja), početna ulaganja (potrebno je uložiti značajnije iznose kako bi se konkuriralo drugim turističkim poduzećima), proizvodna diferencijacija i ustaljeni odnosi s klijentima (dobri odnosi i povjerenje stvoreno između poduzeća i njegovih klijenata otežava novim poduzećima ulazak u turistički sektor), ograničeni

---

<sup>187</sup> Ibid.

<sup>188</sup> <https://www.maistra.com>; <http://biz.plavalaguna.hr/hr/>

<sup>189</sup> <https://www.arenahospitalitygroup.com/>; <https://www.campingsolaris.com/>; <https://www.bluesunhotels.com/>; <https://www.liburnia.hr/>; <https://jadranka.hr>

<sup>190</sup> Godišnji izvještaji poduzeća Valamar riviera d.d.

su kapaciteti postojećih kanala distribucije, te se javljaju brojne zakonske barijere i državna ograničenja te mnoge druge barijere.<sup>191</sup> Kao potencijalne nove konkurente mogu se sagledavati poduzeća stvorena integracijom postojećih poduzeća turističkog segmenta kao i stranog hotelskog poduzeća. U segmentu kampinga Valamar riviera d.d. ima diverzificirane usluge i kvalitetnu ponudu, no ipak postoji veća prijetnja od ulaska novih poduzeća u ovaj segment zbog manje potrebe za početnim ulaganjima.<sup>192</sup>

#### 4.2.2.3. Pregovaračka moć kupaca

Unutar industrije kupci se natječu snižavanjem cijena, pregovaranjem za bolje uvjete plaćanja, višu kvalitetu ili za više usluga i okrećući konkurente jedne protiv drugih.<sup>193</sup> Zbog toga je važno analizirati kupce, odnosno njihovu pregovaračku moć kako bi se pravilno mogli planirati potencijalni prihodi pojedinog poduzeća. Na hotelskom tržištu kupce možemo promatrati kao individualne i velike kupce. Individualne kupce predstavljaju pojedinci, parovi, obitelji i prijatelji koji traže maksimalnu uslugu koju mogu dobiti za plaćenu uslugu i iznimno su osjetljivi na cijenu.<sup>194</sup> Valamar riviera d.d. pokušava udovoljiti ciljanom tržištu kroz direktne i indirektne kanale distribucije kako bi u samom vrhuncu sezone, u ljetnim mjesecima, ostvarili najviše cijene zbog najviše potražnje, dok izvan sezone, u zimskim mjesecima, potražnja drastično pada zbog čega padaju i cijene usluga. Također, Valamar riviera d.d. prilagođava se kupcima kroz diverzificiranu ponudu u četiri kategorije, premium, upscale, midscale i economy smještajne kapacitete, kako bi obuhvatili sve skupine kupaca.<sup>195</sup> Kako se poduzeće susreće sa sezonalnošću tako varira i moć kupaca. Na vrhuncu sezone kupci imaju malu moć koju ostvaruju pomoću ranog rezerviranja smještaja i programa vjernosti, dok van sezone ostvaruju veću moć, iako je dio smještajnih kapaciteta zatvoren kako bi se ostvarila veća popunjenost preostalih, otvorenih, kapaciteta, pomoću ranog rezerviranja smještaja i programa vjernosti u kojoj će usluga biti

---

<sup>191</sup> Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

<sup>192</sup> Godišnji izvještaji poduzeća Valamar riviera d.d.

<sup>193</sup> Butigan, R. (2008.) Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, Vol. 59 No. 3-4, str. 153-176.

<sup>194</sup> Galičić, V. (2017.) *Poslovanje hotelskoga odjela smještaja*. Opatija. Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu.

<sup>195</sup> Godišnji izvještaji poduzeća Valamar riviera d.d.

povoljnija i kvalitetnija od one na vrhuncu sezone. Veliki kupci, turističke agencije i turoperatori, ostvaruju veću pregovaračku moć u odnosu na individualne kupce koju postižu potpisivanjem ugovora kojima poduzeću osiguravaju popunjenost smještajnih kapaciteta u sezoni, kao i izvan nje. Neki veliki kupci, poput TUI grupe, sudjeluju u investicijskim projektima s Valamar rivierom d.d. zbog čega dodatno pridodaju doprinos poslovanju poduzeća.<sup>196</sup> Turoperatori za cilj imaju ostvariti poželjnu cijenu koja će uključivati što je moguće bolju uslugu zbog čega trebaju biti objektivni za vrijeme pregovora s poduzećem kako bi se ostvarila suradnja. Valamar riviera d.d. brine o ostvarivanju dobrih odnosa sa svjetskim turoperatorima kako bi ostvarili prednost za vrijeme pregovora o uslugama, cijeni i potencijalnim dodatnim suradnjama. U turističkom sektoru veću pregovaračku moć ostvaruju veliki kupci kod sklapanja suradnje.

#### 4.2.2.4. Opasnost od zamjenskih proizvoda

Supstituti su proizvodi direktnih ili indirektnih konkurenata koji imaju jednaku funkciju kao proizvodi industrijskog poduzeća, odnosno zadovoljavaju iste potrebe potrošača samo na drugačiji način.<sup>197</sup> Postoji preferencija za ljetovanje na morskoj destinaciji u odnosu na ljetovanje na kontinentalnim destinacijama ili zimovanje. Opasnost od supstituta proizlazi iz promjene preferencije potrošača zbog čega bi se okrenuli drugim dinamičnijim oblicima ljetovanja, koja će im omogućiti više doživljaja i iskustva, kao što su putovanja kruzerom, brodom ili jedrilicom, city break putovanja, odlazak na kontinentalne destinacije i slično.<sup>198</sup> Navedeni supstituti imaju manji udio te city break putovanja, odnosno kraća putovanja ostvaruju sve veći značaj. Valamar riviera d.d. ima široku strukturu usluga i sastoji se od svih kategorizacija hotela i kampova. Economy segment ponude poduzeća nudi kvalitetniju uslugu od privatnog apartmanskog smještaja.<sup>199</sup> U trenutnoj situaciji korona krize, u kojoj vlade donose odluke o otvorenosti zemlje, turisti se okreću bližim destinacijama.

---

<sup>196</sup> Ibid.

<sup>197</sup> Butigan, R. (2008.) Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, Vol. 59 No. 3-4, str. 153-176.

<sup>198</sup> <https://www.htz.hr>

<sup>199</sup> Godišnji izvještaji poduzeća Valamar riviera d.d.



#### 4.2.2.5. Pregovaračka moć dobavljača

Dobavljači mogu predstavljati prijetnju poduzećima u specifičnoj industriji podizanjem cijene i/ili snižavanjem kvalitete svojih sirovina ili (polu)proizvoda zbog čega svi iznadprosječni profiti u industriji mogu biti transferirani dobavljačima.<sup>200</sup> Zbog toga je važno analizirati dobavljače, odnosno njihovu pregovaračku moć kako bi se pravilno mogli planirati potencijalni prihodi pojedinog poduzeća. Valamar riviera d.d. kao veliko poduzeće, koje nudi usluge smještaja, ugostiteljstva i druge prateće usluge, ima popriličan broj dobavljača s kojima posluje što utječe na stvaranje vrijednosti poduzeća. Valamar riviera d.d. ima čak 95% domaćih dobavljača s kojima ima dugoročnu suradnju i partnerski odnos što pridonosi osiguranju odgovarajuće kvalitete za sve potrebne proizvode. Valamar riviera d.d. ostvaruje visoku zastupljenosti domaće proizvodnje i lokalnih proizvoda u području hrane i pića što značajno doprinosi osiguranju autentične usluge i proizvoda, a promocijom autohtonih proizvoda Valamar riviera d.d. dodatno obogaćuje ponudu i razvija dugoročnu suradnju s lokalnim proizvođačima. Iz godišnjeg izvješća za 2019. godinu vidljivo je da je udio 100% hrvatskih proizvoda 66%, a hrvatskih proizvoda koji mogu sadržavati uvozne sirovine 9%, dok je uvoznih proizvoda 25%. Dobavljači uz Valamar rivieru d.d. vežu pojmove kao što su pozitivna reputacija, dobar partner te kupac koji redovito servisira svoje obveze zbog čega Valamar rivieru d.d. dobavljači vide kao poželjno poduzeće za suradnju.<sup>201</sup> Iz navedenog se može zaključiti kako Valamar riviera d.d. posjeduje veću pregovaračku moć u odnosu na svoje dobavljače. Obzirom da poduzeće ima ulaganja u izgradnju novih smještajnih objekata, a izvođači radova se mogu promatrati kao dobavljači, mogu se pojaviti kašnjenja u izgradnji zbog manjka zaposlenika u građevinskom sektoru te kašnjenje zbog trenutne situacije uzrokovane pandemijom.<sup>202</sup> Uslijed navedenih kašnjenja može doći do povećanja troškova (ugovaranje izvođača radova koji će izvršiti radove u zadanom vremenskom roku uz veću naknadu) ili do oportunitetnih troškova (propuštena zarada

---

<sup>200</sup> Butigan, R. (2008.) Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, Vol. 59 No. 3-4, str. 153-176.

<sup>201</sup> Godišnji izvještaji poduzeća Valamar riviera d.d.

<sup>202</sup> <https://www.poslovni.hr/hrvatska/nema-obnove-bez-uvoza-radnika-iz-azije-i-ukrajine-4267915>;  
<https://www.psod.hr/objave/epidemija-virusom-covid-19-koronavirus---visa-sila>

od pružanja usluge). Iz toga je vidljivo kako ova povremena skupina dobavljača ima veću pregovaračku moć u odnosu na Valamar rivieru d.d.

#### **4.2.3. Analiza financijskih izvještaja poduzeća Valamar riviera d.d.**

Kroz cjelovitu i kvalitetnu analizu financijskih izvještaja poduzeća menadžment može identificirati financijske i druge rizike te na temelju toga donositi ispravne i pravodobne odluke kako bi ostvario postavljene ciljeve. U nastavku rada prikazane su horizontalna i vertikalna analiza bilance stanja i računa dobiti i gubitka Valamar riviere d.d. te analiza pomoću financijskih pokazatelja.

##### **4.2.3.1. Horizontalna analiza**

Pomoću horizontalne analize dolazi se do informacija o tendencijama i dinamici kretanja pojedinih pozicija u financijskim izvještajima kroz duže vremensko razdoblje. U apsolutnim i relativnim iskazima promatraju se promjene pozicija financijskih izvještaja iz godine u godinu ili se koristi usporedba s baznom godinom. Usporedbom izvještaja moguće je uočiti trendove te u skladu s tim pravodobno reagirati i poduzeti odgovarajuće korektivne aktivnosti ukoliko su trendovi poslovanja negativni.<sup>203</sup> Ovom analizom vidi se smjer i brzina promjena pozicija u bilanci stanja i računu dobiti i gubitka.

##### **4.2.3.1.1. Bilanca stanja**

U promatranom razdoblju vidljiv je konzistentan rast ukupne imovine poduzeća uz primjetno smanjenje rasta 2020. godine što je povezano s pojavom SARS-CoV-2 virusa zbog čega su zaustavljeni investicijski projekti. Rast dugotrajne imovine prati kretanje rasta ukupne imovine, te je vidljivo povećanje imovine kroz preuzimanje poduzeća Hoteli Makarska d.d. 2018. godine. S druge strane, kratkotrajna imovina ima drastične promjene. 2019. godine vidljiv je značajan rast od 86% koji je gotovo u cijelosti proizašao iz rasta novca u banci i blagajni. Također, raste i pozicija zaliha kako raste obujam poslovanja. Povećanje ukupne imovine financirano je većim dijelom iz dugoročnih obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama, zatim

---

<sup>203</sup> Žager, K. et. al. (2009.) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Masmedia.

kapitalom, odnosno kroz zadržanu dobit, dok se situacija 2020. godine mijenja te se smanjuje kapital kroz ostvaren gubitak poslovne godine, a značajno rastu kratkoročne obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama, dugoročne obveze u cijelom razdoblju bilježe stabilan rast.

**Tablica 1 Horizontalna analiza bilance stanja 2016.-2020.**

	HORIZONTALNA ANALIZA									
	2016	2017	2017./2016	2018	2018./2017	2019	2019./2018	2020	2020./2019	
<b>AKTIVA</b>										
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL		0		0		0		0		0
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	4,105,084,164	4,632,400,572	13%	5,310,859,197	15%	5,856,396,314	10%	6,087,157,859	4%	
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	24,080,361	45,224,706	88%	53,726,810	19%	56,189,081	5%	46,400,186	-17%	
II. MATERIJALNA IMOVINA	3,941,768,572	4,440,260,536	13%	5,111,237,027	15%	5,558,203,413	9%	5,662,917,241	2%	
III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	6,601,376	5,417,132	-18%	20,189,324	273%	48,171,781	139%	46,430,294	-4%	
IV. POTRAŽIVANJA	995,889	834,499	-16%	0	-100%	0		0		
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	131,637,986	140,663,699	7%	125,706,036	-11%	193,832,039	54%	331,410,138	71%	
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	336,880,206	343,822,386	2%	332,777,170	-3%	618,567,076	86%	737,066,269	19%	
I. ZALIHE	19,245,740	24,496,814	27%	25,447,350	4%	25,825,011	1%	30,335,208	17%	
II. POTRAŽIVANJA	42,229,932	30,637,890	-27%	45,046,838	47%	41,771,516	-7%	40,184,920	-4%	
III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	753,886	850,728	13%	440,629	-48%	827,911	88%	613,241	-26%	
IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI	274,650,648	287,836,954	5%	261,842,353	-9%	550,142,638	110%	665,932,900	21%	
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	23,369,940	20,382,090	-13%	25,309,119	24%	20,339,193	-20%	55,358,952	172%	
E) UKUPNO AKTIVA	4,465,334,310	4,996,605,048	12%	5,668,945,486	13%	6,495,302,583	15%	6,879,583,080	6%	
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	54,631,638	54,545,066	0%	58,014,172	6%	54,355,927	-6%	54,261,380	0%	
<b>PASIVA</b>										
A) KAPITAL I REZERVE	2,373,637,039	2,516,174,910	6%	2,758,532,748	10%	3,219,069,759	17%	2,863,857,326	-11%	
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1,672,021,210	1,672,021,210	0%	1,672,021,210	0%	1,672,021,210	0%	1,672,021,210	0%	
II. KAPITALNE REZERVE	2,204,690	3,602,906	63%	5,304,283	47%	5,223,432	-2%	5,223,432	0%	
III. REZERVE IZ DOBITI	84,401,862	102,055,847	21%	94,297,196	-8%	95,998,078	2%	98,511,512	3%	
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI	273,313	634,097	132%	905,282	43%	61,474	-93%	872	-99%	
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	36,580,064	263,138,894	619%	348,674,430	33%	430,206,412	23%	715,882,878	66%	
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	342,313,777	243,596,016	-29%	235,337,282	-3%	284,535,940	21%	-329,593,506	-216%	
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	235,842,123	231,125,940	-2%	401,993,065	74%	731,023,213	82%	701,810,928	-4%	
B) REZERVIRANJA	49,784,727	58,356,183	17%	127,787,632	119%	125,529,523	-2%	141,118,430	12%	
C) DUGOROČNE OBVEZE	1,556,069,066	1,915,658,762	23%	2,281,608,369	19%	2,546,866,358	12%	2,867,349,347	13%	
D) KRATKOROČNE OBVEZE	394,111,168	402,912,295	2%	424,603,584	5%	526,341,998	24%	934,437,190	78%	
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	91,732,310	103,502,898	13%	76,413,153	-26%	77,494,945	1%	72,820,787	-6%	
F) UKUPNO – PASIVA	4,465,334,310	4,996,605,048	12%	5,668,945,486	13%	6,495,302,583	15%	6,879,583,080	6%	
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	54,631,638	54,545,066	0%	58,014,172	6%	54,355,927	-6%	54,261,380	0%	

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

#### 4.2.3.1.2. Račun dobiti i gubitka

U promatranom razdoblju vidljiv je trend rasta poslovnih prihoda koji je povezan s rastom broja turista u Republici Hrvatskoj, većim brojem smještajnih kapaciteta te produljenjem sezone. Izuzetak je, očekivano, posljednja godina u kojoj je ostvaren pad poslovnih prihoda od čak 69%. Kroz povećanje obujma poslovanja rastu i poslovni rashodi vezani uz materijalne troškove,

troškove osoblja te amortizacija koja ukazuje na povećanje dugotrajne imovine poduzeća. Posljednje godine zabilježen je pad poslovnih prihoda za 44% ostvaren kroz pad materijalnih troškova, troškova osoblja te ostalih troškova. Financijski prihodi u početku bilježe značajno smanjenje, a 2020. godine bilježe rast od 99%. Financijski rashodi su varijabilni, dok u posljednjoj godini bilježe značajan rast od 74% kao posljedica tečajnih razlika i drugih rashoda te rashoda s osnove kamata i sličnih rashoda. Financijski rezultat Valamar riviere d.d. u promatranom razdoblju je varijabilna, dok posljednje godine bilježi značajan pad dobiti prije oporezivanja od 316% te dobiti nakon oporezivanja 217% te je ostvaren gubitak.

**Tablica 2 Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka 2016.-2020.**

	HORIZONTALNA ANALIZA									
	2016	2017	2017./2016.	2018	2018./2017.	2019	2019./2018.	2020	2020./2019.	
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>1,488,610,601</b>	<b>1,778,395,862</b>	<b>19%</b>	<b>1,990,984,717</b>	<b>12%</b>	<b>2,207,678,790</b>	<b>11%</b>	<b>675,610,635</b>	<b>-69%</b>	
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe		189,245	-	0	-100%	0	-	0	-	
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	1,454,867,739	1,755,097,476	21%	1,961,413,631	12%	2,139,319,744	9%	642,478,457	-70%	
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga		5,211,178	-	361,270	-93%	510,082	41%	460,699	-10%	
4. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	33,742,862	17,897,963	-47%	29,209,816	63%	67,848,964	132%	32,671,479	-52%	
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>1,241,906,079</b>	<b>1,518,893,175</b>	<b>22%</b>	<b>1,707,437,899</b>	<b>12%</b>	<b>1,913,825,576</b>	<b>12%</b>	<b>1,070,375,000</b>	<b>-44%</b>	
1. Materijalni troškovi	450,374,430	519,753,525	15%	552,089,395	6%	609,249,061	10%	254,642,998	-58%	
2. Troškovi osoblja	371,316,789	480,161,466	29%	541,715,389	13%	583,409,043	8%	189,951,093	-67%	
3. Amortizacija	265,188,188	346,413,599	31%	410,521,539	19%	474,514,405	16%	496,444,044	5%	
4. Ostali troškovi	128,500,052	143,755,460	12%	174,686,587	22%	197,392,249	13%	89,097,655	-55%	
5. Vrijednosna usklađenja	690,979	126,181	-82%	385,273	205%	587,773	53%	1,509,899	157%	
6. Rezerviranja	1,854,405	9,486,384	412%	7,126,272	-25%	8,827,807	24%	28,714,012	225%	
7. Ostali poslovni rashodi	23,981,236	19,196,560	-20%	20,913,444	9%	39,845,238	91%	10,015,299	-75%	
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>90,889,299</b>	<b>63,640,247</b>	<b>-30%</b>	<b>56,790,053</b>	<b>-11%</b>	<b>10,673,119</b>	<b>-81%</b>	<b>21,291,138</b>	<b>99%</b>	
1. Ostali prihodi s osnove kamata		655,416	-	528,885	-19%	654,052	24%	674,539	3%	
2. Tečajne razlike i ostali financijski prihodi	43,399,550	52,405,389	21%	47,598,882	-9%	4,215,065	-91%	889,846	-79%	
3. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine	9,107,883	7,520,020	-17%	4,696,029	-38%	0	-100%	0	-	
4. Ostali financijski prihodi	38,381,866	3,059,422	-92%	3,966,257	30%	5,804,002	46%	19,726,753	240%	
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>65,684,632</b>	<b>84,499,175</b>	<b>29%</b>	<b>82,255,368</b>	<b>-3%</b>	<b>72,530,819</b>	<b>-12%</b>	<b>125,931,773</b>	<b>74%</b>	
1. Rashodi s osnove kamata i slični rashodi	53,227,381	42,218,873	-21%	49,874,101	18%	55,020,340	10%	63,062,608	15%	
2. Tečajne razlike i drugi rashodi		33,867,818	-	18,895,559	-44%	4,868,851	-74%	41,917,880	761%	
3. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	8,256,519	6,761,354	-18%	10,757,668	59%	10,651,214	-1%	17,843,787	68%	
4. Vrijednosna usklađenja financijske imovine (neto)		0	-	0	-	1,690	-	0	-100%	
5. Ostali financijski rashodi	4,200,732	1,651,130	-61%	2,728,040	65%	1,988,724	-27%	3,107,498	56%	
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1,579,499,900</b>	<b>1,842,036,109</b>	<b>17%</b>	<b>2,047,774,770</b>	<b>11%</b>	<b>2,218,828,166</b>	<b>8%</b>	<b>696,901,773</b>	<b>-69%</b>	
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>1,307,590,711</b>	<b>1,603,392,350</b>	<b>23%</b>	<b>1,789,693,267</b>	<b>12%</b>	<b>1,988,356,395</b>	<b>11%</b>	<b>1,197,950,353</b>	<b>-40%</b>	
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>271,909,189</b>	<b>238,643,759</b>	<b>-12%</b>	<b>258,081,503</b>	<b>8%</b>	<b>232,471,771</b>	<b>-10%</b>	<b>-501,048,580</b>	<b>-316%</b>	
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>-70,404,588</b>	<b>-6,443,626</b>	<b>-91%</b>	<b>18,893,996</b>	<b>-393%</b>	<b>-73,379,909</b>	<b>-488%</b>	<b>-142,242,789</b>	<b>94%</b>	
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>342,313,777</b>	<b>245,087,385</b>	<b>-28%</b>	<b>239,187,507</b>	<b>-2%</b>	<b>305,851,680</b>	<b>28%</b>	<b>-358,805,791</b>	<b>-217%</b>	

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

#### 4.2.3.2. Vertikalna analiza

Vertikalna se analiza provodi tako da se u bilanci aktiva i pasiva označe sa 100, a sve se druge pozicije tada stavljaju u odnos s njima da bi se dobila njihova struktura. Jednako tako u računu dobiti i gubitka se prihod od prodaje ili ukupan prihod označavaju sa 100, pa se ostale pozicije uspoređuju s njim.<sup>204</sup> Ovom analizom omogućen je uvid u strukturu financijskih izvještaja. U analizi računa dobiti i gubitka prihod od prodaje je izjednačen sa 100.

##### 4.2.3.2.1. Bilanca stanja

**Tablica 3 Vertikalna analiza bilance stanja 2016.-2020.**

	VERTIKALNA ANALIZA				
	2016	2017	2018	2019	2020
<b>AKTIVA</b>					
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	0%	0%	0%	0%	0%
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>92%</b>	<b>93%</b>	<b>94%</b>	<b>90%</b>	<b>88%</b>
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	1%	1%	1%	1%	1%
II. MATERIJALNA IMOVINA	88%	89%	90%	86%	82%
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	0%	0%	0%	1%	1%
IV. POTRAŽIVANJA	0%	0%	0%	0%	0%
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	3%	3%	2%	3%	5%
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>
I. ZALIHE	0%	0%	0%	0%	0%
II. POTRAŽIVANJA	1%	1%	1%	1%	1%
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	0%	0%	0%	0%	0%
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	6%	6%	5%	8%	10%
<b>D) PLAĆENI TROŠKOV BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>F) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
<b>PASIVA</b>					
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>53%</b>	<b>50%</b>	<b>49%</b>	<b>50%</b>	<b>42%</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	37%	33%	29%	26%	24%
II. KAPITALNE REZERVE	0%	0%	0%	0%	0%
III. REZERVE IZ DOBITI	2%	2%	2%	1%	1%
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI	0%	0%	0%	0%	0%
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	1%	5%	6%	7%	10%
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	8%	5%	4%	4%	-5%
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	5%	5%	7%	11%	10%
<b>B) REZERVIRANJA</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>35%</b>	<b>38%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>42%</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
<b>F) UKUPNO – PASIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>G) IZVANBILANČNI ZAPISI</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

<sup>204</sup> Ibid.

Dugotrajna imovina čini gotovo svu imovinu, u promatranom razdoblju u prosjeku iznosi 91,4% ukupne imovine. Najveći udio zauzimaju građevinski objekti te zemljište što je u skladu s industrijom u kojoj poduzeće posluje. Gotovo sva kratkotrajna imovina nalazi se u novcu u banci i blagajni i raste upravo zbog te stavke, a potraživanja čine 1% ukupne imovine u cijelom promatranom razdoblju. U pasivi prevladavaju kapital i rezerve koji u promatranom razdoblju bilježe neznatno smanjenje, izuzev zadnje godine u kojoj je pozicija smanjena za 8% kao posljedica pandemije. Vidljiv je rast udjela dugoročnih obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama i kreće se oko 40% ukupne pasive. Kratkoročne obveze u promatranom razdoblju stagniraju oko 8% ukupne pasive, a u zadnjoj godini se njihov udio povećava na 14% kao posljedica povećanja obveza prema bankama i drugim financijskim institucijama.

#### 4.2.3.2.2. Račun dobiti i gubitka

Poslovni rashodi iz godine u godinu zauzimaju sve veći udio prihoda od prodaje, a kao najveći javljaju se materijalni troškovi, troškovi osoblja te amortizacija, dok u posljednjoj godini poslovni rashodi predstavljaju 166,6% prihoda od prodaje što ukazuje na gubitak razdoblja. Financijski prihodi bilježe smanjenje udjela u prihodima od prodaje te 2020. godine stvaraju dodatnih 3,31% prihoda. Financijski rashodi su u promatranom razdoblju stabilni oko 4% prihoda od prodaje, dok u posljednjoj godini udio značajno raste na 19,6% kao posljedica povećanja obveza prema bankama. Udio dobiti nakon oporezivanja se smanjio s početnih 23,53% prihoda od prodaje na 14,3% prihoda od prodaje 2019. godine, a nakon toga je ostvaren gubitak od 55,85% prihoda od prodaje.

**Tablica 4 Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka 2016.-2020.**

	VERTIKALNA ANALIZA				
	2016	2017	2018	2019	2020
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>102.32%</b>	<b>101.33%</b>	<b>101.51%</b>	<b>103.20%</b>	<b>105.16%</b>
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	0.00%	0.30%	0.02%	0.02%	0.07%
4. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	2.32%	1.02%	1.49%	3.17%	5.09%
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>85.36%</b>	<b>86.54%</b>	<b>87.05%</b>	<b>89.46%</b>	<b>166.60%</b>
1. Materijalni troškovi	30.96%	29.61%	28.15%	28.48%	39.63%
2. Troškovi osoblja	25.52%	27.36%	27.62%	27.27%	29.57%
3. Amortizacija	18.23%	19.74%	20.93%	22.18%	77.27%
4. Ostali troškovi	8.83%	8.19%	8.91%	9.23%	13.87%
5. Vrijednosna usklađenja	0.05%	0.01%	0.02%	0.03%	0.24%
6. Rezerviranja	0.13%	0.54%	0.36%	0.41%	4.47%
7. Ostali poslovni rashodi	1.65%	1.09%	1.07%	1.86%	1.56%
<b>III. FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>6.25%</b>	<b>3.63%</b>	<b>2.90%</b>	<b>0.50%</b>	<b>3.31%</b>
1. Ostali prihodi s osnove kamata	0.00%	0.04%	0.03%	0.03%	0.10%
2. Tečajne razlike i ostali financijski prihodi	2.98%	2.99%	2.43%	0.20%	0.14%
3. Nerealizirani dobiti (prihodi) od financijske imovine	0.63%	0.43%	0.24%	0.00%	0.00%
4. Ostali financijski prihodi	2.64%	0.17%	0.20%	0.27%	3.07%
<b>IV. FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>4.51%</b>	<b>4.81%</b>	<b>4.19%</b>	<b>3.39%</b>	<b>19.60%</b>
1. Rashodi s osnove kamata i slični rashodi	3.66%	2.41%	2.54%	2.57%	9.82%
2. Tečajne razlike i drugi rashodi	0.00%	1.93%	0.96%	0.23%	6.52%
3. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	0.57%	0.39%	0.55%	0.50%	2.78%
4. Vrijednosna usklađenja financijske imovine (neto)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
5. Ostali financijski rashodi	0.29%	0.09%	0.14%	0.09%	0.48%
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>108.57%</b>	<b>104.95%</b>	<b>104.40%</b>	<b>103.72%</b>	<b>108.47%</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>89.88%</b>	<b>91.36%</b>	<b>91.25%</b>	<b>92.85%</b>	<b>186.46%</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>18.69%</b>	<b>13.60%</b>	<b>13.16%</b>	<b>10.87%</b>	<b>-77.99%</b>
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>-4.84%</b>	<b>-0.37%</b>	<b>0.96%</b>	<b>-3.43%</b>	<b>-22.14%</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>23.53%</b>	<b>13.96%</b>	<b>12.19%</b>	<b>14.30%</b>	<b>-55.85%</b>

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

#### 4.2.3.3. Analiza pomoću financijskih pokazatelja

Pokazatelji su neizostavan instrument zadavanja ciljeva, poslovnog planiranja, kontrole i informiranja. Kako bi se analizirali financijski izvještaji, izračunavaju se i analiziraju financijski pokazatelji koji u odnos stavljaju određene ekonomske veličine te se iskazuju kao postotni broj ili decimalne vrijednosti. Pokazatelji posjeduju ulogu instrumenta istraživanja, prosuđivanja,

odlučivanja, instrumenta spoznaje i praktičnog djelovanja.<sup>205</sup> Financijski pokazatelji grupiraju se u nekoliko skupina:<sup>206</sup>

1. Pokazatelji likvidnosti – mjere sposobnost poduzeća da podmiri svoje kratkoročne obveze.
2. Pokazatelji zaduženosti – mjere koliko se poduzeće financira iz tuđih izvora sredstava.
3. Pokazatelji aktivnosti – mjere koliko efikasno poduzeće koristi svoje resurse.
4. Pokazatelji profitabilnosti – mjere povrat uloženoga kapitala.
5. Pokazatelji investiranja – mjere uspješnost ulaganja u dionice.

#### 4.2.3.3.1. Pokazatelji likvidnosti

**Tablica 5 Pokazatelji likvidnosti**

	2016	2017	2018	2019	2020
TEKUĆI ODNOS	0.8548	0.8533	0.7837	1.1752	0.7888
BRZI ODNOS	0.8060	0.7925	0.7238	1.1262	0.7563
NOVČANI ODNOS	0.6969	0.7144	0.6167	1.0452	0.7127
KOEFICIJENT FINACIJSKE STABILNOSTI	1.0446	1.0453	1.0537	1.0157	1.0621
NETO OBRtni KAPITAL	-57,230,962	-59,089,909	-91,826,414	92,225,078	-197,370,921

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

Uobičajeno likvidnost se definira kao sposobnost poduzeća da pravovremeno podmiruje svoje dospjele kratkoročne obveze, to jest predstavlja sposobnost unovčavanja, odnosno kao sposobnost imovine da se nesmetano izmjenjuje u poslovnom (operativnom) ciklusu. Tekući odnos je opći indikator kratkoročnog financijskog položaja poduzeća.<sup>207</sup> Tekući odnos Valamar riviere d.d. uglavnom je stabilan oko 0,85 i 0,78, odnosno kratkoročne obveze poduzeća su nešto veće od kratkotrajne imovine što ukazuje na financiranje dijela dugotrajne imovine kratkoročnim obvezama, a to je vidljivo i iz neto obrtnog kapitala i koeficijenta financijske stabilnosti. Brzim odnosom ocjenjuje se sposobnost poduzeća da u kratkom roku podmiri sve svoje obveze.<sup>208</sup> Pokazuje da li poduzeće ima dovoljno kratkotrajne imovine za podmirenje

<sup>205</sup> Osmanagić Bedenik N. (2004.) *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

<sup>206</sup> Bolfek, B., Stanić, M., Knežević, S. (2012.) Vertikalna i horizontalna financijska analiza poslovanja tvrtke, *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, Vol. XXV No. 1.

<sup>207</sup> Žager, L., Ježovita, A. (2017.) Utjecaj strukture imovine poduzeća na ocjenu likvidnosti, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, No. 23.

<sup>208</sup> Ibid.



kratkoročnih obveza bez prodaje zaliha. Brzi odnos bilježi neznatno smanjenje te je uglavnom ispod 1. Novčanim odnosom ocjenjuje se koliko je obveza poduzeće u mogućnosti podmiriti u trenutku sastavljanja bilance.<sup>209</sup> Odnosno, pokazuje koliko obveza poduzeće može podmiriti na dan sastavljanja bilance novcem koji posjeduje bez prodaje druge imovine. Novčani odnos je visok (0,62 do 1,05) što je u skladu s industrijom u kojoj poduzeće posluje kako bi tijekom vanezonskog razdoblja imali dovoljnu količinu novca za podmirivanje obveza hladnog pogona. Ukupno gledano Valamar riviera d.d. ima zadovoljavajuće pokazatelje likvidnosti iz kojih je vidljivo da je najveći udio kratkotrajne imovine zapravo novac u banci i blagajni. U hoteljerskoj industriji takvi pokazatelju su očekivani obzirom na male količine zaliha, bave se uslužnom djelatnošću, i brzu naplatu potraživanja, turisti plaćaju pružene usluge na licu mjesta.

#### 4.2.3.3.2. Pokazatelji zaduženosti

**Tablica 6 Pokazatelji zaduženosti**

	2016	2017	2018	2019	2020
ODNOS DUGOROČNOG DUGA	0.3960	0.4322	0.4527	0.4417	0.5003
ODNOS DUGA I GLAVNICE	0.6556	0.7613	0.8271	0.7912	1.0012
STUPANJ ZADUŽENOSTI	0.4684	0.4964	0.5134	0.5044	0.5837
POKRIĆE KAMATA	6.2522	5.9153	5.6629	5.1673	-5.7535
KOEFICIJENT VLASTITOG FINANCIRANJA	0.5316	0.5036	0.4866	0.4956	0.4163

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

Pomoću pokazatelja zaduženosti kreditori i poslovni partneri mogu ocijeniti koliko je rizično ući u posao s poduzećem jer im omogućava uvid u strukturu pasive, odnosno strukturu dugova. Kada je poduzeće solventno svi žele poslovati s njima jer su sigurni u naplatu svojih potraživanja, dok je u situaciji insolventnosti obrnuto. Glavni pokazatelji djelovanja poluge su stupanj zaduženosti i odnos duga i glavnice. Stupanj zaduženosti pokazuje koliko se poduzeće koristi zaduživanjem kao oblikom financiranja, odnosno koji je postotak imovine nabavljen dugoročnim ili kratkoročnim zaduživanjem. Iz navedenih pokazatelja vidljivo je da se kroz promatrano razdoblje situacija postupno pogoršavala, no vrijednosti su bile povoljne te je 2020. godine probila maksimalnih 50%. Pokriće kamata pokazuje koliko puta dobit prije poreza pokriva kamate koje poduzeće treba platiti. Ovaj pokazatelj bi trebao biti veći od 1, a ako je 1 tada upozorava buduće kreditore da je velik rizik nemogućnosti naplate kamata, dok postojećim

<sup>209</sup> Ibid.

kreditorima govori da u budućnosti imaju velik rizik nemogućnosti naplate kamata. Valamar riviera d.d. u promatranom razdoblju zadovoljava kriterij ovog pokazatelja osim u posljednjoj godini kada je ostvaren gubitak. Posebno se ističe pokazatelj odnosa dugoročnog duga koji bi trebao iznositi do maksimalno 35%, a za vrijeme promatranog razdoblja prelazi tu granicu, odnosno nije zadovoljavajuć. Sveukupno gledano, Valamar riviera d.d. ima zadovoljavajuće pokazatelje zaduženosti prethodno korona krizi, a kada se oporavi od krize za očekivati je da će ovi pokazatelji ponovno biti zadovoljavajući.

#### 4.2.3.3.3. Pokazatelji aktivnosti

**Tablica 7 Pokazatelji aktivnosti**

	2016	2017	2018	2019	2020
KOEFICIJENT OBRTAJA FIKSNE IMOVINE	0.3544	0.3789	0.3693	0.3653	0.1055
KOEFICIJENT OBRTAJA ZALIHA	75.5943	71.6459	77.0773	82.8391	21.1793
KOEFICIJENT OBRTAJA UKUPNE IMOVINE	0.3258	0.3513	0.3460	0.3294	0.0934
KOEFICIJENT OBRTAJA TEKUĆE IMOVINE	4.3187	5.1047	5.8941	3.4585	0.8717
KOEFICIJENT OBRTAJA POTRAŽIVANJA	34.4511	57.2852	43.5416	51.2148	15.9880
PROSJEČNO VRIJEME NAPLATE POTRAŽIVANJA	10.5947	6.3716	8.3828	7.1268	22.8296
DANI VEZIVANJA (zaliha)	4.7623	5.0247	4.6706	4.3458	16.9977

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

Pokazatelji aktivnosti pokazuju koliko brzo imovina cirkulira u poslovnom procesu. Iz poznatog koeficijenta obrtaja moguće je izračunati dane vezivanja te imovine. Koeficijent obrtaja ukupne imovine pokazuje koliko se puta tokom jedne godine obrne ukupna imovina, odnosno koliko uspješno poduzeće koristi imovinu u stvaranju prihoda. Valamar riviera d.d. ovaj pokazatelj ima stabilnim oko 0,34 što prikazuje kako svaka kuna imovine prosječno donosi 0,34 kn prihoda od prodaje. Koeficijent obrtaja fiksne imovine pokazuje koliko se puta tokom jedne godine obrne dugotrajna imovina, odnosno koliko uspješno poduzeće koristi dugotrajnu imovinu u stvaranju prihoda. U promatranom razdoblju ovaj je pokazatelj u prosjeku iznosio 0,37, odnosno svaka kuna dugotrajne imovine donosi u prosjeku 0,37 kn prihoda od prodaje. Jednako tako koeficijent obrtaja tekuće imovine u promatranom razdoblju iznosi prosječno 4,69, dok je koeficijent obrtaja zaliha prosječno iznosio 76,79. Koeficijent obrtaja potraživanja oscilira u promatranom razdoblju te se kreće od 34,45 do 57,29. Prosječno vrijeme naplate pokazuje koliko dana je poduzeću potrebno da naplati svoje potraživanje. Poželjno je da je prosječno vrijeme naplate što kraće, odnosno da poduzeće brzo naplaćuje svoja potraživanja. U sektoru

turizma je vrijeme naplate potraživanja znatno kraće u odnosu na druge sektore. Valamar riviera d.d. svoja potraživanja naplaćuje između 6 i 11 dana. Dani vezivanja zaliha pokazuju koliko je dana poduzeću potrebno da zalihe pretvori u drugi oblik kratkotrajne imovine, odnosno u potraživanja. Što je kraći period vezivanja zaliha, poduzeće može imati manju rezervu likvidnosti. Valamar riviera d.d. ima iznimno kratke dane vezivanja zaliha koje u promatranom razdoblju u prosjeku iznose 5 dana. Kao što je bilo očekivano, svi pokazatelji aktivnosti u posljednjoj godini imaju značajna odstupanja u odnosu na prethodno razdoblje kao posljedica pandemije.

#### 4.2.3.3.4. Pokazatelji profitabilnosti

**Tablica 8 Pokazatelji profitabilnosti**

	2016	2017	2018	2019	2020
BRUTO PROFITNA MARŽA	0.1696	0.1479	0.1446	0.1374	-0.6144
NETO PROFITNA MARŽA	0.2353	0.1396	0.1219	0.1430	-0.5585
PROFITABILNOST (ukupne) IMOVINE (ROA)	0.0552	0.0519	0.0500	0.0452	-0.0574
PROFITABILNOST VL. GLAVNICE	0.1442	0.0974	0.0867	0.0950	-0.1253

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

Pokazatelji profitabilnosti pokazuju uspjeh u ostvarivanju zarada poduzeća, pokazuju udio dobiti ostvaren u odnosu na korištenu imovinu, te pokazuje koliko uspješno radi uprava poduzeća. Bruto profitna marža pokazuje udio ostvarene dobiti prije troškova kamata i poreza na dobit po ostvarenom prihodu od prodaje u obračunskom razdoblju. Neto profitna marža pokazuje udio ostvarene dobiti nakon oporezivanja porezom na dobit po ostvarenom prihodu od prodaje u obračunskom razdoblju. Valamar riviera d.d. bilježi veću neto profitnu maržu 2016., 2019. i 2020. godine u odnosu na bruto profitnu maržu zbog različitog tretmana određenih prihoda i rashoda, odnosno smatraju li se određeni prihodi i rashodi porezno priznatima ili nepriznatima. Profitabilnost prosječne ukupne imovine poduzeća ocjenjuje se prinosom imovine (ROA – Return on assets). Profitabilnost imovine pokazuje sposobnost imovine poduzeća da generira dobit, odnosno pokazuje koliko poduzeće ostvaruje neto dobiti po jedinici aktive. Profitabilnost vlastite glavnice poduzeća govori koliko je dobiti ostvareno po jedinici vlastitog kapitala poduzeća, odnosno koliko se dobiti može preraspodijeliti na rezerve, isplatu dividendi i zadržanu dobit po jedinici kapitala. Poduzeće je u promatranom razdoblju ostvarilo veću

profitabilnost imovine od prosječne ponderirane kamatne stope na posudbe izuzev 2020. godine kada je ROA -5,74%, a prosječna ponderirana kamatna stopa na posudbe iznosi 1,98%.

#### 4.2.3.3.5. Pokazatelji investiranja

**Tablica 9 Pokazatelji investiranja**

	2016	2017	2018	2019	2020
ZARADE PO DIONICI	2.7554	1.9732	1.9294	2.4966	-2.9437
ODNOS CIJENE I ZARADA	12.5545	22.1131	18.8441	15.5378	-10.1083
ODNOS ISPLATE DIVIDENDI	0.2178	0.4054	0.4665	0.4005	0.0000
PRINOS OD DIVIDENDI	0.0219	0.0186	0.0227	0.0272	0.0000

Izvor: izrada autora prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja Valamar riviere d.d.

Pokazateljima investiranja mjeri se uspješnost ulaganja u dionice poduzeća.<sup>210</sup> Ovisno o rezultatima ovih pokazatelja trenutni i budući dioničari donose odluku o zadržavanju udjela u vlasništvu, povećanju ili smanjenju tog udjel. Zarade po dionici pokazuju koliko je neto dobiti ostvareno po jednoj dionici što u slučaju Valamar riviere d.d. u promatranom razdoblju iznosi između 1,93 kn do 2,76 kn te 2020. godine iznosi negativnih 2,94 kn. Odnos cijene i zarada pokazuje koliki je udio tržišne cijene dionice u dobiti po dionici poduzeća te se upotrebljava kod trgovanja dionicama. Prinos od dividendi govori koliki je udio ostvarene dividende po dionici u tržišnoj cijeni dionice poduzeća, a izračunat je sa cijenom dionice na posljednji dan trgovanja u godini. Odnos isplate dividendi govori koliki je udio ostvarene dividende po dionici u ostvarenoj dobiti po dionici, a on je u promatranom razdoblju ispod 1 iz čega možemo zaključiti da je dio ostvarene dobiti zadržan u poduzeću, a dio isplaćen kao dividende.

#### 4.2.4. SWOT analiza

SWOT analiza je strategijski instrument pomoću kojeg se prikazuju uočene snage (engl. Strengths), slabosti (engl. Weakness), prilike (engl. Opportunities) i prijetnje (engl. Threats).<sup>211</sup> SWOT analiza pruža analizu unutarnjih i vanjskih čimbenika i njihov utjecaj na poslovanje poduzeća iz prikupljenih podataka PESTLE analize, modela Porterovih pet sila te analize financijskih izvještaja poduzeća. Iz tih podataka definiraju se snage i slabosti iz poduzeća, odnosno unutarnjeg okruženja, dok se prilike i prijetnje definiraju iz vanjskog okruženja.

<sup>210</sup> Žager, K. et. al. (2009.) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Masmedia.

<sup>211</sup> Osmanagić Bedenik N. (2004.) *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.

Poduzeće treba očuvati snage i ukloniti slabosti te uvidjeti i ostvariti prilike, a prijetnje eliminirati. SWOT analiza poduzeća Valamar riviera d.d. temelji se na javno dostupnim podacima te prethodno provedenim analizama.

**Tablica 10 SWOT analiza poduzeća Valamar riviera d.d.**

<b>SNAGE</b>	<b>SLABOSTI</b>
<p>Diverzificirana ponuda usluga, širok asortiman dodatnih aktivnosti i usluga;                      Poslovanje u najpospećenijim regijama i gradovima;                      Moderna infrastruktura - nove tehnologije i praćenje trendova;                      Hoteli, ljetovališta i kampovi čine velik udio imovine;                      Lider u turističkom sektoru;                      Poslovanje sa svjetskim turoperatorima;                      Stabilnost vlasničke strukture;                      Isplata dividendi i rast vrijednosti poduzeća;                      Prepoznatljiv turistički brand;                      Kvalitetno osoblje - Valamar akademija;                      Lojalnost kupaca;                      ISO standardi kvalitete i drugi certifikati i akreditacije;                      Plave zastave na plažama u većini destinacija;                      Ulaganja u društveno odgovorno poslovanje;                      Ekološka osviještenost;                      Posluživanje domaćih proizvoda od lokalnih dobavljača;                      Integrirano upravljanje rizicima;                      Stabilni financijski pokazatelji u uobičajenim godinama;                      Brza naplata potraživanja</p>	<p>Centraliziranost poslovanja na primorsku Hrvatsku;                      Izražena sezonalnost;                      Značajan broj sezonskih radnika;                      Visoki troškovi rada i hladnog pogona;                      Složenije upravljanje zbog veličine poduzeća;                      Visok udio rezervacija ostvarenih indirektnom komunikacijom;                      Visoka ovisnost o turistima iz Europe;                      Rast zaduženosti zbog preuzimanja i investicija u nove objekte te pandemije</p>
<b>PRILIKE</b>	<b>PRIJETNJE</b>
<p>Nova tržišta - širenje na kontinent, inozemstvo;                      Novi kulturološki trendovi - kongresni turizam, vikend putovanja i elitni kamping;                      Blizina dodatnih sadržaja;                      Produljenje turističke sezone raznim eventima i suradnjom s lokalnom zajednicom;                      Brendiranje lokalne mediteranske hrane i vina;                      Rast populacije srednje klase u zemljama EU;                      Gospodarski rast Hrvatske i zemalja EU;                      Sve bolja povezanost s emitivnim turističkim tržištima;                      Povećanje emitivnog globalnog tržišta;                      Prepoznavanje RH kao poznate turističke destinacije;                      Razvoj kulture održivog i ekološkog poslovanja;                      Gospodarski poticaji i europski fondovi;                      Smanjenje poreznog tereta;                      Informatička tehnologija - big data;                      Mirovinski fondovi pokazuju interes za ulaganja u turizam</p>	<p>Globalno zatopljenje i učestale vremenske nepogode - poslovanje ovisi o vremenskim prilikama;                      Sezonalnost potražnje;                      Pandemija SARS-CoV-19 virusa;                      Problem pronalaska kvalitetnih radnika;                      Visoki porezni;                      Kvalitetna konkurencija u blizini;                      Moguć ulazak novih konkurenata;                      Rast kontinentalnog turizma;                      Ekonomija dijeljenja;                      Terorizam u RH i Europi;                      Nestabilno, neusklađeno i nepoticažno zakonodavstvo;                      Razvoj apartmanskog turizma;                      Neprimjerena prostorna urbanistička regulacija zona s potencijalom za razvoj turizma, neriješenost pitanja pomorskog dobra;                      Nedovoljna povezanost turizma i ostalih gospodarskih aktivnosti;                      Spora birokracija i slaba komunikacija državnih tijela</p>

Izvor: izrada autora.

### 4.3. Analiza rizika poslovanja poduzeća Valamar riviera d.d.

U nastavku rada prikazana je analiza rizika poslovanja poduzeća Valamar riviera d.d. identificiranih iz prethodnih analiza vanjskog i unutarnjeg okruženja poduzeća. Provedena je srednjoročna (petogodišnja) analiza budućeg poslovanja poduzeća i potencijalni scenariji koji utječu na sadašnju vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka, a time i na samu procijenjenu vrijednost poduzeća. Sadašnja vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka i procijenjena vrijednost poduzeća kreću se jednakim smjerom i intenzitetom.

#### 4.3.1. Identifikacija i kvantifikacija rizika

Potencijalni rizici su oni koji mogu prouzročiti pad vrijednosti poduzeća, a identificiraju se temeljem provedene analize. Nakon identifikacije rizika Valamar riviere d.d., izrađuje se lista rizika, kojima je potrebno upravljati i provoditi kontrolu nad njihovim potencijalnim efektima, u kojoj se svakom riziku pridružuje ocjena vjerojatnosti i značajnosti. Vjerojatnost se ocjenjuje od 1 do 5 prema subjektivnom izračunu temeljenom na povijesnim podacima, a značajnost se definira pomoću utjecaja na sadašnju vrijednost slobodnog novčanog toka poduzeća, odnosno analize rizičnog novčanog toka (CFaR) što je prikazano u Tablici 11 i Tablici 12. U Tablici 13 prikazani su identificirani ključni rizici Valamar riviere d.d., a sam proces i podaci su pojašnjeni u nastavku rada za svaki pojedini rizik.

**Tablica 11** Određivanje razina značajnosti rizika

Razina	Značajnost
1	Promjena vrijednosti < 5%
2	Promjena vrijednosti > 5% < 10%
3	Promjena vrijednosti > 10% < 20%
4	Promjena vrijednosti > 20% < 30%
5	Promjena vrijednosti > 30% < 40%
6	Promjena vrijednosti > 40% < 50%
7	Promjena vrijednosti > 50% < 60%
8	Promjena vrijednosti > 60% < 70%
9	Promjena vrijednosti > 70% < 80%
10	Promjena vrijednosti > 80%

Izvor: izrada autora prema nastavnim materijalima kolegiju  
Upravljanje rizicima, Ekonomski fakultet Zagreb.

**Tablica 12** Određivanje razina vjerojatnosti rizika

Razina	Vjerojatnost
1	< 5%
2	> 5% < 25%
3	> 25% < 65%
4	> 65% < 95%
5	> 95%

Izvor: izrada autora prema nastavnim materijalima kolegiju  
Upravljanje rizicima, Ekonomski fakultet Zagreb.

**Tablica 13 Kategorizacija rizika poduzeća Valamar riviera d.d.**

Vrsta rizika	Vjerojatnost	Značajnost
Rizik promjene preferencije potrošača	3	8
Valutni rizik	1	1
Kamatni rizik	4	1
Cjenovni rizik	3	7
Rizik likvidnosti	2	7
Intelektualni rizik	3	3
Rizik konkurencije	3	4
Rizik grešaka u informatičkom sustavu	1	6
Rizik onečišćenja	1	9
Politički rizik	2	4
Reputacijski rizik	2	6
Rizik bankrota	2	10

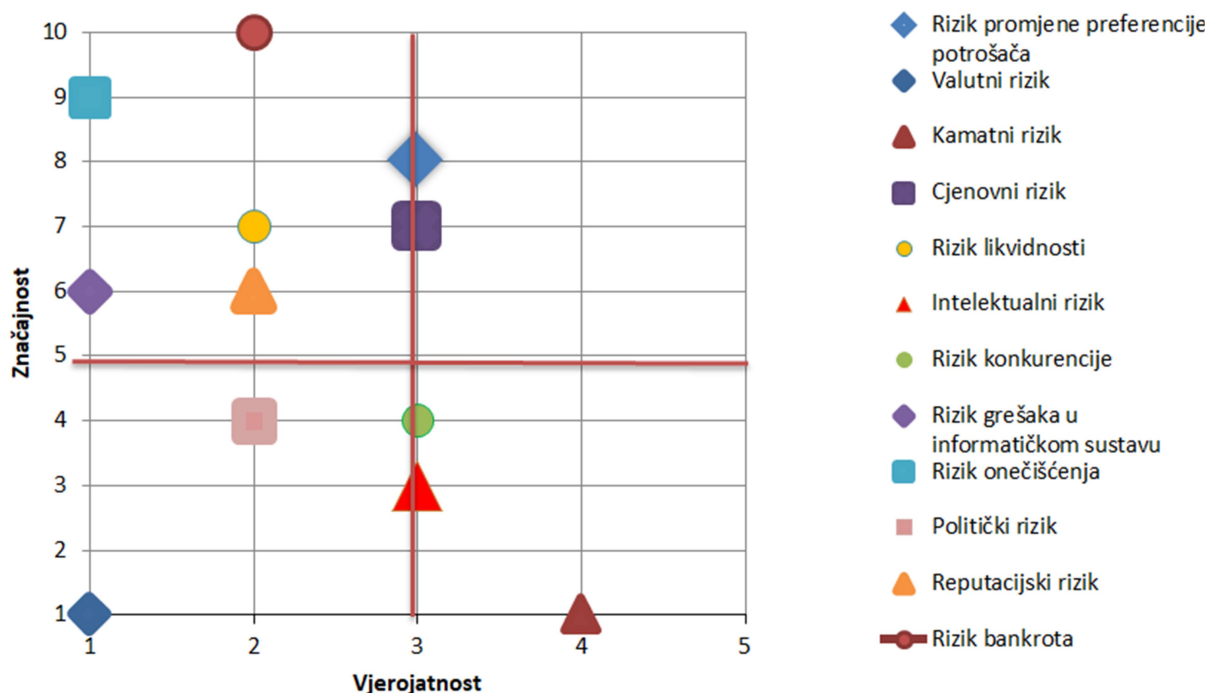
Izvor: izrada autora

#### 4.3.2. Izrada mape rizika

Nakon izrađene liste rizika s pridruženim vjerojatnostima i značajnostima izrađuje se mapa rizika koja je podijeljena u četiri kvadranta, a svaki od njih određuje prioritet u upravljanju rizicima i upućuje na opasnost navedenih rizika za poslovanje poduzeća. Prvi kvadrant sadrži rizike s visokim prioritetom koje je potrebno spriječiti. U drugom kvadrantu nalaze se rizici male vjerojatnosti nastupanja i visoke značajnosti koje je potrebno detektirati, evaluirati i neprestano nadgledati kako se njihova vjerojatnost ne bi povećala. Rizici u trećem kvadrantu imaju malu značajnost i visoku vjerojatnost zbog čega im je potrebno posvetiti pažnju prilikom njihova upravljanja kako se značajnost ne bi povećala. U posljednjem, četvrtom kvadrantu nalaze se rizici male vjerojatnosti i značajnosti te je njima potrebna minimalna kontrola.<sup>212</sup> U Grafu 1 prikazana je mapa rizika promatranog poduzeća temeljena na provedenim scenarijima u nastavku rada.

<sup>212</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.

**Graf 1 Mapa rizika poduzeća Valamar riviera d.d.**



Izvor: izrada autora

#### 4.3.3. Objektivna kvantifikacija

Kako bi se provela objektivna kvantifikacija značajnosti rizika, prikazat će se utjecaj rizika na sadašnju vrijednost slobodnog novčanog toka poduzeća (engl. free cash flow to the firm, FCFF). U ovom radu vjerojatnost nije moguće prikazati objektivno.

##### 4.3.3.1. Izračun sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova

Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova Valamar riviere d.d. izračunat će se pomoću metode diskontiranih novčanih tokova (engl. discounted cash flow method, DCF) koji je temeljen na pretpostavci kontinuiranog (engl. going concern) poslovanja poduzeća. Modelom se prognozira budući novčani tok poduzeća koji se metodom diskontiranja svodi na sadašnju vrijednost. Ovaj model navodi da je vrijednost poduzeća prikazana pomoću vrijednosti budućih novčanih tokova koju imovina poduzeća generira i intrinzične vrijednosti. Drugim riječima



sadašnja vrijednost Valamar riviere d.d. prikazana je pomoću sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova poduzeća.<sup>213</sup>

Na samom početku DCF modela potrebno je napraviti simulaciju kretanja budućih novčanih tokova poduzeća, odnosno pro forma financijskih izvještaja. Simulacija se temelji na metodi postotka od prodaje prema podacima poslovanja poduzeća od 2016. do 2020. godine. Prognoza poslovnih prihoda se temelji na podacima o predviđenom rastu prihoda od turizma u Republici Hrvatskoj prema Statistu, dok su sve stavke bilance i računa dobiti i gubitaka (izuzev određenih kategorija) poduzeća prikazane pomoću prosječnog udjela stavke u prihodima od prodaje u promatranom razdoblju (2016.-2020. godina). Iznimke od navedenog su sljedeće:

- ostali poslovni prihodi, dugoročna financijska imovina, kratkoročna potraživanja (izuzev potraživanja od kupaca), plaćeni troškovi budućeg razdoblja, upisani kapital, rezerve, dugoročni dug, dugoročne obveze, kratkoročne obveze (izuzev obveza prema dobavljačima), odgođeno plaćanje troškova zadržani su na razini 2020. godine,
- amortizacija je prikazana kao prosjek udjel amortizacije u materijalnoj imovini u promatranom razdoblju na materijalnu imovinu prethodne godine uvećanu za tekuće kapitalne investicije,
- financijski prihodi su na prosječnoj razini promatranog razdoblja,
- financijski rashodi jednaki su umnošku trošku duga prije poreza uvećanom za 0,5% (što iznosi 2,48%) i kratkoročnih i dugoročnih financijskih obveza prethodne godine,
- materijalna imovina prikazana je kao zbroj materijalne imovine prethodne godine i kapitalnih investicija tekuće godine te umanjena za amortizaciju tekuće godine,
- zadržana dobit predstavlja zbroj zadržane dobiti i neto dobiti prethodne godine
- dok se kratkoročna financijska imovina i kratkoročne financijske obveze računaju kao iznos prethodne godine uvećan za dodatne kratkoročne investicije ili dodatni dug, ovisno o potrebi za dodatnim potrebnim sredstvima.

---

<sup>213</sup> Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.) *Procjena vrijednosti poduzeća-vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.

Institut za podatke i istraživanje tržišta Statista navodi da je očekivana stopa rasta prihoda od turizma u Republici Hrvatskoj 48% za 2021. godinu, te da će se tržište vratiti na prihode ostvarene 2019. godine u 2023. godini, a za preostale dvije godine stopa rasta je preuzeta iz baze podataka Damodaran Online ažuriranoj 05. siječnja 2021. godine za područje Europe i segment hotela te iznosi 6,13%. U prikazanoj Tablici 14 i Tablici 15 nalazi se prikazan pregled stavki financijskih izvještaja potrebnih za izračun slobodnog novčanog toka i procjenjene vrijednosti poduzeća.

**Tablica 14 Pro forma bilance stanja**

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>AKTIVA</b>					
<b>A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL</b>	-	-	-	-	-
<b>B) DUGOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>6,146,102,437</b>	<b>5,704,293,584</b>	<b>5,306,501,065</b>	<b>4,923,500,755</b>	<b>4,571,647,456</b>
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	31,986,563	47,528,754	70,622,855	74,952,036	79,546,596
II. MATERIJALNA IMOVINA	5,736,275,442	5,278,924,398	4,858,037,778	4,470,708,287	4,114,260,428
Kapitalne investicije	570,332,843	847,456,134	1,259,232,934	1,336,423,913	1,418,346,699
III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	46,430,294	46,430,294	46,430,294	46,430,294	46,430,294
IV. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	331,410,138	331,410,138	331,410,138	331,410,138	331,410,138
<b>C) KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>	<b>520,458,548</b>	<b>920,315,374</b>	<b>1,470,044,831</b>	<b>2,014,806,049</b>	<b>2,583,399,560</b>
I. ZALIHE	18,912,298	28,101,737	41,756,300	44,315,961	47,032,529
II. POTRAŽIVANJA	32,182,689	39,847,197	51,235,870	53,370,771	55,636,542
3. Potraživanja od kupaca	15,773,919	23,438,427	34,827,100	36,962,001	39,227,772
III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	130,865,591	349,393,161	629,685,933	1,123,939,009	1,638,928,228
IV. NOVAC U BANCIMA I BLAGAJNI	338,497,969	502,973,279	747,366,728	793,180,308	841,802,261
<b>D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI</b>	<b>55,358,952</b>	<b>55,358,952</b>	<b>55,358,952</b>	<b>55,358,952</b>	<b>55,358,952</b>
<b>E) UKUPNO AKTIVA</b>	<b>6,721,919,937</b>	<b>6,679,967,910</b>	<b>6,831,904,848</b>	<b>6,993,665,757</b>	<b>7,210,405,968</b>
<b>PASIVA</b>					
<b>A) KAPITAL I REZERVE</b>	<b>2,691,234,581</b>	<b>2,611,980,989</b>	<b>2,708,491,626</b>	<b>2,859,862,415</b>	<b>3,065,575,591</b>
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1,672,021,210	1,672,021,210	1,672,021,210	1,672,021,210	1,672,021,210
II. KAPITALNE REZERVE	5,223,432	5,223,432	5,223,432	5,223,432	5,223,432
III. REZERVE IZ DOBITI	98,511,512	98,511,512	98,511,512	98,511,512	98,511,512
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI	872	872	872	872	872
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	386,289,372	213,666,627	134,413,035	230,923,672	382,294,461
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	-172,622,745	-79,253,592	96,510,637	151,370,788	205,713,177
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	701,810,928	701,810,928	701,810,928	701,810,928	701,810,928
<b>B) REZERVIRANJA</b>	<b>141,118,430</b>	<b>141,118,430</b>	<b>141,118,430</b>	<b>141,118,430</b>	<b>141,118,430</b>
<b>C) DUGOROČNE OBVEZE</b>	<b>2,867,349,347</b>	<b>2,867,349,347</b>	<b>2,867,349,347</b>	<b>2,867,349,347</b>	<b>2,867,349,347</b>
<b>D) KRATKOROČNE OBVEZE</b>	<b>949,396,792</b>	<b>986,698,357</b>	<b>1,042,124,658</b>	<b>1,052,514,778</b>	<b>1,063,541,813</b>
2. Obveze za zajmove, depozite i slično	5,304,000	5,304,000	5,304,000	5,304,000	5,304,000
3. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	733,061,607	733,061,607	733,061,607	733,061,607	733,061,607
5. Obveze prema dobavljačima	76,768,385	114,069,950	169,496,251	179,886,371	190,913,406
6. Obveze po vrijednosnim papirima	6,625,196	6,625,196	6,625,196	6,625,196	6,625,196
7. Obveze prema zaposlenicima	19,186,775	19,186,775	19,186,775	19,186,775	19,186,775
<b>E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA</b>	<b>72,820,787</b>	<b>72,820,787</b>	<b>72,820,787</b>	<b>72,820,787</b>	<b>72,820,787</b>
<b>F) UKUPNO – PASIVA</b>	<b>6,721,919,937</b>	<b>6,679,967,910</b>	<b>6,831,904,848</b>	<b>6,993,665,757</b>	<b>7,210,405,968</b>
Dodatna potrebna sredstva	130,865,591	349,393,161	629,685,933	1,123,939,009	1,638,928,228
Dodatne kratkoročne investicije	130,865,591	349,393,161	629,685,933	1,123,939,009	1,638,928,228
Dodatni dug	-	-	-	-	-

Izvor: izrada autora

**Tablica 15 Pro forma računa dobiti i gubitaka**

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>I. POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>984,000,294</b>	<b>1,446,024,716</b>	<b>2,132,545,640</b>	<b>2,261,239,685</b>	<b>2,397,822,676</b>
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	950,868,116	1,412,892,538	2,099,413,462	2,228,107,507	2,364,690,498
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	460,699	460,699	460,699	460,699	460,699
4. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	32,671,479	32,671,479	32,671,479	32,671,479	32,671,479
<b>II. POSLOVNI RASHODI</b>	<b>1,151,141,773</b>	<b>1,496,210,033</b>	<b>1,963,790,919</b>	<b>2,024,721,266</b>	<b>2,094,119,193</b>
1. Materijalni troškovi	298,251,127	443,170,598	658,506,075	698,872,497	741,713,382
2. Troškovi osoblja	261,175,403	388,079,873	576,646,905	611,995,360	649,510,676
3. Amortizacija	<b>496,974,642</b>	<b>524,918,397</b>	<b>521,284,780</b>	<b>493,882,058</b>	<b>469,532,098</b>
4. Ostali troškovi	93,230,703	138,531,267	205,843,260	218,461,452	231,853,139
5. Vrijednosna usklađenja, rezerviranja, ostali poslovni rashodi	1,509,899	1,509,899	1,509,899	1,509,899	1,509,899
<b>III. FINACIJSKI PRIHODI</b>	<b>48,656,771</b>	<b>48,656,771</b>	<b>48,656,771</b>	<b>48,656,771</b>	<b>48,656,771</b>
<b>IV. FINACIJSKI RASHODI</b>	<b>87,178,606</b>	<b>87,178,606</b>	<b>87,178,606</b>	<b>87,178,606</b>	<b>87,178,606</b>
<b>IX. UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1,032,657,066</b>	<b>1,494,681,487</b>	<b>2,181,202,411</b>	<b>2,309,896,457</b>	<b>2,446,479,447</b>
<b>X. UKUPNI RASHODI</b>	<b>1,238,320,379</b>	<b>1,583,388,639</b>	<b>2,050,969,524</b>	<b>2,111,899,872</b>	<b>2,181,297,799</b>
<b>XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA</b>	<b>-205,663,313</b>	<b>-88,707,151</b>	<b>130,232,887</b>	<b>197,996,585</b>	<b>265,181,648</b>
<b>XII. POREZ NA DOBIT</b>	<b>-37,019,396</b>	<b>-15,967,287</b>	<b>23,441,920</b>	<b>35,639,385</b>	<b>47,732,697</b>
<b>XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA</b>	<b>-168,643,917</b>	<b>-72,739,864</b>	<b>106,790,967</b>	<b>162,357,199</b>	<b>217,448,951</b>

Izvor: izrada autora

**Tablica 16 Pro forma izračun slobodnog novčanog toka i procijenjena vrijednosti poduzeća**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Neto dobit	(358,805,791)	(168,643,917)	(72,739,864)	106,790,967	162,357,199	217,448,951
Amortizacija	496,444,044	496,974,642	524,918,397	521,284,780	493,882,058	469,532,098
Trošak kamata	68,613,120	40,130,916	59,630,427	88,604,701	94,036,170	99,800,587
Porezna stopa	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
Kapitalne investicije	601,157,872	570,332,843	847,456,134	1,259,232,934	1,336,423,913	1,418,346,699
Investicije u neto obrtni kapital	(26,884,200)	(61,268,942)	(81,716,561)	(112,099,626)	(117,795,184)	(123,839,880)
<b>Slobodni novčani tok (FCF)</b>		<b>426,447,847</b>	<b>244,399,810</b>	<b>319,337,868</b>	<b>661,853,495</b>	<b>692,939,440</b>
Trošak kapitala		12.09%				
Sadašnja vrijednost očekivanog novčanog toka pojedinog razdoblja		380,442,084	194,511,873	226,734,860	419,230,016	391,569,097
<b>Sadašnja vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka</b>						<b>1,612,487,930</b>
Godina	2016	2017	2018	2019	2020	
ROE		0.1442	0.0974	0.0867	0.0950	-0.1253
Omjer zadržavanja dobiti		0.7822	0.5946	0.5335	0.5995	1.0000
Stopa rasta		11.28%	5.79%	4.63%	5.70%	-12.53%
Dugoročna stopa rasta		2.97%				
Rezidualna vrijednost						7,824,257,449
<b>Sadašnja rezidualna vrijednost</b>						<b>4,421,363,893</b>
<b>Procijenjena vrijednost poduzeća</b>						<b>6,033,851,823</b>
Procijenjena vrijednost poduzeća po dionici						49.50

Izvor: izrada autora

Formula koja je korištena pri izračunu slobodnog novčanog toka poduzeća glasi:

$$V_p = E + A + [K \times (1 - t)] - \Delta I - \Delta N_{ok} \quad (1)$$

$V_p$  označava slobodni novčani tok poduzeća,  $E$  neto dobit,  $A$  amortizacija,  $K$  trošak kamata,  $t$  poreznu stopu,  $\Delta I$  kapitalne investicije te  $\Delta N_{ok}$  investicije u obrtni kapital. Kapitalne investicije su ulaganja u dugotrajnu imovinu (razlika između trenutne vrijednosti i vrijednosti u prethodnom razdoblju), a investicije u obrtni kapital su promjene kratkoročne imovine i kratkoročnih nekamatonosnih obveza, isključujući novac i kratkoročne posudbe (potraživanja od kupaca uvećana za zalihe, umanjena za obveze prema dobavljačima i obveze za plaće).<sup>214</sup>

Kako bi se izračunao prosječni ponderirani trošak kapitala (engl. weighted average cost of capital WACC), nužno je izračunati trošak duga i trošak obične glavnice poduzeća te njihove pondere. U ovom radu potrebno je koristiti kao diskontnu stopu prosječni ponderirani trošak kapitala koji prikazuje povrat koji je zahtjevan od strane investitora te ga poduzeće treba ostvariti pomoću cjelokupne raspoložive imovine. Formula koja je korištena za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala je:

$$k_A = W_D \times [r_B \times (1 - t)] + W_G \times r_G \quad (2)$$

$$k_A = 0,48 \times [1,98 \% \times (1 - 0,18)] + 0,49 \times 23,24 \% \quad (3)$$

$$k_A = 12,09 \% \quad (4)$$

$k_A$  predstavlja prosječni ponderirani trošak kapitala,  $W_D$  prosječni udio duga u strukturi kapitala,  $r_B$  trošak duga prije poreza,  $t$  stopa poreza na dobit,  $W_G$  prosječni udio obične glavnice u strukturi kapitala te  $r_G$  trošak obične glavnice.<sup>215</sup> Kao trošak duga prije poreza upotrijebljena je javno dostupna kamatna stopa iz godišnjeg izvještaja poduzeća za 2020. godinu koja iznosi 1,98%.

---

<sup>214</sup> Ibid.

<sup>215</sup> Ibid.

Trošak glavnice može predstavljati i zahtijevani prinos na dionicu obzirom da predstavlja očekivani povrat investitora.<sup>216</sup> Za trošak glavnice koristi se CAPM (pristup teorije tržišta kapitala), a njegova formula je:

$$r_G = R_F + \beta \times (R_M - R_F) \quad (5)$$

$$r_G = 1,25 \% + 3,08 \times 7,14 \% \quad (6)$$

$$r_G = 23,24 \% \quad (7)$$

$r_G$  označava trošak obične glavnice,  $R_F$  nerizičnu kamatnu stopu,  $\beta$  koeficijent mjera sistematskog/tržišnog rizika te  $R_M$  očekivani prinos na tržišni indeks. Nerizična kamatna stopa od 1,25% preuzeta je kao prinos na dvadesetogodišnju obveznicu Ministarstva financija RH (RHMF-O-403E),  $\beta$  koeficijent za hotelsku industriju u Europi prema bazi podataka Damodaran Online ažuriranoj 05. siječnja 2021. godine iznosi 3,08, a tržišna premija rizika Republike Hrvatske, prema istoj bazi podataka ažuriranoj 01. siječnja 2021. godine, iznosi 7,14%.

Kada je izračunat i prosječni ponderirani trošak kapitala, koji se koristi kao diskontna stopa, može se izračunati sadašnja vrijednost novčanog toka prema formuli:

$$V_0 = V_t \times \frac{1}{(1 + \text{diskontna stopa})^t} \quad (8)$$

$V_0$  označava sadašnju vrijednost očekivanog novčanog toka, a  $V_t$  je buduća vrijednost novčanog toka koji dopijeva u vremenu  $t$ .

Konstantna stopa rasta određuje se za potrebe izračuna rezidualne vrijednosti poduzeća, a ona predstavlja očekivanja budućeg rasta industrije i gospodarstva. U ovom radu za utvrđivanje stope rasta korišten je model rasta zadržavanjem dobiti kojemu formula glasi:

$$g = ROE \times z \quad (9)$$

$g$  označava dugoročnu stopu rasta, ROE je preuzet iz prethodno navedenih pokazatelja profitabilnosti obične glavnice, dok je  $z$  omjer zadržane dobiti koji se računa kao 1 umanjen za

---

<sup>216</sup> Ibid.

udio dividende po dionici u zaradama po dionici. Navedeni podaci su prikazani u Tablici 16. Prosječna stopa rasta Valamar riviere d.d. iznos 2,97%.

Rezidualna vrijednost predviđa da se poduzeće nalazi u razdoblju dugoročnog stabilnog rasta, ostvaruju se konstantne marže, zadržava se konstantan obrtaj kapitala i zarađuje konstantan prinos na običnu glavnici i konstantan prinos na sve nove investicije, a izračunava se prema formuli:<sup>217</sup>

$$R_V = \frac{V_t \times (1 + g)}{k_A - g} \quad (10)$$

$R_V$  označava rezidualnu vrijednost,  $V_t$  slobodni novčani tok u vremenu  $t$ ,  $g$  očekivanu stopu rasta te  $k_A$  ukupni trošak kapitala. Procijenjena vrijednost Valamar riviere d.d. jednaka je zbroju sadašnje vrijednosti očekivanog slobodnog novčanog toka poduzeća i njegove sadašnje rezidualne vrijednosti.

U nastavku je prikazan način na koji pojedinačni rizik može utjecati na sadašnju vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka Valamar riviere d.d te se prikazuje njegova značajnost pomoću promjena u vrijednosti.

#### 4.3.3.2. Rizik promjene preferencije potrošača

Kao jedan od strateških rizika, rizik promjene preferencija potrošača predstavlja rizik gubitka uzrokovan promjenom stavova potrošača i tržišnih trendova koji utječu na njihov odabir prilikom potrošnje. Trenutna događanja u svijetu mogu prouzročiti trajne promjene u ponašanju potrošača te dovesti do većeg korištenja odmora u domicilnim destinacijama. Zbog navedenog ocjena vjerojatnost nastanka ovog rizika je 3, odnosno 25% - 65%. Za izračun utjeca na rizika promjene preferencije potrošača pretpostavlja se kontinuiran pad prihoda od prodaje uslijed smanjenja broja dolazaka turista, odnosno pretpostavlja se odlazak stranih turista u druge, bliže destinacije. Poduzeće pretežito posluje s inozemnim turistima, a smanjenje prihoda

---

<sup>217</sup> Ibid.

od prodaje u najgorem pretpostavljenom slučaju uzrokuje pad vrijednosti FCFF-a za 63% zbog čega ocjena značajnosti, prema Tablici 11, iznosi 8.

**Tablica 17 Rizik promjene preferencija potrošača**

Pad prihoda od prodaje	FCFF	Promjena FCFF	Procijenjena vrijednosti poduzeća	
3%	1,459,698,236	-9%	5,509,894,244	-9%
7%	1,255,978,644	-22%	4,811,284,138	-20%
10%	1,103,188,950	-32%	4,287,326,558	-29%
15%	848,539,460	-47%	3,414,063,926	-43%
20%	593,889,970	-63%	2,540,801,294	-58%

Izvor: izrada autora

#### 4.3.3.3. Valutni rizik

Valutni rizik Valamar riviere d.d. proizlazi iz pretežito međunarodnog poslovanja u kojemu je velik dio ostvarenih prihoda i zaduživanja vezan uz euro. Tečaj između kune i eura HNB održava relativno stabilnim te ne postoji opasnost od nagle i nepredviđene promjene tečaja. Do utjecaja promjene tečaja dolazi zbog razlike u trenutku isplate i naplate potraživanja. Poduzeće gotovo svo zaduživanje ima denominirano uz euro, a jednako tako i prihodi su eurski, odnosno poduzeće se koristi prirodnim hedžingom zbog čega valutni rizik nije značajan te nema utjecaja na poduzeće. Prema tome, ocjena vjerojatnost nastanka ovog rizika je 1. U slučaju pojave aprecijacije kune dolazi do smanjenja budućih prihoda i negativne tečajne razlike pri naplati potraživanja od kupaca (već ostvarenih prihoda). Dok je u slučaju deprecijacije kune situacija obrnuta, dolazi do povećanja budućih prihoda od prodaje i pozitivne tečajne razlike pri naplati potraživanja od kupaca. Za izračun utjecaja valutnog rizika pretpostavlja se pojava apracijacije kune te se projicira pad prihoda od prodaje i rast financijskih rashoda u 2021. godini te se pretpostavlja stabilnost i daljnji rast prema predviđenjim stopama u narednom razdoblju obzirom na najavu uvođenja eura 2023. godine kao sredstva plaćanja u Republici Hrvatskoj. Takvi događaji prema projekciji uzrokuju pad vrijednosti FCFF-a za do 5% te je prema tome ocjena značajnosti 1.

**Tablica 18 Valutni rizik**

Pad prihoda od prodaje i rast financijskih rashoda	FCFF	Promjena FCFF	Procijena vrijednosti poduzeća	
0.5%	1,586,704,109	-2%	5,946,206,688	-1.5%
1%	1,560,920,288	-3%	5,858,561,552	-2.9%
1.5%	1,535,136,467	-5%	5,770,916,417	-4.4%

Izvor: izrada autora

**4.3.3.4. Kamatni rizik**

Kamatnom riziku poduzeće je izloženo zbog promjena u gospodarskim kretanjima tržišta i promjene financijske pozicije poduzeća koje uzrokuju promjene kamatnih stopa. Valamar riviera d.d. ima ugovorene kredite uz fiksnu i varijabilnu kamatnu stopu, a intervencijama na financijskom tržištu štite se od rasta varijabilne kamatne stope. U 2020. godini prosječna ponderirana kamatna stopa na dugoročne posudbe iznosi 1,98%. Ocjena vjerojatnost nastanka ovog rizika je 4 zbog velikih količina novca uvezenih u gospodarstvo zbog čega će se trenutna kriza tek odraziti na financijskim tržištima kroz rast kamatnih stopa. Za izračun kamatnog rizika pretpostavlja se rast kamatnih stopa u razdoblju do povratka rezultata na pretkrizne, odnosno do 2023. godine što u najgorem slučaju dovodi do pada vrijednosti FCFF-a za 1,65% zbog čega je ocjena značajnosti 1.

**Tablica 19 Kamatni rizik**

Rast kamata	Nova kamatna stopa	FCFF	Promjena FCFF	Procijena vrijednosti poduzeća	
0.50%	2.48%	1,605,843,809	-0.41%	6,027,207,702	-0.11%
1.00%	2.98%	1,599,199,687	-0.82%	6,020,563,581	-0.22%
1.50%	3.48%	1,592,555,566	-1.24%	6,013,919,459	-0.33%
2.00%	3.98%	1,585,911,445	-1.65%	6,007,275,338	-0.44%

Izvor: izrada autora

**4.3.3.5. Cjenovni rizik**

Cjenovni rizik je rizik promjene cijena sirovina i materijala koji se upotrebljavaju u proizvodnji ili u uslužnim djelatnostima. Veća izloženost ovom riziku je kod proizvođača s duljim procesom proizvodnje ili pružanja usluga koji zamrznu cijene svojih proizvoda i usluga, a cijene sirovina i materijala za proizvodnju u međuvremenu mogu imati značajan porast. Također, ovaj rizik javlja



se i kao posljedica prilagođavanja potezima konkurenata. U poduzeću može doći do pojave ovog rizika kao posljedice preventivnih mjera za suzbijanje pandemije koje su uzrokovale probleme u globalnim lancima nabave (zatvaranje granica, uvođenje strogih kontrola). Uz to brojna poduzeća su prestala s radom. Trenutno vlada nesigurnost budućeg razdoblja zbog čega je neizvjesna dostupnost roba po dogovorenim cijenama i dobavljačima. Potrebno je napomenuti i kako vremenske nepogode utječu na smanjenje uroda zbog čega dolazi do smanjenja ponude poljoprivrednih proizvoda i rasta cijena. Dok konkurenti pokušavaju privući turiste akcijskim cijenama svojih usluga što poduzeće može pratiti i time izgubiti dio prihoda od prodaje ili zadržati cijene svojih usluga te izgubiti dio turista. Ocjena vjerojatnosti nastanka ovog rizika s obzirom na trenutnu situaciju je 3. Pretpostavlja se kontinuirano povećanje cijena inputa zbog sve učestalijeg nepredvidivog vremena i mogućih poteškoća na graničnim prijelazima te kontinuiran pad prihoda od prodaje uzrokovan potezima konkurenata koji mogu potrajati do potpunog oporavka tržišta. Pri izračunu utjecaja ovog rizika korišten je prosječni udio troška sirovina i materijala u materijalnim troškovima, koji iznosi 57,13%, te je na taj način pretpostavljeno povećanje materijalnih troškova. U najlošijem scenariju, uz rast troškova sirovina i materijala za 15% i pad prihoda od prodaje za 15%, ostvaruje se pad vrijednosti FCFF-a za 56% zbog čega je ocjena značajnosti 7.

**Tablica 20 Cjenovni rizik**

Rast troška sirovina i materijala	Pad prihoda od prodaje/ Rast materijalnih troškova	0%	5%	10%	15%
5%	2.86%	-3%	-19%	-34%	-50%
10%	5.71%	-6%	-21%	-37%	-53%
15%	8.57%	-8%	-24%	-40%	-56%

Izvor: izrada autora

#### 4.3.3.6. Rizik likvidnosti

Rizik likvidnosti je rizik da novčani primici poduzeća neće biti dovoljni za tekuće novčane izdatke. Ovaj rizik se ne može promatrati izolirano od drugih rizika zbog toga što svi rizici na kraju imaju utjecaj na novčani tok, što znači da je on povezan sa svim rizicima. Analizom pokazatelja aktivnosti vidljiva je brza naplata potraživanja (prije 2020. godine ispod 10 dana, a

2020. godine 23 dana) i vrlo kratko vrijeme vezivanja zaliha (prije 2020. godine 5 dana, a 2020. godine 17 dana). Iako su se pokazatelji pogoršali u posljednjoj godini, za očekivati je njihovo poboljšanje kroz oporavak tržišta u narednom razdoblju. Kroz pokazatelje likvidnosti vidljiv je konstantan nepovoljan tekući odnos koji je ispod 1, dok je brzi odnos nešto niži zbog male količine zaliha u poduzeću. Vidljiva je i konstantno velika količina novca u banci, posljednje godine novčani odnos (0,7127) nije niti 10% manji od tekućeg odnosa (0,7888) što ukazuje na pripremu poduzeća na financiranje obveza koje će dospjeti u budućnosti. Dok je iz pokazatelja zaduženosti vidljiva prezaduženost poduzeća u posljednjoj godini, a nastavak ograničenja rada poduzeća i drastičan pad dolazaka turista mogu dovesti do nemogućnosti poduzeća u podmirivanju dospjelih obveza. Zbog vidljivih velikih količina novčanih sredstava ocjena vjerojatnosti je 2, dok bi značajnost nastupa rizika bila 7.

#### 4.3.3.7. Rizik bankrota

Rizik bankrota je rizik koji se javlja u poduzećima koja se susreću s brojnim vanjskim prijetnjama i unutarnjim slabostima za koje ne primjenjuje adekvatne mjere ublažavanja zbog čega je u izrazito nepovoljnom položaju i izložena je visokoj vjerojatnost bankrota i likvidacije. Drugim riječima, visoka je vjerojatnost nemogućnosti podmirivanja obveza poduzeća po dospelju. Prema trenutnoj situaciji u Valamar rivieri d.d. može doći do nastupa rizika likvidnosti ukoliko potraje ograničenje poslovanja i smanjen broj turista što bi uzrokovalo pomanjkanje novčanih primitaka iz poslovnih aktivnosti kojima se prije krize mogao redovno servisirati dospjeli dug nastao financiranjem preuzimanja i preuređivanja. U takvoj situaciji poduzeće bi se moralo dodatno zadužiti čime se povećava zaduženost poduzeća te bi sredstva bila skuplja (veća kamatna stopa). Navedeno bi dovelo do smanjenja novčanog toka, manjih prihoda od prodaje, većih rashoda za kamate te pogoršanje financijskih pokazatelja. U slučaju dužeg trajanja otežanog poslovanja poduzeće bi postalo prezaduženo te ne bi bilo u mogućnosti dodatno se zadužiti što bi dovelo do rizika bankrota. Ocjena vjerojatnosti nastanka ovog rizika je 2 zbog politike gotovo obaveznog cijepljenja i testiranja prilikom prelaska državnih granica, dok bi značajnost za poduzeće bila 10.

#### 4.3.3.8. Intelektualni rizik

Veliku prijetnju u uslužnoj delatnosti predstavlja radna snaga koja se rapidno smanjuje. Stoga poslodavci nastoje raznim mjerama poboljšati uvjete kojima bi zadržali već postojeće kvalitetne radnike i privukli nove. Intelektualni rizik se javlja kao gubitak ključnih zaposlenika te kao rizik negativnog djelovanja zaposlenika. Pretpostavlja se slučaj odlaska zaposlenika iz poduzeća radi bolje plaćenog posla zbog čega se javlja potreba za novim zaposlenicima koje je potrebno obučiti te može doći do usporavanja procesa i povećanja grešaka. Sve navedeno bi usporilo rast poduzeća i kontinuirano povećalo troškove osoblja zbog čega bi vrijednost FCFF-a u najgorem slučaju pala za 13%, odnosno ocjena značajnosti bila bi 3. Ocjena vjerojatnosti temelji se na opće poznatim informacijama i trendovima o manjku radnika tijekom turističke sezone i iseljavanju stanovništva zbog čega je ocjena vjerojatnosti nastupa ovog rizika 3.

**Tablica 21 Intelektualni rizik**

Rast troškova osoblja	FCFF	Promjena FCFF	Procijena vrijednosti poduzeća	
3%	1,570,521,111	-3%	5,889,936,143	-2.4%
5%	1,542,543,232	-4%	5,793,992,356	-4.0%
10%	1,472,598,534	-9%	5,554,132,889	-8.0%
15%	1,402,653,836	-13%	5,314,273,422	-11.9%

Izvor: izrada autora

#### 4.3.3.9. Rizik konkurencije

Rizik konkurencije predstavlja rast potencijalne ili ulazak nove konkurencije na tržište ili jačanje postojećih domaćih turističkih poduzeća kroz okrupnjavanje, investicije i inovacije. Utjecaj globalizacije omogućio je mnoge nove prilike za potrošače te je paralelno s tim povećana konkurencija za ponuđače i olakšana je njihova mogućnost supstitucije. Rizik konkurencije manifestira se kao pad potražnje za uslugom poduzeća i odgovorom poduzeća smanjivanjem cijena usluga i povećanjem kvalitete usluga što rezultira jednokratnim padom prihoda od prodaje i rastom operativnih troškova. Vjerojatnost nastanka ovog rizika ocjenjuje se s 3 zbog trenutnog stanja na tržištu u kojemu će se poduzeća „boriti“ za svakog turista, dok je značajnost u najgorem scenariju 4 zbog pada vrijednosti FCFF-a od 28%.

**Tablica 22 Rizik konkurencije**

Pad prihoda od prodaje/ rast operativnih troškova	4%	8%	12%
0%	-6%	-12%	-25%
3%	-7%	-13%	-26%
6%	-8%	-14%	-27%
9%	-9%	-15%	-27%
12%	-9%	-15%	-28%

Izvor: izrada autora

**4.3.3.10. Rizik grešaka u informatičkom sustavu**

Rizik grešaka u informatičkom sustavu predstavlja rizik pada informatičkog sustava koji sadrži podatke o gostima, rezervacijama smještajnih kapaciteta i dodatnih usluga, a sustav je najopterećeniji tijekom sezone. Pojava pada informatičkog sustava na vrhuncu sezone može dovesti do jednokratnih izvanrednih troškova zbog sanacije problema te pada reputacije zbog nepovjerenja turista što dovodi do jednokratnog smanjenja prihoda od prodaje koji se javlja usljed nemogućnosti rezervacije smještaja u željenom trenutku. Vjerojatnost nastanka ovog rizika procjenjuje se na 1, dok je ocjena značajnosti 6 zbog pada vrijednosti FCFF-a za 44%.

**Tablica 23 Rizik grešaka u informatičkom sustavu**

Pad prihoda od prodaje/rast ostalih poslovnih troškova	0%	3%	6%	9%	12%	15%
4%	-0.17%	-8.84%	-17.52%	-26.19%	-34.86%	-43.54%
8%	-2.03%	-9.01%	-17.68%	-26.36%	-35.03%	-43.70%
12%	-0.51%	-9.18%	-17.85%	-26.53%	-35.20%	-43.87%
16%	-0.68%	-9.35%	-18.02%	-26.70%	-35.37%	-44.04%
20%	-0.85%	-9.52%	-18.19%	-26.87%	-35.54%	-44.21%

Izvor: izrada autora

**4.3.3.11. Rizik onečišćenja**

Rizik onečišćenja manifestira se kroz smanjenje kvalitete mora, obale i ostalih prostora u kojima ljudi borave ili žele koristiti, a nastupom štetnog događaja se djelomično ili u cijelosti spriječava njihovo korištenje. Može se javiti kao zagađenje mora i obale ili kao uništenje prirode i izgleda obale i slično. Pretpostavlja se smanjenje kvalitete mora uslijed kojeg plaže u blizini hotela i

kampova poduzeća nemaju plave zastave što će dovesti do jednokratnog pada prihoda od prodaje. Vjerojatnost da nastupi ovakav događaj ocjenjuje se s 1. Dok se za ocjenu značajnosti smanjuju prihodi od prodaje koji u najgorem scenariju uzrokuju pad vrijednosti FCFF-a za 79%, odnosno ocjena je 9.

**Tablica 24 Rizik onečišćenja**

Pad prihoda od prodaje	FCFF	Promjena FCFF	Procijena vrijednosti poduzeća	
5%	1,357,838,440	-16%	5,160,589,191	-14%
10%	1,103,188,950	-32%	4,287,326,558	-29%
15%	848,539,460	-47%	3,414,063,926	-43%
20%	593,889,970	-63%	2,540,801,294	-58%
25%	339,240,480	-79%	1,667,538,662	-72%

Izvor: izrada autora

#### 4.3.3.12. Politički rizik

Politički rizik javlja se kroz nestabilnost Vlade, nejasnu javnu politiku i nepostojanje usklađene vanjske politike. Trenutni problemi kao migrantska kriza, pandemija SARS-CoV-19 virusa utječu na donošenje političkih odluka koje potom utječu na turiste i poslovanje poduzeća. Također, slabiji rezultati poduzeća mogu biti i rezultat nepostojanja jasne strategije razvoja turizma. Jednako tako gužve na graničnim prijelazima dovode do nezadovoljstva i smanjenja dolazka turista zbog čega je ocjena vjerojatnosti ovog rizika 2. Za izračun značajnosti pretpostavlja se kontinuiran pad prihoda od prodaje zbog opće poznate spore birokracije i nesklonosti promjenama što u najgore projiciranom slučaju rezultira padom vrijednosti FCFF-a za 25% zbog čega je ocjena značajnosti 4.

**Tablica 25 Politički rizik**

Pad prihoda od prodaje	FCFF	Promjena FCFF	Procijena vrijednosti poduzeća	
1%	1,561,558,032	-3%	5,859,199,296	-3%
4%	1,408,768,338	-13%	5,335,241,717	-12%
6%	1,306,908,542	-19%	4,985,936,664	-17%
8%	1,205,048,746	-25%	4,636,631,611	-23%

Izvor: izrada autora

#### 4.3.3.13. Reputacijski rizik

Reputacijski rizik predstavlja rizik gubitka uzrokovan negativnom javnom percepcijom poduzeća kod članova, poslovnih partnera, zaposlenika ili javnosti. Mišljenje potrošača, kupaca i svih dionika utječe na poslovanje cijelog poduzeća. Reputacijski rizik je od izuzetne važnosti za Valamar rivieru d.d. zbog sektora u kojemu posluje. Ovaj rizik može biti posljedica gubitaka u ostalim kategorijama rizika, ali i loša reputacija može izazvati gubitke u ostalim kategorijama. Može se pojaviti zbog afera, skandala, pogrešnog pristupa prema turistima (nezadovoljstvo turista), problema u kvaliteti proizvoda i usluga te mnogih drugih. Pretpostavlja se nezadovoljstvo turista uzrokovano smanjenjem kvalitete usluge. Ocjena vjerojatnosti nastupa ovog rizika je 2 zbog dobre strategije upravljanja ljudskim potencijalima i drugih čimbenika. Za izračun značajnosti pretpostavlja se pad prihoda od prodaje u prve dvije prognozirane godine zbog gubitka turista i rast ostalih poslovnih troškova kako bi se umanjila nastala šteta. Navedeno u scenariju daje najgori pad vrijednosti FCFF-a za 44% te se značajnost ocjenjuje s 6.

**Tablica 26 Reputacijski rizik**

Pad prihoda od prodaje/rast ostalih poslovnih troškova	2%	5%	8%	10%	15%
3%	-5.91%	-14.58%	-23.26%	-29.04%	-43.49%
6%	-6.04%	-14.71%	-23.38%	-29.16%	-43.62%
9%	-6.16%	-14.84%	-23.51%	-29.29%	-43.75%
12%	-6.29%	-14.96%	-23.64%	-29.42%	-43.87%
15%	-6.42%	-15.09%	-23.76%	-29.55%	-44.00%

Izvor: izrada autora

#### 4.4. Strategije upravljanja rizicima

Prema provedenoj kvantifikaciji rizika iz Grafa 1 vidljivo je da se većina identificiranih rizika Valamar riviere d.d. nalazi u drugom kvadrantu, odnosno potrebno ih je detektirati i konstantno nadzirati, a to su rizik onečišćenja, reputacijski rizik, rizik likvidnosti, rizik bankrota i rizik grešaka u informatičkom sustavu. U prvom kvadrantu nalazi se rizik promjene preferencije potrošača i cjenovni rizik čiji je nastanak potrebno spriječiti. Rizici kojima je potrebno upravljati smješteni su u trećem kvadrantu, a to su kamatni rizik, intelektualni rizik i rizik konkurencije. Dok su u

četvrtom kvadrantu politički i valutni rizici koje je potrebno minimalno kontrolirati. Kako bi Valamar riviera d.d. donijela pravilnu odluku o upravljanju određenim rizikom, radi analizu troškova i koristi kako bi odredili od kojih se rizika isplati zaštititi. Analizom troškova potrebno je obuhvatiti i društvene učinke.

Trenutni trendovi potražnje su dodatan sadržaj, dobra kvaliteta, ljubaznost i održavanje vrhunskih mjera čistoće i drugih mjera. Poduzeće kroz diverzificiranu ponudu usluga i velikog broja dodatnog sadržaja kao i pridržavanja higijenskih mjera prati trendove. Kako bi se rizik promjene preferencija potrošača sveo na minimum potrebno je održavati vrhunske mjere kako bi se minimizirala mogućnost zaraze turista, odnosno kako bi se oni osjećali sigurno u smještajnim kapacitetima poduzeća jer u suprotnome mogu otići u drugu destinaciju ili ostati u mjestu boravka.

U Valamar rivieri d.d. prisutan je prirodni hedžing te se pomoću njega štite od valutnog rizika. Uz to, dodatno se mogu zaštititi korištenjem izvedenica na financijskom tržištu poput valutnih opcija kojima poduzeće ostvaruje pravo kupnje i prodaje određene valute po određenom tečaju prije ili na dan transakcije. Također, uvođenjem eura kao službene valute eliminirat će se valutni rizik.

Poduzeće je prije korona krize bilo u fazi investicijskog ciklusa koji je većim dijelom financiran zaduživanjem zbog čega su veliki izdaci za kamate. Valamar riviera d.d. kao zaštitu od rasta kamatnih stopa, a time i rasta ukupnog duga koristi izvedenice, odnosno kamatne zamjene u kojima varijabilne kamate postaju fiksne. Time se, osim zaštite od rasta kamatnih stopa, javlja i oportunitetni trošak kao trošak zbog pada kamatnih stopa. Također, poduzeće može koristiti i kamatne unaprednice i financijske ročnice.

Kako bi se smanjio cjenovni rizik, poduzeće provodi analize poslovnih partnera i ostvaruje dugoročna partnerstva. Potrebno je pratiti kvalitetu odnosa s poslovnim partnerima kao i promjene u okolini koje bi na njih mogle utjecati. Diverzifikacijom poslovnih partnera smanjuje se mogućnost značajnijeg utjecaja na Valamar rivieru d.d. Također, s poslovnim partnerima može sklopiti terminske ugovore kojim se ugovara razmjena određenih roba ili usluga po

određenoj cijeni na neki budući datum naveden u ugovoru, a time se smanjuje cjenovni rizik. Za poduzeće je od iznimne važnosti da se ne pojavi manjak resursa potrebnih za pružanje usluge jer bi to dovelo do značajnih problema u poslovanju. Kako do toga ne bi došlo, važno je imati diverzificiranu mrežu dobavljača, motriti njihovo poslovanje te tržište najvažnijih resursa. Uz to, poduzeće može, kroz povećanje direktne prodaje, ostvariti povećanje marže i rast prihoda od prodaje te smanjiti cjenovni rizik. Poduzeće može postaviti limit razine poslovanja s poslovnim partnerima, a time se smanjuje izloženost prema poslovnom partneru. Također, dodatna zaštita može se ostvariti kroz izvedenice poput kreditnih izvedenica. Time poduzeće ostvaruje zaštitu uslijed neizvršenja obveze dužnika (kupca). Od poslovnih partnera se mogu tražiti i garancije kojima se osigurava izvršenje ugovorenog posla. Važno je napomenuti kako je isplativost financijskih instrumenata upitna zbog slabe razvijenosti financijskog tržišta u Republici Hrvatskoj.

Rizikom likvidnosti poduzeće ne mora direktno upravljati već je dovoljno dobro upravljati ostalim rizicima, odnosno ovim se rizikom upravlja indirektno te izradom planova upravljanja likvidnošću, držanjem veće količine likvidne imovine te usklađivanjem dospjeća obveza i imovine i diverzifikacijom instrumenata financiranja.

Valamar rivieri d.d. jedan od ključnih resursa su kvalitetni radnici. Intelektualnim rizikom potrebno je upravljati kroz bolje uvjete rada, stručna osposobljavanja i usavršavanja, brigom o zaposlenicima (zadovoljstvu i zdravlju), mogućnost napredovanja, razne bonuse i nagrade kvalitetnim i uspješnim zaposlenicima, bolju zaštitu na radu. Navedenim benefitima poduzeće se ističe kao poželjan poslodavac i smanjuje se intelektualni rizik. Ulaganjem u kvalitetno osoblje povećava se i zadovoljstvo turista te se uložena sredstva vraćaju kroz prihode i rast reputacije.

Rizikom konkurencije potrebno je upravljati pomoću kontinuiranog praćenja tržišta i pravovremene reakcije na pothvate konkurencije. Kako bi poduzeće osiguralo trenutnu tržišnu poziciju, potrebno je kontinuirano ulagati u unapređivanje infrastrukture, povećanje kvalitete usluge, praćenje mogućnosti spajanja i preuzimanja mogućih kvalitetnih smještajnih kapaciteta na tržištu, marketing, praćenje trendova i turistička kretanja. Također, poduzeće se može i



fokusirati na dodatne aktivnosti i sadržaj poput M.I.C.E. turizma, kongresa, seminara, posebnih događanja i slično.

Rizik grešaka u informatičkom sustavu može se spriječiti ulaganjem i održavanjem informacijskog sustava, jednako kao i praćenjem trendova zaštite podataka i poslovnih sustava. Također, važno je i educirati zaposlenike kako greška ne bi bila uzrokovana pogrešnim rukovanjem. Poduzeće ovim rizikom upravlja kako se on ne bi ostvario i potencijalno prouzročio pojavu i drugih rizika kao što je reputacijski rizik.

Na rizik onečišćenja poduzeće ne može utjecati, no može ulagati napore u brigu oko čistoće mora i okoliša, paziti na otpadne vode i kanalizaciju te može poticati i voditi primjerom kroz politiku održivog razvoja.

Jednako kao i na prethodni, poduzeće ne može utjecati niti na politički rizik te je njime teško upravljati zbog toga što na njega utječe država. Ključni uzrok ovog rizika proizlazi iz neprovođenja i nepostojanja turističke politike. Poduzeće bi moglo profitirati od uvođenja turističke politike kojom bi se turizam u Republici Hrvatskoj svrstao u visoku kategoriju, a za to je potrebna suradnja s vladom, ministarstvom te udrugama.

Kod reputacijskog rizika potrebno je na vrijeme uvidjeti propuste poslovnih procesa kojima bi se na primjer smanjila kvaliteta pružene usluge što bi naposljetku dovelo do pada reputacije. Bitno je da poduzeće pregledava recenzije gostiju jer oni predstavljaju jedan od makroetičkih kanala preko kojih se stvara buduća potražnja. Važno je nastaviti s evaluacijom zaposlenika, daljnjim usavršavanjem te praćenjem zadovoljstva turista kako bi se pojava ovog rizika minimizirala. U sektoru turizma ključna je reputacije te je ovom riziku potrebno posvetiti posebnu pažnju.

Preporučljivo je kontinuirano provoditi integrirani proces upravljanja rizicima minimalno jednom godišnje kako bi se uvidjele nove okolnosti. Također, menadžment treba postaviti ciljeve i financijske pokazatelje kako bi se donijele ispravne odluke i uspješno upravljalo rizicima. Trenutno stanje na tržištu je izrazito volatilno što može utjecati na konkurentnost i poziciju poduzeća. Kroz razumijevanje rizika poduzeće može prihvatiti definiranu razinu rizika bez pojave relevantnih negativnih učinaka, a kako bi se rizici pravilno vrednovali treba prikupiti

dovoljnu količinu informacija za pojedini rizik te analizirati sinergijski utjecaj rizika. Zbog međusobnog ispreplitanja rizika, potrebno je definirati zajedničku strategiju upravljanja svim rizicima.



## 5. ZAKLJUČAK

U ovom diplomskom radu analize i njihovi zaključci baziraju se na priznatoj znanstvenoj i stručnoj literaturi, a rezultati analize mogu se razlikovati od istraživača/stručnjaka do istraživača/stručnjaka zbog čega ne čine univerzalan prikaz zaključaka analize. Integrirano upravljanje rizicima označava strateški alat kojim se identificira, kvantificira i upravlja rizicima, a pomoću kojeg poduzeće može realizirati dodatni potencijal prihvaćanjem određene razine rizika i upravljanjem nepoželjnim rizicima. Ovo je prvi proces koji obuhvaća sinergijski prikaz utjecaja svih rizika, a ne samo financijskih, na poslovanje poduzeća. Kako bi se rizike kvalitetno identificiralo, kvantificiralo te potom upravljalo, analizira se okruženje, industrija i poslovanje poduzeća te se procjenjuje njegova vrijednost. Za postizanje pravilne implementacije integriranog upravljanja rizicima menadžment poduzeća treba poticati i razvijati međusobnu suradnju svih odjela poduzeća s odjelom nadležnim za upravljanje rizicima. Za vrijeme identifikacije i naknadnog upravljanja rizicima potrebna je suradnja menadžmenta poduzeća, dok je strategiju potrebno uskladiti s provedenom analizom rizika.

Valamar riviera d.d. u svom poslovanju ima implementiran proces upravljanja rizicima kojim su identificirali različite financijske, poslovne, operativne, globalne i regulatorne rizike za koje su objavljene mjere upravljanja. Nakon provedene kvantifikacije identificiranih rizika poduzeća nije zamijećena velika izloženost rizicima kao ni rizika sa značajnim posljedicama na poslovanje poduzeća. Primjetna je osjetljivost poduzeća na pad prihoda od prodaje zbog čega bi poduzeće trebalo uložiti napore u ostvarivanje predviđenih prihoda od prodaje, odnosno sprječavanje nastanka rizika koji mogu ugroziti njihovo ostvarenje. Važno je na koji način poduzeće sustavno upravlja rizicima kroz sve poslovne procese i integrira upravljanje u svoje cjelokupno poslovanje i kulturu. Nakon određivanja mjera slijedi nadzor i izvještavanje, te kontinuirano praćenje i revidiranje procesa. Budući da je proces upravljanja rizicima kružan, poduzeće nakon određenog vremena treba ponoviti proces zbog dinamičnosti tržišta te se na taj način postiže adekvatno integrirano upravljanje rizicima uz koje je moguće ostvariti temeljni cilj poslovanja poduzeća, odnosno povećanje vrijednosti poduzeća i povećanje bogatstva vlasnika.

Iz prikazanog upravljanja rizicima poduzeća i prepoznatih rizika od strane poduzeća u njihovim godišnjim izvještajima može se vidjeti da rizici identificirani u ovom radu u određenoj mjeri korespondiraju s rizicima koje je poduzeće prepoznalo. Valamar riviera d.d. koristi moderne alate i tehnike kako bi spriječili i upravljali rizicima s kojima se susreću u poslovanju. Prema dostupnim informacijama vidljivo je da je u poslovanje poduzeća uključeno strateško upravljanje rizicima. Rizik promjene preferencije potrošača i cjenovni rizik predstavljaju rizike kojima je poduzeće najizloženije te je potrebno poduzeti sljedeće mjere, kako do realizacije rizika ne bi došlo, održavati vrhunske mjere, održati i/ili poboljšati kvalitetu usluga, diverzificirati mrežu dobavljača, sklopiti terminske ugovore, postaviti limit razine poslovanja s poslovnim partnerima, ugovoriti kreditne izvedenice te tražiti garancije. Rizik bankrota, rizik onečišćenja, rizik likvidnosti, rizik grešaka u informatičkom sustavu te reputacijski rizik nalaze se u drugom kvadrantu te ih je potrebno konstantno nadzirati i prema potrebi primijeniti potrebne mjere. Kamatni rizik, rizik konkurencije i intelektualni rizik smješteni su u trećem kvadrantu i njima je potrebno upravljati mjerama detaljnije opisanim u 4.4. Strategije upravljanja rizicima. Politički i valutni rizik zahtijevaju minimalnu kontrolu, no to ne znači da ih poduzeće treba u potpunosti zanemariti.

Moguće je konstatirati da u Valamar rivieri d.d. postoji napredan proces upravljanja rizicima, ali proces nije postigao otpornost poduzeća na trenutnu korona krizu što ukazuje na to da integrirano upravljanje rizicima ne može riješiti sve probleme, već bi poduzeća s dobrim sustavom upravljanja rizicima trebala biti manje osjetljiva na krizu te bi ju trebala lakše prebroditi. Također, u Republici Hrvatskoj mali broj poduzeća primjenjuje upravljanje svim rizicima, najčešće se upravlja samo financijskim rizicima. Iz navedenog je vidljivo da je Valamar riviera d.d. poduzeće koje upravlja rizicima integrirano, dok mnoga poduzeća to nemaju što ga čini boljim od prosjeka.

## Popis literature

### Knjige

1. Andrijanić, I., Gregurek, M. i Merkaš, Z. (2016.) *Upravljanje poslovnim rizicima*. Zagreb: Libertas Međunarodno sveučilište: Plejada.
2. Chapman, R. J. (2011.) *Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management*. Second edition. New York, United States: Wiley.
3. Damodaran, A. (2008.) *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. USA: Wharton School Publishing, Pearson Education.
4. Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: Hum naklada.
5. Galičić, V. (2017.) *Poslovanje hotelskoga odjela smještaja*. Opatija. Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu.
6. Green, Philip, E.J. et al. (2016.) *Enterprise risk management: a common framework for the entire organization*. Amsterdam: Elsevier Butterworth-Heinemann.
7. Knight, F.H. (1921.) *Risk, Uncertainty and Profit: Hart, Schaffner, and Marx Prize Essays*. Boston and New York: Houghton Mifflin.
8. Miloš Sprčić, D. (2014.) Risk Management: Strategies for Economic Development and Challenges in the Financial System. U: Miloš Sprčić, D., ur., *A New Era of Risk Management - An Integrated Approach to Corporate Risks*. New York: Nova Science Publishers, str. 1-28.
9. Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.
10. Miloš Sprčić, D., ur. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.
11. Miloš Sprčić, D., ur. (2020.) *Enterprise Risk Management: Theory and Practice with Selected Case Studies of Multinational Companies*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb
12. Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.) *Procjena vrijednosti poduzeća-vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb.
13. Orsag, S. (2006.) *Izvedenice*. Zagreb: Hrvatska udruga financijskih analitičara.

14. Orsag, S. (2015.) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis i HUFA.
15. Osmanagić Bedenik N. (2004.) *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.
16. Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*. Zagreb: Školska knjiga.
17. Segal, S. (2011.) *Corporate value of enterprise risk management the next step in business management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
18. Tipurić, D., Mešin, M., Dvorski K. (2014.) The Role of the Board in Enterprise Risk Management. U: Miloš Sprčić, D., ur., *A New Era of Risk Management - An Integrated Approach to Corporate Risks*. New York: Nova Science Publishers, str. 51-65
19. Žager, K. et. al. (2009.) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Masmedia.

#### **Znanstveni članci i publikacije**

1. Bolfek, B., Stanić, M., Knežević, S. (2012.) Vertikalna i horizontalna financijska analiza poslovanja tvrtke, *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, Vol. XXV No. 1.
2. Butigan, R. (2008.) Analiza modela pet konkurentskih snaga M. Portera na primjeru industrije maloprodaje derivata nafte u Hrvatskoj, *Ekonomski pregled*, Vol. 59 No. 3-4, str. 153-176.
3. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004) *Executive Summary of Enterprise Risk Management: Integrated Framework*. Dostupno na: <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary.pdf> [15. travnja 2020.]
4. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2017) *Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance*. Dostupno na: <https://www.coso.org/Documents/2017-COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf> [15. travnja 2020.]

5. Fijačko, J. (2017.) Upravljanje rizicima – imperativ suvremenog poslovanja. *Mirakul*. Dostupno na: <https://www.mirakul.hr teme/financije/upravljanje-rizicima-imperativ-suvremenog-poslovanja/> [15. Listopada 2020.]
6. Holton, Glyn A. (2004.) Defining Risk. *Financial Analysts Journal*, 60 (6), str. 19–25.
7. Karić, M. (1995.) Mjerenje rizika u uvjetima diverzificiranih investicija. *Ekonomski vjesnik*, br. 1 (8), str. 91-101.
8. Mikulić J., Miloš Sprčić, D., Holiček, H., Prebežac, D. (2018.) Strategic Crisis Management in Tourism: An Application of Integrated Risk Management Principles to the Croatian Tourism Industry. *Journal of Destination Marketing and Management*, 7, str. 36-38.
9. Miloš Sprčić, D. (2013.) Corporate Risk Management and Value Creation. *Montenegrin journal of economics*, 9, 2 (Special Issue), str. 17-26.
10. Miloš Sprčić D. (2007.) Corporate Risk Management Rationales: Evidence from Croatian Companies. *Ekonomski pregled*, Vol 58 (9-10), str. 497-521.
11. Miloš Sprčić D., Jakirlić L. (2017.) Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 15 No. 2, str. 127-145.
12. Miloš Sprčić D., Kožul A., Pecina E. (2017.) Managers' Support – A Key Driver Behind Enterprise Risk Management Maturity. *Zagreb International Review of Economics & Business*, Vol. 20 No. SCI, str. 25-39.
13. Miloš Sprčić D., Radić D. (2011.) Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CfaR. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 9 No. 1, str. 55-70.
14. Miloš Sprčić D., Sprčić P. (2009.) Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Volume 7(1), str. 93-105.
15. Miloš Sprčić D., Šević Ž. (2008.) Comparative Analysis of Corporate Risk Management Practices in Croatian and Slovenian Companies. *Zagreb International Review of Economics and Business*, Vol.11 No.2, str. 63-80.



16. Miloš Sprčić D., Tekavčić M., Šević Ž. (2008.) Corporate Risk Management Practices in Croatian Companies. *Ekonomski pregled*, br. 7-8, str. 344-369.
17. Miloš Sprčić D., Žagar M., Šević Ž., Marc, M. (2016.) Does Enterprise Risk Management Influence Market Value—A Long-term Perspective. *Risk Management*, Vol. 18, 2-3, 65-88.
18. Radeljak Kaufmann, P. (2016.) Metoda scenarija u istraživanju i planiranju prostora. *Hrvatski geografski glasnik*, Vol. 78 No. 1, str. 45-71.
19. Sisek, B. (2005.) Strane izravne investicije u Hrvatskoj – uzroci neuspjeha. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 3, No. 1, str. 89-108.
20. Sučić J. H., Miloš Sprčić D., Zoričić D. (2011.) Upravljanje financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Volume 9(1), str. 67-84.
21. Toma, S. i Alexa, I. (2012.) Different Categories of Business Risk. *Annals of Dunarea de Jos University of Galaty. Fascicle I. Economics and Applied Informatics*, No. 2, str. 109–114.
22. Udovičić A., Kadlec Ž. (2013.) Analiza rizika upravljanja poduzećem. *Praktični menadžment stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta*, Vol. 4 No. 1, str. 50-60.
23. Vrdoljak Raguž, I. i Tolušić, M. (2012.) Implementacija Porterovih generičkih strategija i postizanje strategija i postizanje konkurentskih prednosti na primjeru automobilske industrije. *Ekonomska misao i praksa*, No. 1, str. 381-398.
24. Žager, L., Ježovita, A. (2017.) Utjecaj strukture imovine poduzeća na ocjenu likvidnosti, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru*, No. 23.
25. Živko I., Marijanović Z., Grbavac J. (2015.) Rizici u poslovanju – upravljanje pristupom financija i računovodstva. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru*, No. Posebno izdanje 2015, str. 401-412.

#### Internetski izvori

1. <https://valamar-riviera.com/>
2. <https://zse.hr/>

3. <https://www.htz.hr/hr-HR>
4. <http://www.hgk.hr/>
5. <http://www.hnb.hr/>
6. <http://www.mfin.gov.hr/>
7. <http://www.mint.gov.hr/>
8. <http://www.porezna-uprava.hr/>
9. [https://www.investopedia.com/terms/s/scenario\\_analysis.asp](https://www.investopedia.com/terms/s/scenario_analysis.asp) [15.01.2021.]
10. <https://www.zakon.hr/> [05.02.2021.]
11. <https://vlada.gov.hr/> [05.02.2021.]
12. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html) [15.03.2021.]
13. <https://www.dzs.hr/> [20.02.2021.]
14. <https://www.statista.com/> [14.03.2021.]
15. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf)
16. <https://www.vecernji.hr/premium/sporimo-se-26-godina-ako-treba-mozemo-jos-toliko-1343096>
17. <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=8918>
18. <https://www.slobodnaevropa.org/a/granicni-sporovi-srbije/26820325.html>
19. <https://repozitorij.efst.unist.hr/islandora/object/efst%3A703/datastream/PDF/view>
20. <http://croatia.eu/index.php?view=article&id=8&lang=1>
21. <https://euro.hnb.hr/-/3393548>
22. [https://www.irmo.hr/wp-content/uploads/2013/11/hrvatska\\_i\\_eu\\_prednosti\\_izazovi\\_.pdf](https://www.irmo.hr/wp-content/uploads/2013/11/hrvatska_i_eu_prednosti_izazovi_.pdf)
23. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>
24. <https://partner.booking.com/hr/pomo%C4%87/provizija-ra%C4%8Duni-i-porezi/provizija/koliki-iznos-provizije-pla%C4%87am>
25. <https://www.tripadvisor.com/hc/en-us/articles/200614697>
26. <https://hr.airbnb.com/help/article/1857/%C5%A1to-su-to-naknade-za-usluge-airbnba>
27. <https://inteligencija.com/tehnologije/big-data-tehnologija/>
28. <https://www.evisitor.hr>
29. <https://www.maistra.com>
30. <http://biz.plavalaguna.hr/hr/>
31. <https://www.arenahospitalitygroup.com>
32. <https://www.campingsolaris.com/>
33. <https://www.bluesunhotels.com>
34. <https://www.liburnia.hr>
35. <https://jadranka.hr>
36. <https://www.poslovni.hr/hrvatska/nema-obnove-bez-uvoza-radnika-iz-azije-i-ukrajine-4267915>
37. <https://www.psod.hr/objave/epidemija-virusom-covid-19-koronavirus---visa-sila>

## Popis tablica

Tablica 1 Horizontalna analiza bilance stanja 2016.-2020.....	60
Tablica 2 Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka 2016.-2020.....	61
Tablica 3 Vertikalna analiza bilance stanja 2016.-2020. ....	62
Tablica 4 Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka 2016.-2020. ....	64
Tablica 5 Pokazatelji likvidnosti .....	65
Tablica 6 Pokazatelji zaduženosti.....	66
Tablica 7 Pokazatelji aktivnosti .....	67
Tablica 8 Pokazatelji profitabilnosti.....	68
Tablica 9 Pokazatelji investiranja .....	69
Tablica 10 SWOT analiza poduzeća Valamar riviera d.d.....	70
Tablica 11 Određivanje razina značajnosti rizika .....	71
Tablica 12 Određivanje razina vjerojatnosti rizika.....	71
Tablica 13 Kategorizacija rizika poduzeća Valamar riviera d.d. ....	72
Tablica 14 Pro forma bilance stanja.....	75
Tablica 15 Pro forma računa dobiti i gubitaka.....	76
Tablica 16 Pro forma izračun slobodnog novčanog toka i procijenjena vrijednosti poduzeća ....	76
Tablica 17 Rizik promjene preferencija potrošača .....	80
Tablica 18 Valutni rizik .....	81
Tablica 19 Kamatni rizik .....	81
Tablica 20 Cjenovni rizik.....	82
Tablica 21 Intelektualni rizik .....	84
Tablica 22 Rizik konkurencije .....	85
Tablica 23 Rizik grešaka u informatičkom sustavu .....	85
Tablica 24 Rizik onečišćenja .....	86
Tablica 25 Politički rizik .....	86
Tablica 26 Reputacijski rizik .....	87

## **Popis grafikona**

Graf 1 Mapa rizika poduzeća Valamar riviera d.d.....	73
--	----

## **Popis slika**

Slika 1 Kineski simbol za rizik .....	3
Slika 2 Mapa rizika .....	19
Slika 3 Proces integriranog upravljanja rizicima .....	31

## Životopis

Ime i prezime	Ivana Butorac
Mobilni telefon	095 5078 606
E-mail	<a href="mailto:ibutorac@net.efzg.hr">ibutorac@net.efzg.hr</a>
Godina rođenja	1996., Zagreb
Radno iskustvo:	<b>Fiscalis d.o.o.</b> - 01.05.2019. - 31.5.2019. <ul style="list-style-type: none"><li>- u programu PANTHEON i 4D WAND knjiženje ulaznih računa pravnih osoba, zatvaranje otvorenih stavaka, knjiženje izvoda s računa u banci</li></ul> <b>Kaleidoskop Samobor d.o.o.</b> – 11.06.2018. - 31.08.2018. <ul style="list-style-type: none"><li>- u programu SYNESIS knjiženje ulaznih i izlaznih računa pravnih osoba, knjiženje izvoda s računa u banci, usklađivanje analitičkih kartica partnera, zatvaranje otvorenih stavaka, unos temeljnica, izrada HUB obrazca</li></ul> <b>Fingrat d.o.o.</b> – 07.08.2017. - 31.12.2017. <ul style="list-style-type: none"><li>- u programu SYNESIS knjiženje ulaznih i izlaznih računa fizičkih i pravnih osoba, knjiženje izvoda s računa u banci, usklađivanje kartica, zatvaranje otvorenih stavaka, unos temeljnica</li></ul> <b>ArhivServis d.o.o.</b> – 17.07. - 31.07.2017. <ul style="list-style-type: none"><li>- poslovi skeniranja i arhiviranja poslovne dokumentacije</li></ul> <b>Medical Intertrade d.o.o.</b> – 06.07. - 30.09.2016. poslovi skeniranja, kopiranja, arhiviranja dokumenata i unos i obrada računa, deklariranje, pakiranje, zaprimanje, slaganje i kontrola robe, inventura
Školovanje:	
listopad '15. –	<b>Ekonomski fakultet</b> , Zagreb Smjer: analiza i poslovno planiranje
09/2011. – 06/2015 Srednja škola	<b>Ekonomska, trgovačka i ugostiteljska škola</b> , Samobor Smjer: ekonomist
09/2005 – 06/2009 Osnovna škola	<b>Glazbena škola Ferdo Livadić</b> , Samobor
Strani jezici:	<b>Engleski jezik</b> - B2 <b>Španjolski jezik</b> – A2
<u>Znanja i vještine</u>	<b>Microsoft Office paketa</b> <b>Vozačka dozvola B kategorije</b>
<u>Dotatne informacije</u>	<b>Državno natjecanje iz računovodstva</b> , 7. mjesto, 15.-17.4.2015. <b>Međužupanijsko natjecanje iz računovodstva</b> , 1. mjesto, 17.2.2015.