

Primjena metode rizičnih novčanih tokova u analizi rizika na primjeru poduzeća Pevex d.d.

Seljan, Marko

Master's thesis / Diplomski rad

2024

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://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:621037>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-16**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje

**PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA U
ANALIZI RIZIKA NA PRIMJERU PODUZEĆA PEVEX D.D.**

Diplomski rad

Marko Seljan

Zagreb, srpanj 2024.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje

**PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA U
ANALIZI RIZIKA NA PRIMJERU PODUZEĆA PEVEX D.D.
APPLICATION OF THE CASH-FLOW-AT-RISK METHOD
IN RISK ANALYSIS – THE CASE OF PEVEX D.D.**

Diplomski rad

Student: Marko Seljan,

JMBAG studenta: 0067582135

Mentorica: Prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić

Zagreb, srpanj 2024.

Sažetak

Diplomski rad razrađuje model integriranog upravljanja rizicima na primjeru poduzeća Pevex d.d. koji je lider na hrvatskom tržištu među lancima za opremanje doma i vrta. U radu je „*top-down*“ metodom detaljno analizirana industrija te samo poduzeće nakon čega je kvantificiran utjecaj 10 najznačajnijih rizika na procijenjenu vrijednost kompanije.

Iako Pevex posluje isključivo na hrvatskom tržištu, zbog obujma poslovanja, broja prodajnih centara i broja zaposlenika susreće se s velikim brojem rizika koji mogu potencijalno mogu imati negativni utjecaj na novčane tokove i samu vrijednost kompanije. Nakon što je izašao iz stečajnog postupka 2012. godine, Pevex kontinuirano raste, širi svoje poslovanje, a iz financijskih izvještaja da se zaključiti da su upravljanje rizicima, implementacija modernih sustava za optimizaciju procesa i zaštitu podataka i praćenje globalnih trendova poput online trgovine i ekološke održivosti neizostavan dio poslovanja.

Ključne riječi: integrirano upravljanje rizicima, mapiranje rizika, metoda rizičnih novčanih tokova, uređenje doma i vrta, Pevex.

Summary

The thesis implements the model of „Integrated Enterprise risk management“ on the example of company Pevex d.d. which is the leader on the Croatian market among home improvement and garden industry. In the paper, the industry and the company itself are analyzed using "top-down" method, after which the impact of the 10 most significant risks on the estimated value of the company was quantified.

Although Pevex operates exclusively on the Croatian market, due to volume of business, number of centers and the number of employees, it faces a large number of risks that can potentially have a negative impact on cash flows and the value of the company itself. After emerging from bankruptcy in 2012, Pevex is continuously growing, expanding its operations, and from the financial statements it can be concluded that risk management, implementation of modern systems for process optimization and data protection, monitoring global trends such as online shopping and environmental sustainability are indispensable part of their business.

Key words: Enterprise risk management, Risk Mapping, Cash-Flow at Risk, Home Improvement and Gardening, Pevex

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad 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 nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

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

(vlastoručni potpis studenta)

(mjesto i datum)

SADRŽAJ RADA

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Metode prikupljanja podataka i izvori podataka	2
1.3. Sadržaj i struktura rada	2
2. UPRAVLJANJE RIZICIMA U PODUZEĆU	4
2.1. Određivanje pojma rizika i upravljanja rizicima	4
2.2. Strateški, operativni i financijski rizici.....	5
2.3. Proces integriranog upravljanja rizicima	8
3. POSLOVNA ANALIZA KAO TEMELJ INTEGRIRANOM UPRAVLJANJU RIZICIMA	10
3.1. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća	11
3.1.1. PESTLE analiza.....	12
3.1.2. Generičke konkurentske strategije.....	16
3.1.3. SWOT analiza.....	20
3.1.4. TOWS matrica	21
3.2. Metode procjene vrijednosti poduzeća	22
3.2.1. Koncept ekonomske vrijednosti	23
3.2.2. Metode analize rizika novčanih tokova	26
4. PRIMJENA INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA PRIMJERU PODUZEĆA PEVEX D.D.	31
4.1. Općenito o poduzeću	31
4.2. Analiza poslovnog okruženja	35
4.2.1. PESTLE analiza.....	35
4.2.2. Analiza industrije.....	43
4.2.3. Porterov model 5 sila.....	45
4.3. Interna analiza poduzeća	46
4.3.1. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka.....	46
4.3.2. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka	47
4.3.3. Vertikalna analiza bilance	48
4.3.4. Horizontalna analiza bilance stanja	49
4.3.5. SWOT analiza.....	50

4.4.	Procjena slobodnih novčanih tokova u poduzeću Pevex d.d.....	51
4.4.1.	Izrada pro forma financijskih izvještaja	51
4.4.2.	Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala	53
4.4.3.	Izračun i procjena vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća.....	54
5.	PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA.....	56
5.1.	Identifikacija i kvantifikacija rizika.....	56
5.2.	Mapiranje rizika.....	61
6.	ZAKLJUČAK.....	63
	Popis literature.....	65
	Popis tablica.....	70
	Popis slika.....	71
	Životopis.....	72

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Složenost suvremenih tržišta, zahtjevi interesnih skupina te neizvjesnost uzrokovana geopolitičkim promjenama imaju značajan utjecaj na poslovanje i formiranje strategije svakog poduzeća. Poduzeća koja su svjesna da je samo pitanje vremena kada će buduće turbulencije poljuljati poslovanje, nastoje pomoću metode integriranog upravljanja rizicima kvantificirati rizike te se u što je u boljoj mjeri na njih pripremiti i adaptirati poslovne procese. Osim zaštite imovine, efikasnijeg donošenja odluka i ulijevanja povjerenja potencijalnim ulagačima, metoda integriranog upravljanja rizicima pomaže poduzeću u otkrivanju novih tržišta i prepoznavanju dugoročnog potencijala rasta.

Poduzeće PeveX d.d. lider je na domaćem tržištu glede izgradnje, opremanja i uređenja te kako se navodi na njihovoj web stranici „prvi hrvatski trgovački lanac“ čiji je imidž usađen visoko u svijesti potrošača. Već dugi niz godina PeveX d.d. posluje s kontinuirano rastućim prihodima te otvara nove centre i zapošljava osoblje različitog profila.

Predmet istraživanja biti će analiza poslovanja poduzeća PeveX d.d. te kvantificiranje i mapiranje rizika primjenom metode rizičnih novčanih tokova (CFaR). Ova metoda mjeri vjerojatnost te kvantificira potencijalne gubitke u novčanim tokovima u slučaju ostvarenja nepovoljnog događaja. Kvalitetno implementiran sustav integriranog upravljanja rizicima omogućuje maksimiziranje rasta u slučaju nepovoljnog događaja kroz minimiziranje negativnog utjecaja kojega će isti ostaviti na poduzeće.

Cilj rada je, uz detaljnu analizu prikazati utjecaj modela integriranog upravljanja rizicima na vrijednost poduzeća. Analiza okoline i poslovanja poduzeća provedena je „*top-down*“ metodom, temeljem čega je provedena procjena budućih novčanih tokova, identifikacija rizika i na kraju, procjena tj. kvantifikacija rizika primjenom metode rizičnih tokova kako bi se u konačnici procijenio utjecaj rizika na vrijednost poduzeća. Analiza započinje pregledom tržišta i analizom poslovnog okruženja. U sklopu unutarnje analize provedena je analiza financijskih izvještaja što vodi ka SWOT analizi, preko koje se daju naslutiti neki od rizika. Osnovna korištena metoda je analiza rizičnih novčanih tokova, za što je najprije potrebno financijske odrediti prosječni ponderirani trošak kapitala. Posljednji dio diplomskog rada obuhvaća procjenu, tj. kvantifikaciju identificiranih rizika poduzeća PeveX d.d. metodom analize osjetljivosti i scenarija, pomoću kojih se određuju vjerojatnost nastanka rizika te uloga i značaj rizika i njihov utjecaj na vrijednost poduzeća.

Stručni doprinos rada sastoji se u analizi rizika i načina upravljanja rizicima od strane poduzeća te njihovoj kvantifikaciji putem metode rizičnih novčanih tokova. Prezentirani rezultati analize i primijenjena teorijska saznanja mogu biti od koristi menadžerima i kreatorima poslovnih strategija analiziranog poduzeća.

1.2. Metode prikupljanja podataka i izvori podataka

U istraživanju će se provesti analiza poslovnog okruženja te rizika poslovanja analiziranog poduzeća u okviru koje će se izraditi i procjena vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova kao i sinteza rezultata i interpretacija. Napravit će se pregled literature pri čemu će se koristiti relevantna znanstvena i stručna literatura, internetski izvori i statistički podaci s interneta. Kao izvor kvantitativnih podataka koristiti će se isključivo podaci iz sekundarnih izvora. Metodologija uključuje analizu podataka prikupljenih iz financijskih izvještaja od 2018 do 2023. U analizi će se koristiti induktivne metode sinteze kojima se na temelju proučavanja pojedinačnih pojava nastoji spoznati šira slika, kao i deduktivne metode analize gdje se opći principi razrađuju na specifične slučajeve, kao metode deskripcije i komparacije. Zaključno, dati će se prijedlog strategije za učinkovito upravljanje rizicima s ciljem uspješnijeg poslovanja.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad je podijeljen na dvije osnovne cjeline: na teorijski i na praktičan istraživački rad te sadrži ukupno šest poglavlja. Teorijski dio obuhvaća prva tri poglavlja. U uvodnom poglavlju navodi se predmet i cilj rada, metode prikupljanja podataka i izvori te sadržaj i struktura rada. Drugo poglavlje pod nazivom „Upravljanje rizicima u poduzeću“ obuhvaća određivanje pojma rizika i upravljanje rizicima, podjelu na strateške, operativne i financijske rizike i proces integriranog upravljanja rizicima. Treće poglavlje pod nazivom „Poslovna analiza kao temelj integriranom upravljanju rizicima“ obuhvaća metode vanjske i unutarnje analize poduzeća i poslovnog okruženja. Zatim su analizirane metode procjene ekonomske vrijednosti poduzeća primjenom statičkih metoda (knjigovodstvene vrijednosti, ispravljene knjigovodstvene vrijednosti i zamjenske vrijednosti) te neke od dinamičkih metoda (Novčani tok pri Riziku i Monte Carlo simulacija). Četvrto poglavlje pod naslovom „Primjena integriranog upravljanja rizicima i metoda rizičnih novčanih tokova na primjeru poduzeća Pevex d.d.“ predstavlja praktičan istraživački rad. Poglavlje obuhvaća pod poglavlja koja se odnose na pregled informacija o poduzeću, pregled tržišta, analizu poslovnog okruženja i industrije, internu analizu poduzeća, procjenu slobodnih novčanih tokova i vrijednosti

poduzeća. Peto poglavlje fokusira se na strategiju integriranog upravljanja rizicima. Šesto poglavlje predstavlja Zaključak rada u kojem se navode ključni rezultati provedenog istraživanja odgovara na cilj istraživanja. Na kraju slijedi popis literature, tablica, slika i životopis autora.

2. UPRAVLJANJE RIZICIMA U PODUZEĆU

2.1. Određivanje pojma rizika i upravljanja rizicima

Svaka odluka koja se donosi na dnevnoj bazi više je ili manje rizična. Iako se rizik najčešće smatra negativnom pojavom, prema starom kineskom simbolu rizik se može predočiti kao kombinacija između prilike i prijetnje. Nije moguće dobiti priliku bez da smo se izložili nekoj razini prijetnje. Stoga kompanije trebaju nastojati, budući da je rizik neizbježan, implementirati rizike u procese donošenja poslovnih odluka. Upravljanje rizicima u kompanijama treba promatrati kao alat koji omogućava iskorištavanje prilika u svrhu povećanja vrijednosti kompanija. Propuštanje profitabilnih tržišnih mogućnosti (oportuniteta) može dovesti do većeg gubitka vrijednosti, nego što može izazvati nepovoljan događaj, negativne promjene cijena i sl.

Kada se govori o rizicima poslovanja i rizicima financijskog svijeta, razumijevanje i upravljanje rizicima je od ključnog značaja. Najčešće je pitanje, koje muči sve ulagače u poslovnom svijetu, hoće li povrat na investiciju biti različit od očekivanog. Ukoliko je povrat manji od očekivanog, investicija jasno nije ispunila svoju ulogu i na nju gledamo kao na loš potez. S druge strane ukoliko je povrat nerazmjerno veći od zahtijevanog i očekivanog, tada je naglašena velika volatilnost koja u jednu ruku opet nije dobra promatrajući dugi rok. Stoga investitori najčešće, oslanjajući se na razinu svoje averzije prema riziku, zahtijevaju kontinuirano rastuće prihode od ulaganja.

Ovi rizici mogu uključivati tržišne rizike (npr. promjene u potražnji), operativne rizike (kao što je ljudska pogreška), financijske (npr. promjene u valutnom tečaju, kamatne stope), regulatorne rizike (promjene u zakonima ili regulativama), strateške rizike (loše poslovne odluke), i mnoge druge.

S obzirom na današnje vrijeme turbulentnih promjena na europskoj i svjetskoj razini, u svim vrstama industrije i poslovanja, pa i u cjelokupnom društvu događaju se neočekivane i nepredvidive promjene u poslovanju. Ove promjene uzrokovane su izrazito brzim razvojem tehnologije (npr. inovativnom disruptivnom tehnologijom, primjenom umjetne inteligencije u svim vrstama industrije i uslužnoj djelatnosti, u financijskim i nefinancijskim institucijama, itd.), pandemijom, višim silama (potresi, poplave, oluje), hakerskim napadima zbog čega kompanije u svoje redovito poslovanje obavezno uključuju procese upravljanja rizicima. Prema Andersen i Shroder (2010) odsustvo upravljanja rizicima može dovesti do katastrofalnih posljedica na kompanije i na širu okolinu. Loše upravljanje rizicima može

dovesti do stečaja, za razliku od dobrog upravljanja rizicima koje može povećati efikasnost kompanije.

Rizični događaji su opasnosti koje mogu izazvati nesreće, nepogode, ljudska pogreška ili prirodna katastrofa, pri čemu upravljanje rizicima teži da se smanje potencijalni negativni gubici nastali uslijed ovakvih događaja. Autori Andersen i Shroder (2010) definiraju rizik kao volatilitnost ili nepredvidivost rezultata izvedbe, gdje upravljanje rizicima omogućuje smanjenje neuspjeha uz svijest o mogućim poslovnim dobitcima povezanim s novim poslovnim prilikama. Prema navedenom, postoji strateški element u upravljanju rizicima koji uzima u obzir nove poslovne prilike ali uz određene rizike.

2.2. Strateški, operativni i financijski rizici

Pravovremena identifikacija, razumijevanje izvora i nastanka rizika ključan je element za upravljanje rizicima. Iako postoje različite metodologije i pristupi integriranom upravljanju rizicima, u nastavku će biti prikazana osnovna klasifikacija koja se javlja u većini okvira, a koja prikazuje hijerarhijske razine i odnose različitih vrsta rizika. Prema Miloš Sprčić (2013a) i Miloš Sprčić (2013b) navedena klasifikacija kategorizira rizike prema nastanku događaja te omogućuje grupiranje prema izvoru rizika i analizu utjecaju veličine rizika na realizaciju poslovnih ciljeva.

Slika 1. prikazuje hijerarhiju različitih vrsta poslovnih rizika prema Andersen i Shroder (2010). Najnižu razinu predstavljaju operativni rizici koji su najčešće uočljivi i za koje postoje uglavnom regularne metode korekcije i upravljanja kako bi se takvi rizici smanjili, ili čak uklonili. Na višoj razini nalaze se financijski rizici, a na najvišoj razini strateški rizici koji za kompaniju predstavljaju najveću prijetnju.

Slika 1 Piramida upravljanja rizicima



Izvor: prilagođeno prema Andersen, T. J., Shroder, P. W. (2010). Strategic Risk Management Practice: How to Deal Effectively with Major Corporate Exposures. New York: Cambridge, 127.

Konzultanti na SundRun Risk web stranici navode četiri vrste rizika, gdje su kao zasebna kategorija dodani Hazardni rizici, kao na Slici 2. Strateški rizici se ovdje odnose na strateško upravljanje i opstanak kompanije. Financijski rizici su oni koji utječu na poslovanje u smislu financijske održivosti. Operativni rizici su oni koji utječu na svakodnevne poslovne operacije. Hazardni rizici se javljaju u makroekonomskom okruženju te mogu biti uvjetovani političkim previranjima, pravnim okvirima, terorizmom, ratovima i prirodnim katastrofama.

Slika 2 Četiri vrste rizika



Izvor: prilagođeno prema SandRun Risk. <https://www.sandrunkrisk.com/risk-management.html>

Operativni rizici predstavljaju osnovnu skupinu rizika koji se javljaju u svakodnevnom poslovanju, a odnose se na poremećaje koji se pojavljuju svakodnevno u poslovnim procesima i na učinkovitost. Ova vrsta rizika nastaje kao rezultat neodgovarajućih procedura, propusta nastalih u internoj kontroli, radi ljudske pogreške, napada na poslovne sustave, hakerskih napada, nepredvidivih vanjskih događaja kao što su prirodne katastrofe, neusklađenosti sa zakonskom regulativom, itd. Ovi rizici se nalaze na dnu piramide što označava najmanju vrstu rizika za kompaniju, ali označava i najveću izloženost rizicima. Operativni rizici mogu nastati radi prekoračenja troškova, radi lošeg upravljanja, radi potreba optimizacije lanca opskrbe, radi usklađivanja s regulativom, radi reguliranja cijene robe, itd. Operativni rizici se uglavnom pojavljuju unutar kompanije, ali se mogu javiti i iz vanjskog okruženja, gdje ih nije moguće ukloniti niti kontrolirati. Iako je operativne rizike najjednostavnije kontrolirati i za koje uglavnom već postoje procedure, nikako ih ne treba zanemariti, osobito one koje dolaze iz vanjskog okruženja.

Financijski rizici se javljaju radi dugova i kamata, negativnih promjena cijene i imovine, radi lošeg financijskog upravljanja, gubitke imovine, radi amortizacije ili računovodstvenih problema, radi tečaja valute, ili neodržavanja obaveza poslovnih partnera zbog čega dolazi do povećanja izdataka. Prema Miloš Sprčić et al. (2016), na taj način stvaraju se različite vrste rizika, kao što su cjenovni rizik, kamatni, valutni, kreditni rizik i rizik likvidnosti. Izvor za financijske rizike su nepovoljne promjene na financijskom tržištu novca i kapitala, tj. promjene financijskih cijena poput kamatnih stopa, deviznih tečajeva i cijena financijske i realne imovine. Pri mjerenju izloženosti financijskim rizicima, najčešće se koriste kvantitativne metode kao što su rizični novčani tokovi (eng. *Cash-flow-at-Risk – CfaR*), rizične vrijednosti (eng. *Value-at-Risk – VaR*), analiza scenarija, analiza osjetljivosti, Monte Carlo simulacije i druge. Upravljanje rizicima je preteča današnjem korporativnom upravljanju rizicima (eng. *Enterprise Risk Management – ERM*). Kod financijskih rizika često se koristi strategija diversifikacije (Markowitz, 1952), koja se može predstaviti kroz modernu teoriju portfelja, gdje se ukupni rizik umanjuje kroz diversifikaciju, no gdje uvijek postoji rizik tržišta. Zbog ovog razloga, određeni broj kompanija se usmjeravana na tržište izvedenica.

Strateški rizici su oni koji mogu utjecati na cijelu kompaniju, na ostvarenje ciljeva i strategije, kao i na okolinu. Ovi rizici uključuju i buduće aktivnosti vezane uz strategiju kompanije kao što su uvođenje novih proizvoda, spajanje ili preuzimanje poduzeća, izgradnju novih objekata ili kupovinu, neprepoznavanje novih disruptivnih tehnologija kojima se uvode promjene u poslovanje, politički rizici, odlazak ključnih klijenata, rizik reputacije, intelektualni rizik, rizik brenda, itd. Ovi se rizici mogu javiti radi nedostatka potražnje, regulativnih pritisaka, pritiska cijena, stvorene nove tehnologije koja mijenja procese, problema integracije, gubitka partnera ili pada industrije ili nekog sektora, itd. Za identifikaciju se najčešće koriste SWOT i PESTLE analize i Porterov model, kako bi se analizirali unutarnji i vanjski čimbenici. Za identifikaciju rizika potrebno je provesti dubinsku analizu poslovanja kompanije, razumijevanja okruženja, a navedene metode predstavljaju široku podlogu u identifikaciji rizika. Prema Miloš et al. (2016), korporativno upravljanje rizicima (eng. *Enterprise Risk Management – ERM*) još se naziva i strateško upravljanje rizicima“ (eng. *strategic risk management*) koje utječe na strategiju kompanije i njezine vrijednosti.

Sun (2024), Kostanyan i Harutyunyan (2024), Renaldo et al. (2024) navode operativne aktivnosti, aktivnosti investiranja i financijske aktivnosti. Operativne aktivnosti odnose se

na sve transakcije osim investiranja i financiranja poduzeća, koje se mogu ostvariti prodajom proizvoda, usluga, dobara, plaćanjem unaprijed, plaćanjem zaposlenika, plaćanjem poreza, plaćanjem dobavljačima, itd. Aktivnosti investiranja odnose se na kupovinu ili prodaju imovine, dugotrajne primitke od imovine i primitke od otuđenja, akvizicije i td. Aktivnosti financiranja odnose se na aktivnosti kojima se mijenja sastav poduzeća koji se odnosi na stjecanje kapitala npr. od prodaje dionica ili primitak obveznica, ili od dugovanja, kupovine dionica, dugoročnih kredita radi kupovine opreme i posudbe.

2.3. Proces integriranog upravljanja rizicima

Prema Miloš Sprčić i Sprčić (2009), gotovo svaka kompanija izložena je korporativnim rizicima, no rizicima se vrlo često ne upravlja sistematično, nego izolirano i bez predviđene strategije. Sustavno upravljanje rizicima provodi se u cilju povećanja vrijednosti i bogatstva kompanije i radi provođenja analitike u cilju donošenja budućih poslovnih odluka.

Rizik se definira na različite načine, npr. prema Fisher i Hall (1969), kao situacije u kojima nije moguće predvidjeti budući ishod uz potpunu sigurnost.

Upravljanje rizicima definira se kao poduzimanje aktivnosti radi smanjenja negativnih utjecaja koje rizici mogu imati na poslovanje (Schmit i Roth, 1990) te često zahtijevaju znatna financijska ulaganja, iako to ne znači uklanjanje rizika. Stoga menadžment kompanije odlučuje o odabranim strategijama kojima se uravnotežuje smanjenje rizika i financijska ulaganja. Pri tome značajnu ulogu ima veličina kompanije, tržište, vrsta rizika, način razmišljanja menadžmenta i mogućnost integracije upravljanja rizicima u poslovanje poduzeća u skladu s poslovnom strategijom poduzeća.

Upravljanje korporacijskim rizicima može se promatrati kao sveobuhvatni korporativni proces koji obuhvaća i povezuje strategiju, ljude, vodstvo, tehnologiju, procese, znanje, s ciljem upravljanja kako bi se ostvarili osnovni ciljevi. Prema Miloš Sprčić et al. (2007), upravljanje rizicima može rezultirati povećanjem vrijednosti poduzeća, smanjenjem redovnih ili naknadnih troškova, smanjenjem konflikata, smanjenjem poreznih obaveza, smanjenjem rizika za popuštanjem profitabilnih investicija, itd.

Danas se sve više koristi tzv. „sveobuhvatno upravljanje rizicima“ (eng. *Integrated risk management*) primjenom kojih se identificiraju i procjenjuju rizici koji indirektno ili direktno utječu na vrijednost poduzeća, nakon čega se provodi implementacija odabrane strategije koja je komplementarna korporativnoj strategiji koja ovisi o veličini poduzeća i o

vrstama rizika. Odabrana strategija se implementira u poslovne procese kompanije. Prema Miloš Sprčić i Sprčić (2009), postoje tri osnovna načina primjene strategije sveobuhvatnog upravljanja rizicima iz kojih proizlaze instrumenti provođenja aktivnosti, pri čemu je moguća hibridna primjena strategija:

- Modifikacija poslovnih operacija kroz skup aktivnosti čiji je ukupni rezultat manja fluktuacija novčanih tokova, kao što je diversifikacija poslovnih aktivnosti
- Kupovina izvedenih vrijednosnih papira
- Prilagodba strukture kapitala kompanije, prvenstveno u domeni poslovnih financija

Prema Miloš Sprčić i Sprčić (2009), proces sveobuhvatnog upravljanja rizicima zasigurno znači kupovinu izvedenica kao što su opcije ili terminski ugovori, no oni predstavljaju samo dio cjelokupnog procesa. Autori navode da sveobuhvatno upravljanje ima prvenstveno strateški, manje operativni karakter, pri čemu strateški karakter obuhvaća sagledavanje izloženosti svim rizicima koji utječu na poduzeće. Prema navedenim autorima, u procesu sveobuhvatnog upravljanja rizicima prvi korak je identifikacija rizika, koji se mogu kretati od operativnih rizika, rizika plasiranja proizvoda, rasta cijena, gubitka kupaca, povećanja poreza, financijskih rizika (kamatnih i valutnih), regulatornih i pravnih rizika. Detaljnija analiza rizika omogućava i detaljniju procjenu učinka rizika na vrijednost poduzeća. U procesu upravljanja, menadžeri procjenjuju kojim rizicima treba upravljati na razini poduzeća, odjela ili drugih sudionika na tržištu. Za određivanje optimalne strategije potrebno je razumjeti kako pojedini rizici utječu na novčane tokove poduzeća, kao i na međusobni utjecaj rizika na poslovanje poduzeća.

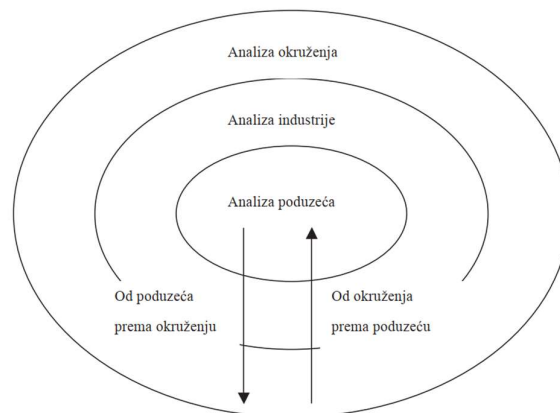
3. POSLOVNA ANALIZA KAO TEMELJ INTEGRIRANOM UPRAVLJANJU RIZICIMA

Prema Miloš Sprčić i Bedeković (2020), analiza poslovanja kompanije može se promatrati iz dvije perspektive: kroz obilježja okruženja u kojima kompanija posluje ili kroz obilježja samoga poduzeća.

Perspektiva okruženja u kojem kompanija posluje može se promatrati kao model „odozgo prema dolje“ (eng. *top-down*) gdje se polazi od makroekonomskog okruženja, tj. analize okruženja i industrije u kojoj kompanija posluje. Analizom dobivenih informacija stavlja se u kontekst poslovna i financijska stabilnost kompanije.

Perspektiva „odozdo prema gore“ (eng. *bottom-up*) promatra se od poslovanja kompanije, od poslovnih planova i strategija koje se zatim postavljaju u kontekst industrije i okruženja. Slika 3. prikazuje navedena dva pristupa. Stowe et al. (2002) navode da je, s obzirom da kreće od makroekonomskih aktivnosti, pristup *top-down* objektivniji. Takav bi pristup omogućio analizu predviđene ukupne vrijednosti prodaje za industriju i tržišni udio kompanije unutar industrije, kako bi se izračunala projekcija prihoda neke kompanije. Pristup *bottom-up* podrazumijeva agregaciju financijskog predviđanja kompanije na višu razinu, tj. na razinu industrije i zatim na makroekonomsku razinu. Poslovanje kompanije uvjetovano je makroekonomskim okruženjem te potrebama i stanjem industrije zbog čega se više odabire *top-down* pristup.

Slika 3 Pristupi analizi kompanije



Izvor: Miloš Sprčić i Bedeković (2020), prema Stowe et al. (2002)

3.1. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća

Suvremene kompanije promatraju se kao dinamički sustav, u stalnoj interakciji s okolinom. Kompanije utječu na okolinu, no isto tako primaju utjecaje iz okoline. Ukoliko utjecaj okoline počne dominirati nad kompanije, nastupa krizna situacije. Upravo ovo je razlog za stalnim nadzorom okoline kako bi se identificirale prilike i prijetnje koje proizlaze iz vanjskog okruženja te snage i slabosti koje proizlaze iz unutarnje okoline kompanije. Potrebno je prikupljati informacije iz vanjskog okruženja, koje s obzirom na promjenjivost, povećavaju neizvjesnost. Prema Buble (2020), za uspjeh kompanije izrazito je važna okolina. Prema Miloš Sprčić (2014), okruženje se može podijeliti na makro i mikro okruženje.

Makro-okruženje je okruženje na koje utječu razni čimbenici, kao što su ekonomski, politički, društveni, demografski, tehnološki, zakonodavni, ekološki, itd. Ekonomski utjecaji rezultat su gospodarskih kretanja, kupovne moći stanovništva, nezaposlenosti, godišnje stope inflacije, kamatne stope, promjene tečaja, osobna potrošnja, prilagodba industrije novim ekološkim pravilima, itd. Zakonodavni i politički utjecaji odnose se na stabilnost vlade, sporazume s drugim zemljama, na sprečavanje korupcije, na stabilnost zakona koji utječu na poslovanje, na brojne zakone kao što su Zakon o radu, Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja, Zakon o zaštiti potrošača itd. Ograničavajući faktor su i dugotrajne administrativne procedure i nekonzistentnost politike oporezivanja. Politička stabilnost također utječe na investicijsku klimu, na potrošačku moć stanovništva, na utjecaj lobija i interesnih skupina (Benko et al., 2019).

Mikro-okruženje obuhvaća industriju koju čine postojeći konkurenti, dobavljači i kupci. Rezultati analize industrije unutar koje kompanija djeluje predstavlja temelj za daljnju analizu.

Rezultati različitih analiza, kao što su PESTLE analiza, Porterov model 5 konkurentskih sila, SWOT analiza (eng. *Strengths/ Snaga, Weaknesses/ Slabosti, Opportunities/ Prilike, Threats/ Prijetnje*) predstavljaju temelj za identifikaciju i kvantifikaciju rizika, te uključuju razne kvantitativne i kvalitativne metode.

3.1.1. PESTLE analiza

PESTLE analiza se često koristi u makro-okruženju te predstavlja dobru osnovu za financijsko i poslovno planiranje. Primjenom ove analize sagledavaju se čimbenici koji imaju utjecaj na kompaniju u cjelini ili na industriju. Prema Miloš Sprčić i Bedeković (2019) i Buy (2021), ova analiza obuhvaća sljedeće čimbenike okruženja nekog poduzeća: politički (eng. Political - P), ekonomski (eng. Economic - E), društveni (eng. Social – S), tehnološki (eng. Technological – T), zakonodavni (eng. Legal – L) i ekološki (eng. Environmental - E).

Politički čimbenici u PESTLE analizi uključuju vladine politike, zakonodavne promjene i stabilnost političkog okruženja, koji mogu značajno utjecati na poslovanje. Ovi čimbenici obuhvaćaju porezne politike, trgovinske tarife, regulative o radu i zaštiti okoliša, te vanjskopolitičke odnose. Razumijevanje političkih čimbenika pomaže poduzećima da se prilagode pravnim okvirima i predvide potencijalne rizike ili prilike povezane s političkim promjenama. *Ekonomski* čimbenici u PESTLE analizi obuhvaćaju stanje gospodarstva, kamatne stope, inflaciju i nezaposlenost, koji mogu utjecati na kupovnu moć i ponašanje potrošača. Ovi čimbenici također uključuju bruto domaći proizvod (BDP), tečajeve valuta i dostupnost kreditiranja. Razumijevanje ekonomskih čimbenika pomaže poduzećima da prilagode svoje strategije kako bi se nosila s ekonomskim promjenama i optimizirala svoje financijsko upravljanje. *Društveni* čimbenici uključuju prvenstveno demografske promjene pri čemu se očekuje povećanje zaposlenog dijela stanovništva, zatim stopu rasta stanovništva, dobnu strukturu stanovništva, društvene vrijednosti, obrazovanje stanovništva, smanjenje stope nataliteta, migracije stanovništva, nedostatak određene vrste radne snage, itd. Osobiti problem predstavlja iseljavanje mladog stanovništva zbog čega je potrebno razvijati mjere kontinuiranog zapošljavanja i poticanja mladih. Prema Benko et al. (2019) ugled kompanije također predstavlja važan element na koji kompanija treba utjecati, što uključuje nagrađivanje i poticanje zaposlenika, sustavno obrazovanje zaposlenika, usavršavanje i suradnja s akademskom zajednicom te zdravlje na radnom mjestu. *Tehnološki* faktori uključuju dostup Internetu, povećanje automatizacije, inovacije, poticajna sredstva, istraživanje i razvoj, zaštitu intelektualnog vlasništva, informacijsku pismenost, itd. Osobita se pažnje posvećuje energetske učinkovitosti i održivom razvoju. *Pravni* čimbenici u PESTLE analizi obuhvaćaju zakone i regulative koje poduzeća moraju poštivati, uključujući radno pravo, zdravstvene i sigurnosne propise te zakone o zaštiti potrošača. Ovi čimbenici također uključuju intelektualno vlasništvo, konkurencijsko pravo i ekološke regulative.

Razumijevanje pravnih čimbenika ključno je za usklađenost poslovanja s važećim zakonima, smanjenje pravnih rizika i izbjegavanje kazni ili sudskih sporova.

Danas se sve više pažnje posvećuje društveno odgovornom poslovanju kroz povećanje zapošljavanja lokalnog stanovništva, donacije i sponzorstva, zapošljavanje osoba različitih profila i životne dobi. *Ekološki* čimbenici važan su faktor s obzirom na zaštitu okoliša, zaštitu zdravlja, korištenje razgradivih materijala, smanjenje štetnih plinova, korištenje obnovljivih izvora energije i primjenu tehnologije u cilju očuvanja okoliša i zdravlja ljudi.

Slika 4 PESTLE analiza

P	E	S	T	L	E
Political	Economical	Social	Technological	Legal	Environmental
Politički	Ekonomski	Društveni	Tehnološki	Pravni	Okolišni
Primjeri: <ul style="list-style-type: none"> • trenutna porezna politika • Brexit • trgovinska politika • politička stabilnost • vladina politika 	Primjeri: <ul style="list-style-type: none"> • stopa inflacije • tečajevi • ekonomski rast • kamatne stope • raspoloživ dohodak • stopa nezaposlenosti 	Primjeri: <ul style="list-style-type: none"> • životni stavovi • kulturne barijere • rast populacije • starost stanovništva • zdravstvena svijest • ciljanu demografiju 	Primjeri: <ul style="list-style-type: none"> • razina inovativnosti • automatizacija • tehnološka svijest • kibernetička sigurnost • tehnološke promjene • dostupnost/brzina interneta 	Primjeri: <ul style="list-style-type: none"> • zakoni o zapošljavanju • zakoni o diskriminaciji • zdravlje i sigurnost • zaštita autorskih prava • sigurnost potrošača 	Primjeri: <ul style="list-style-type: none"> • vrijeme • klimatske promjene • politike zaštite okoliša • pritisak NVO • recikliranje • zagađenje • održivost

Izvor: prilagođeno prema Echempraise. (2023). Navigating Business Success: The Power of PESTLE Analysis, <https://medium.com/@echempraise/navigating-business-success-the-power-of-pestle-analysis-0c50c4d66c74> (pristupljeno 16.6.2023.) Porterovih pet sila

Struktura i stanje industrije uvjetuje način organizacije poslovnih procesa, organizaciju i primjenu tehnologije, primjenu razvojnih rješenja, potrebe za inovacijama, investicije u marketing, odabire dugoročne poslovne strategije, itd. Analiza industrije uglavnom se provodi primjenom Porterovih pet konkurentskih sila. Slika 5 prikazuje Porterov model pet konkurentskih sila.

Slika 5 Porterov model pet konkurentskih sila



Izvor: Porter, M. E. (2008) The Five Competitive Forces That Shape Strategy. Harvard Business Review 86 (1), 80.

Porterovih pet sila predstavlja okvir kojim se analizira kompetitivno okruženje u kojem se kompanija nalazi. Ovim se modelom identificira i analizira pet kompetitivnih snaga koje utječu na svaku industriju, kompaniju ili poslovni sektor. Model omogućuje da se identificiraju snage i slabosti te se često koristi da bi se utvrdila strategija kompanije (Porter, 1985; Porter 1998). Porterov model može se primijeniti na segment kompanije, ili na industriju kako bi se dugoročno ostvarila ili poboljšala kompetitivna prednost. Model je dobio naziv prema profesoru Michaelu E. Porteru, profesoru na Harvard Business School, stručnjaku za strategiju i konkurenciju. Kroz ovu analizu, tvrtke mogu razumjeti svoju poziciju na tržištu i donositi strategijske odluke kako bi se bolje nosile s konkurencijom. Porterovih pet sila čine:

- **Natjecanje između postojećih konkurenata** (eng. *Rivalry among Existing Competitors*) se nalazi u središtu samoga modela te procjenjuje koliko je jaka konkurencija među postojećim kompanijama u industriji. Ova sila se smatra najvažnijom konkurentskom snagom koja izravno utječe na konkurentsku strategiju, koja uključuje što bolje pozicioniranje na tržištu u odabranom segmentu i postizanje što boljeg uspjeha na tržištu. Ako je konkurencija visoka, to može smanjiti profitabilnost jer poduzeća moraju smanjivati cijene ili poboljšavati proizvode i usluge kako bi privukla kupce. Ako je konkurencija slabija, poduzeća imaju više prostora za postizanje veće profitabilnosti. Natjecanje između konkurenata javlja se u različitim oblicima kao što je uvođenje novih proizvoda, snižavanje cijena, marketinške kampanje, poboljšanje usluga, itd. Jačina konkurentске borbe je time

veća što je veći broj kompanija koje imaju sličan udio u tržištu. Na snagu konkurencije također utječe i niža stopa rasta određene industrije, jer se svaka kompanija bori za svoj udio na tržištu. Cjenovna konkurencija je tim oštrija ukoliko su proizvodi istovjetni a troškovi prelaska kupaca vrlo mali.

- **Prijetnje novih konkurenata na tržištu** (eng. *Threat of New Entrants*) mogu uzrokovati brojne probleme. Ova sila analizira koliko je lako ili teško novim poduzećima da uđu na tržište i postanu konkurencija postojećim igračima. Visoka prijetnja novih ulazaka znači da postoji niska prepreka za ulazak novih poduzeća, što povećava konkurenciju i može smanjiti profitabilnost postojećih igrača. S druge strane, niska prijetnja novih ulazaka znači da postoji visoka prepreka za ulazak novih poduzeća, što može osigurati stabilnost i veći profit postojećih igrača.
- **Prijetnja zamjenski proizvoda/ supstituta** (eng. *Threat of Substitute Products*) procjenjuje koliko su zamjenski proizvodi dostupni na tržištu. Ako postoji veliki broj zamjenskih proizvoda, to može ograničiti cijene i profitabilnost poduzeća. Potrošači mogu jednostavno preći na zamjenske proizvode koji su povoljniji ili bolji. Ako su zamjenski proizvodi rijetki, to može povećati cijene i profitabilnost poduzeća. Navedeni supstituti trebaju zadovoljavati najviše standarde koja su propisala nadležna tijela.
- **Pregovaračka snaga kupaca** (eng. *Bargaining Power of Buyers*) procjenjuje kolika je snaga kupaca prema kompaniji. Kupci mogu u određenoj mjeri utjecati na cijenu proizvoda i usluga te ukoliko imaju veću pregovaračku snagu mogu zahtijevati niže cijene i bolje uvjete. Kompanija treba s kupcima graditi partnerski odnos povjerenja u svim fazama suradnje. Na cijenu proizvoda znatno utječu cijene sirovina, materijala, troškova ili valutni rizik te se mogu usklađivati na mjesečnoj, kvartalnoj, polugodišnjoj ili godišnjoj razini. Ako su dobavljači manje snažni, kompanija tada ima veću kontrolu nad cijenama i uvjetima, što može povećati profitabilnost.
- **Pregovaračka snaga dobavljača** (eng. *Bargaining Power of Suppliers*) analizira koliko su snažni dobavljači u odnosu na poduzeće. Ako su dobavljači snažni, tada imaju veću pregovaračku snagu te utjecati na profitabilnost kompanije, kroz nametanje cijena ili određivanje uvjeta. Ako su dobavljači manje snažni, kompanija može imati veću kontrolu nad uvjetima i cijenama i tada povećati profitabilnost.

Pregovaračka snaga očituje se i u mogućnostima suradnje osobito s lokalnim dobavljačima što u hitnim situacijama omogućuje veću fleksibilnost kompanije.

3.1.2. Generičke konkurentske strategije

Analiza konkurentske strategije jedna je od strategija koje se primjenjuju radi stjecanja konkurentske prednosti i radi što uspješnijeg savladavanja pet konkurentske sile unutar industrije. Konkurentska prednost se javlja kada kompanija uspješnije privlači kupce, kada proizvodi proizvode ili usluge po povoljnijoj cijeni. Prema Tipurić (2010), Porter je analizirao konkurentske prednosti i širinu konkurentske područja te predložio tri generičke konkurentske strategije: strategiju troškovnog vodstva, strategiju diferencijacije i strategiju fokusiranja, razlikujući fokusirano troškovno vodstvo i fokusiranu diferencijaciju.

Slika 6 Generičke konkurentske strategije



Izvor: Porter, M. E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: The Free Press, 39.

Generičke strategije u poslovanju su osnovne strategije koje organizacija može primijeniti kako bi postigla konkurentske prednosti na tržištu. Ove strategije su definirane na temelju kombinacije ciljnog tržišta i konkurentske prednosti. Prema Porter (1985), tri osnovne generičke strategije su:

- **Strategija troškovnog vodstva:** Ova strategija se temelji na postizanju najnižih troškova u industriji. Organizacija usmjerava svoje resurse na učinkovitu proizvodnju, smanjenje troškova nabave, optimizaciju logistike i slične aktivnosti kako bi postigla konkurentske cijene. Ovaj pristup omogućuje organizaciji da privuče kupce putem nižih cijena od konkurencije.

- **Strategija diferencijacije:** Ova strategija se temelji na stvaranju jedinstvenih proizvoda ili usluga koji se razlikuju od konkurencije i koje kupci smatraju vrijednima. Organizacija ulaže u inovacije, kvalitetu, dizajn ili brendiranje kako bi se postigla visoka percepcija vrijednosti. Diferencijacija može omogućiti organizaciji da postavi više cijene za svoje proizvode ili usluge.
- **Fokusna strategija:** Fokusna strategija temelji se na usmjerenosti na određeno tržište, segment ili ciljnu skupinu kupaca. Organizacija se usredotočuje na razumijevanje specifičnih potreba i zahtjeva ciljnog tržišta te na pružanje proizvoda ili usluga koje zadovoljavaju njihove potrebe na najbolji način. Fokusna strategija može se primijeniti i u diferencijaciji i u troškovnom vođenju.

Organizacije mogu odabrati kombinaciju generičkih strategija ovisno o svojim specifičnim ciljevima, industriji, tržištu i konkurenciji. Također se mogu se primijeniti i dodatne strategije poput strategije rasta, strategije inovacija ili strategije partnerstva kako bi se postigla dodatna konkurentna prednost.

Odabirom određene strategije, kompanija se može uspješnije nositi s konkurentskim silama unutar industrije, koje je definirao Porter te steći prednost pred ostalim konkurentima. Konkurentna prednost se ostvaruje kada kompanija može biti najniži troškovni proizvođač u svojoj industriji za slične proizvode ili usluge i ponuditi proizvode ili usluge po najnižim cijenama ili kada je uspješna u privlačenju novih kupaca. Cilj ove strategije jest osigurati konkurentsku prednost putem smanjenja cijena i/ili povećanja profitabilnosti poduzeća.

Strategija troškovnog vodstva se, prema Fučkan i Sabol (2013), ostvaruje kada kompanija nudi proizvod koji je kvalitetom isti ili približan konkurentskom proizvodu, ali uz nižu cijenu. Kroz proizvodnju većih količina istih proizvoda poduzeće nastoji iskoristiti troškovne prednosti. Prema Miloš Sprčić i Bedeković (2019) ova strategija postiže veći uspjeh u industriji gdje se ne događaju velike marketinške i tehnološke promjene, nego kada je osnovna konkurentna sila cjenovna konkurencija, kada su kupci osjetljivi na cijene, a proizvod je homogen i jednostavnog dizajna. Ovdje se javljaju i rizici za kompanije koje grade prednost na niskim troškovima, a koji se odnose na nesigurnu okolinu, nestabilno tržište, mogućnost kopiranja, kratkoročnost marketinških poruka, porast potrebe za diferencijacijom (Tipurić, 2010).

Michael Porter (1998) je identificirao da kompanije koje uspješno primjenjuju *strategiju troškovnog vodstva* imaju sljedeće karakteristike:

- *Pristup masovnoj proizvodnji*: Poduzeća koja postižu konkurentske prednosti putem strategije troškovnog vodstva obično se oslanjaju na masovnu proizvodnju kako bi iskoristila ekonomiju obujma.
- *Učinkovitost u lancu opskrbe*: Upravljanje učinkovitim lancem opskrbe, uključujući dobavljače, proizvodnju, distribuciju i prodaju, ključno je za postizanje niskih troškova.
- *Inovacije u procesima*: Korištenje inovativnih procesa i tehnologija kako bi se smanjili troškovi proizvodnje.
- *Učinkovito upravljanje troškovima*: Stalno praćenje i upravljanje troškovima ključno je za održavanje konkurentske prednosti na tržištu.

Osnovna ideja iza strategije troškovnog vodstva je ponuditi proizvode ili usluge po nižoj cijeni od konkurencije, što može privući veći broj kupaca i stvoriti lojalnost prema brendu. Međutim, važno je napomenuti da se strategija troškovnog vodstva ne usredotočuje samo na smanjenje troškova, već također zahtijeva održavanje kvalitete i funkcionalnosti proizvoda ili usluga kako bi zadovoljila potrebe kupaca. Konkurentska prednost koju poduzeće ostvaruje putem strategije troškovnog vodstva može biti dugotrajna ako poduzeće održava svoju efikasnost i kontinuirano unaprjeđuje svoje procese. Međutim, kako tržište evoluirá, konkurencija se može prilagoditi ili se mogu pojaviti novi tehnološki napreci koji mijenjaju dinamiku konkurentske prednosti. Stoga, poduzeća moraju biti fleksibilna i prilagodljiva kako bi održala svoj položaj na tržištu.

Strategija kvalitativne diferencijacije ili razlikovanja temelji se na ideji stvaranja proizvoda ili usluga koje su jedinstvene i prepoznatljive na tržištu kako bi se stvorila konkurentska prednost. Strategija se može primijeniti u najrazličitijim vrstama industrije. Glavni je cilj ove strategije osigurati da proizvod ili usluga ima dodanu vrijednost. Upravo ova dodana vrijednost može potaknuti kupce na odabir proizvoda iz odabrane kompanije, umjesto konkurentske kompanije. Svrha je stvoriti lojalnost kod kupaca i preferencije za odabranu kompaniju. Osnovni elementi strategije kvalitativne diferencijacije uključuju sljedeće:

- *Jedinstvene karakteristike proizvoda ili usluge*: Proizvod ili usluga moraju imati jedinstvene značajke koje se razlikuju od konkurentske kompanije, što može biti inovativni dizajn, nova funkcionalnost, kvalitetan materijal ili jednostavno

jedinstvena marka koja izaziva emocionalnu povezanost s kupcima, bez obzira na djelatnost kompanije, uključujući različite vrste proizvoda ili usluga.

- *Uspostavljanje pozitivnog brenda:* Brendiranje je ključno za strategiju kvalitativne diferencijacije. Izgradnja pozitivnog imidža i reputacije na tržištu može pomoći u stvaranju lojalnih kupaca koji su spremni platiti višu cijenu zbog prepoznatljive marke.
- *Visoka razina kvalitete:* Proizvod ili usluga moraju biti visoke kvalitete kako bi zadovoljile očekivanja kupaca. Kvaliteta ne odnosi se samo na fizičke karakteristike proizvoda, već i na korisničko iskustvo, podršku kupcima i postprodajne usluge.

Strategija kvalitativne diferencijacije može biti zahtjevna jer zahtijeva značajna ulaganja u istraživanje i razvoj, inovacije, brendiranje te održavanje visoke kvalitete proizvoda ili usluge. Međutim, ako se uspješno primijeni, ova strategija može stvoriti snažnu konkurentsku prednost koja će omogućiti dugoročni uspjeh na tržištu.

Strategija fokusiranja

Ova strategija je usmjerena na specifično ciljano tržište, na određeni segment kupaca ili na odabranu proizvodnu liniju, s ciljem ostvarivanja konkurentske prednosti u uskom području. Porter je identificirao dvije varijante strategije fokusiranja:

- *Fokusiranje na troškovnu prednost* (eng. *Cost Focus*): U ovoj varijanti, kompanija se usmjerava na pružanje proizvoda ili usluga niže cijene u odabranom specifičnom segmentu tržišta. Kompanija može postići konkurentsku prednost kroz učinkovitiju proizvodnju, smanjenje nepotrebnih troškova i optimizaciju lanca opskrbe.
- *Fokusiranje na diferencijaciju* (eng. *Differentiation Focus*): Ovdje je kompanija usmjerena na specifičnu skupinu kupaca koja cijeni jedinstvene značajke i dodanu vrijednost proizvoda ili usluge. Ova strategija istražuje i nastoji razumjeti jedinstvene potrebe i preferencije kako bi stvorila proizvode ili usluge koje su posebno prilagođene ciljanoj skupini kupaca.

Strategija fokusiranja predstavlja izazov jer zahtijeva precizno ciljanje, ali može biti vrlo učinkovita kada kompanije pravilno prepozna i zadovolji potrebe određenog specifičnog segmenta tržišta. Ova strategija omogućuje manjim poduzećima da se natječu s većim igračima na tržištu i ostvare uspjeh putem specijalizacije i ciljanog pristupa.

3.1.3. SWOT analiza

SWOT analiza, akronim engleskih izraza (**S**-strenghts, **W**-weaknesses, **O**-opportunities, **T**-threats) označavajući model za analizu *Snage*, *Slabosti Prilike* i *Prijetnje* kompanije (Gürel i Tat, 2017; Helms i Nixon, 2010). To je kvalitativna metoda, jedna od najčešće korištenih za analizu unutarnjeg okruženja kompanije. Osim unutarnjeg okruženja koje se analizira kroz dimenziju *Snage* i *Slabosti*, ova analiza identificira vanjske prilike kroz dimenzije *Prilike* i *Prijetnje*, koje mogu utjecati na uspjeh poslovanja kompanije. SWOT analiza daje ključne za informacije za donošenje odluka i uspješno vođenje poslovanja te se koristi kao alat za evaluaciju usklađenosti poslovanja kompanije s vanjskim uvjetima i kao alat u izradi strateškog plana. Prema Pfeifer (2010), Snage i Slabosti mogu se povezati s unutrašnjim, a Prilike i Prijetnje s vanjskim čimbenicima.

Proces započinje identifikacijom četiri osnovne dimenzije nakon čega se provodi rangiranje prema značajnosti i vjerojatnosti pojavljivanja. Od ključnog je značaja ne razmatrati svaku cjelinu zasebno nego povezati njihove međusobne utjecaje kako bi se što kvalitetnije iskoristila konkurentna prednost, kako bi se zaštitilo od prijetnji i kako bi se identificirale strateške alternative.

Snage predstavljaju sve materijalno i nematerijalno što kompanija posjeduje, a što vodi ka povećanju konkurentnosti. *Slabosti* čine svi elementi koji predstavljaju slabe točke i nedostatke kompanije. *Prilike* i *Prijetnje* se očituju kroz vanjsku okolinu koja djeluje na kompaniju i koja može ubrzati, usporiti ili onemogućiti ostvarenje ciljeva.

Tablica 1 SWOT matrica

SNAGE	SLABOSTI	PRILIKE	PRIJETNJE
Koje su to jedinstvene značajke kojima se kompanija razlikuje od konkurencije?	Koje su slabosti ove kompanije?	Koji se vanjski čimbenici mogu iskoristiti ako se ukaže prilika i pronadu resursi?	Postoje li promjene u potražnji klijenata/ potrošača kojima se traže nove karakteristike proizvoda ili usluga?
Jesu li prednosti dovoljno iskorištene?	U čemu su ove usluge ili proizvodi slabiji od sličnih proizvoda na tržištu?	Koje su to atraktivne prilike koje postoje na tržištu?	Kojim aktivnostima konkurencija potiskuje razvoj i plasman proizvoda?
Zbog čega kupci preferiraju ovu kompaniju u odnosu na ostale kompanije?	Što i kako konkurencija bolje radi?	Koji su i kako utječu novi trendovi?	U kojoj mjeri i zbog kojih razloga promjene iz okruženja nanose štetu položaju kompanije?
Postoje li i koje su to usluga ili proizvodi koje konkurenti ne mogu imitirati?	Jesu li konkurenti osvojili neki tržišni segment?		

Izvor: prilagođeno, Miloš Sprčić, D. (2013a). *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, 101.

3.1.4. TOWS matrica

Obzirom da SWOT analiza ne pokazuje veze između unutarnjih i vanjskih čimbenika, često radi TOWS matrica (Wehrich, 1982; Gonan Božac, 2008) koja pronalazi odnose između četiri navedene komponente te daje osnovu za izradu buduće strategije. U TOWS matrici snage i slabosti se povezuju s vanjskim prilikama i prijetnjama kako bi se kreirale četiri vrste strategija: SO (snage-prilike), WO (slabosti-prilike), ST (snage-prijetnje) i WT (slabosti-prijetnje). Ovaj pristup pomaže organizacijama da bolje iskoriste svoje prednosti, smanje slabosti, iskoriste prilike i zaštite se od prijetnji. TOWS matrica je posebno korisna za identifikaciju praktičnih strateških akcija koje se mogu implementirati kako bi se poboljšala konkurentska pozicija organizacije. Iako je ovo subjektivna metoda, to je jedan od najboljih načina prikazivanja usklađenosti resursa poduzeća s njegovim okruženjem (Miloš Sprčić i Bedeković, 2019).

Slika 7 TOWS matrica

Unutarnje Vanjsko	snage (S)	slabosti (W)
	prilike (O)	prijetnje (T)
	SO strategija (maxi-maxi)	WO strategija (mini-maxi)
	ST strategija (maxi-mini)	WT strategija (mini-mini)

Izvor: Wehrich, H. (1982). The TOWS Matrix – A Tool for Situational Analysis. Long Range Planning 15 (2), 60.

SO strategija (maxi-maxi) se primjenjuje u situaciji u kojoj se želi naći svaka kompanija, kada se nastoje u najvećoj mogućoj mjeri iskoristiti *Prednosti* kompanije i *Prilike*. U ovoj strategiji kompanija koristi svoju unutarnju snagu kako bi iskoristila prilike na tržištu (npr. kompanija može iskoristiti vlastite snage ukoliko postoji potražnja za npr. luksuznim proizvodima).

WO strategija (mini-mini) se primjenjuje kada kompanije pokušava prevladati *Slabosti* kompanije i iskoristiti *Prilike* na tržištu. U ovoj strategiji kompanija može prepoznati *Prilike* na tržištu, ali ih zbog vlastitih *Slabosti* ne može iskoristiti (npr. ukoliko kompanija ne posjeduje tehničku opremu ili obrazovani kadar za proizvodnju određenog proizvoda za kojim postoji potražnja). Kao moguće rješenje javlja se suradnja s drugom kompanijom koja posjeduje tražene resurse, ili zapošljavanje novog osoblja ili najam/ kupovina opreme.

ST strategija (maxi-mini) se primjenjuje kada kompanija raspolaže vlastitim *Snagama* kako bi se nosila s *Prijetnjama* iz okruženja, pri čemu je cilj maksimizirati vlastite *Snage*, a *Prijetnje* svesti na najmanju moguću mjeru. U ovoj strategiji npr. kompanija s jakim financijskim mogućnostima može sniziti cijene i na taj način smanjiti *Prijetnje* konkurencije.

WT strategija (mini-mini) se primjenjuje kad kompanija ima vlastite *Slabosti* s obzirom na *Prijetnje* iz okoline. Kompanija koristi krajnju obrambenu strategiju kako bi se smanjile slabosti i izbjegle *Prijetnje*, kako bi opstala na tržištu. Prema Wehrich (1982) kao alternativna strategija, može se koristiti spajanje kompanija ili smanjenje opsega poslovanja.

TOWS matricu potrebno je ažurirati zbog dinamičnog poslovanja i promjena u okolini i na tržištu. Uspostavljanjem veza između vanjskih i unutarnjih čimbenika, moguće je steći uvid u strateške alternativne strategije kako bi se stekla konkurentna prednost.

3.2. Metode procjene vrijednosti poduzeća

Vrednovanje poduzeća je ključni proces kojim se određuje vrijednost poduzeća i njenih udjela. Dobivena vrijednost ključna je pri donošenju strateških odluka kao što su prodaja poduzeća, spajanja i preuzimanja, izdanje dionica ili promjena strukture kapitala.

Krajnji cilj integriranog upravljanja rizicima je procjena utjecaja rizika na vrijednost kompanije. Analizom utjecaja rizika i kroz aktivnosti upravljanja rizicima, moguće je povećati zaradu i vrijednost kompanije, što predstavlja osnovni cilj poslovanje kompanije i dioničara. Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) ističu važnost vrednovanja kompanije radi boljeg donošenja financijskih i investicijskih odluka, kao i kod odabira investicija kod strukturiranja financijskog portfelja, ili kod preuzimanja društva i utvrđivanja kupoprodajne cijene. Da bi se provelo vrednovanje kompanije, potrebno je odabrati odgovarajuću metodu.

Prema Miloš Sprčić, Orešković Sulje (2012.) nekoliko koncepata vrijednosti osnova su za različite modele vrednovanja poduzeća.

Koncept knjigovodstvene vrijednosti kao podlogu pretpostavlja bilancu poduzeća te je orijentiran prošlosti. Utvrđuje vlasničku glavnica kao razliku procijenjene vrijednosti imovine temeljene na povijesnim cijenama i knjigovodstvene vrijednosti obveza (Orsag, 1997). To je iznos koji ostaje nakon što se od ukupne nabavne vrijednosti imovine oduzmu sve akumulirane amortizacije (u slučaju dugotrajne imovine) ili umanjena vrijednosti.

Likvidacijska vrijednost predstavlja vrijednost poduzeća u slučaju rasprodaje imovine te je karakterističan za poduzeće u krizi (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Temelj ove metode još jedanput je imovina. To je procijenjena vrijednost imovine kompanije u slučaju njenog likvidiranja, odnosno rasprodaje imovine s ciljem podmirivanja obaveza prema vjerovnicima. Likvidacijska vrijednost zatim biva uspoređena s vrijednošću nakon sanacije (Ibid., str. 20.) Ukoliko je likvidacijska vrijednost veća od od vrijednosti koja bi se postigla sanacijom kreće se u postupak likvidacije.

Tržišna vrijednost je odnosi se na procijenjenu vrijednost na otvorenom tržištu, odnosno cijenu po kojoj bi ta imovina mogla biti kupljena ili prodana u trenutačnim tržišnim uvjetima prema fer vrijednosti. To je vrijednost koju spremni kupac i spremni prodavač dogovore u transakciji pod uvjetom da niti jedna strana nije prisiljena kupiti tj. prodati (Stowe et al., 2002). Pretpostavimo li da je imovina društvo čije dionice kotiraju na burzi, tržišna vrijednost u tom bi slučaju bila vrijednost ostvarena u trenutku kupoprodaje pod pretpostavkom da instrumenti financiranja društva kotiraju na transparentnim i organiziranim tržištima (Orsag, 1997).

3.2.1. Koncept ekonomske vrijednosti

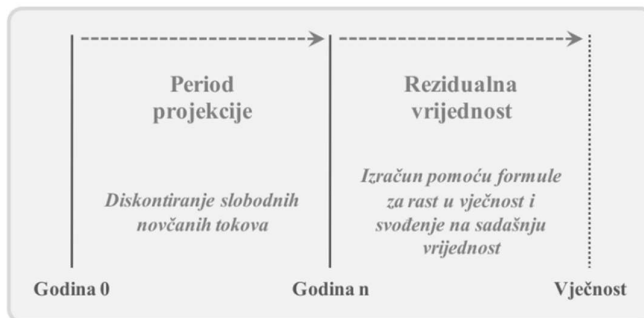
Ključni koncept u postupku procjene vrijednosti kompanije je koncept ekonomske vrijednost. Ekonomska vrijednost kompanije odnosi se na procjenu vrijednosti zasnovanu na profitnoj snazi imovine (Miloš Sprčić, Orešković Sulje, 2012). Ova metoda nadilazi pogled ostalih modela fokusirajući se na učinkovitost poduzeća pri korištenju svoje imovine kako bi ista generira novčane tokove u budućnosti. Budući da je metoda okrenuta budućnosti ekonomska vrijednost poznata je i pod nazivom going-concern vrijednost koja se temelji na pretpostavci neograničenog poslovanja odnosno kontinuiranog generiranja novčanih tokova, dobiti i dividendi. Uzima u obzir vremensku vrijednost novca jer se računa na temelju diskontiranih očekivanih dohodaka odnosno novčanih tokova (Orsag, 1997). Osnovne vrste modela vrednovanja proizašle iz *going-concern* koncepta jesu apsolutni i relativni modeli (Stow et al., 2002.)

Apsolutni modeli vrednovanja modeli su sadašnje vrijednosti od kojih je najpoznatiji te najčešće korišten model diskontiranih novčanih tokova (DCF), (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012) koji je fokus ovoga rada. Ova metoda procjenjuje sadašnju vrijednost budućih novčanih tokova koje kompanija očekuje generirati temeljem pro forma prognoze (Kaplan, 2009). Prema Miloš Sprčić, Čosić (2008), budući novčani tokovi imaju neposredan učinak na vrijednost poduzeća tj. na osnovi cilj poslovanja, povećanje bogatstva vlasnika. Ključna prednost DCF metode je ta što omogućuje analizu na temelju predviđenih performansi kompanije, uzimajući u obzir kako unutarnje tako i vanjske čimbenike koji mogu utjecati na poslovanje. Prema Kaplan (2009) šest je osnovnih koraka pri procjeni vrijednosti DCF metodom:

1. Utvrditi koji je model najprikladnije koristiti u analizi – najčešće se koriste dvoperiodni ili troperiodni model
2. Razraditi pro forma izvještaje koji će biti temelj analize
3. Izračunati slobodne novčane tokove koristeći pro forma financijske izvještaje
4. Diskontirati slobodne novčane tokove koristeći prikladnu diskontnu stopu koja najčešće biva prosječni ponderirani trošak kapitala - WACC
5. Odrediti rezidualnu/terminalnu vrijednost (RV) te ju diskontirati na sadašnju vrijednost koristeći modela konstantnog rasta ili upotrebom tržišnog multiplikatora
6. Zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove i diskontiranu rezidualnu vrijednost da bi se utvrdila vrijednost procjenjivanog poduzeća.

Slika 8 prikazuje komponente vrijednosti u modelu procjene DCF metodom. Primjećuje se da model u obzir uzima razdoblje projekcije tokom kojega se ostvaruju izračunati novčani tokovi te razdoblje rezidualne vrijednosti koje je razdoblje kontinuiranog rasta. Ove dvije komponente svode se na sadašnju vrijednost diskontiranjem te se zbrajaju.

Slika 8 Komponente vrijednost DCF modela



Izvor: Euromoney Training EMEA (2005) Corporate Valuation. Popratni materijal edukacijskog tečaja, str. 88.

Osim DCF modela, vrijednost se može procijeniti i kroz model rezidualnog dohotka koji se temelji na očekivanom rezidualnom dohotku kojega će poduzeće ostvariti u budućem analiziranom razdoblju (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Prema CIMA (2004) važnost ove metode prilikom procjene vrijednosti poduzeća upravo je mogućnost njezine vertikalne primjene u organizacijskoj strukturi poduzeća. U obzir uzima stvaranje vrijednosti poduzeća na svim razinama i svim odjelima stoga definira generatore vrijednosti u poduzeću te odgovornost delegira prema svakome od njih.

Treći apsolutni model vrednovanja kojega autori navode upravo je model diskontiranih dividendi no primjenjiv je samo za ona poduzeća koja redovito isplaćuju dividende. Prema ovom modelu, vrijednost dionice je jednaka sadašnjoj vrijednosti diskontiranih budućih dividendi koje investitor očekuje primiti.

Osim apsolutnih, vrednovanje se može provesti i relativnim modelima koji u obzir uzimaju usporedive vrijednosti imovine kao novčanih tokova, dobiti, prihoda i sl. Vrijednost kompanije procjenjuje u odnosu na slične kompanije u industriji, koristeći multiplikatore kao što su omjeri cijene i zarade (P/E), cijene i knjigovodstvene vrijednosti (P/B), omjeri vrijednosti poduzeća prema EBITDA (EV/EBITDA). Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) ideja jest da bi se usporedive vrste imovine trebale prodavati po sličnim cijenama. Upravo iz tog razloga metoda multiplikatora jedna je od najjednostavnijih i najčešće korištenih metoda.

3.2.2. Metode analize rizika novčanih tokova

Najčešće korištene kvantitativne metode izloženosti rizicima jesu rizična vrijednost (eng. *Value at Risk*) te rizični novčani tok (Miloš Sprčić, 2014). Prilikom kvantifikacije rizika koja će služiti kao temelj za njihovo mapiranje, za poduzeća u realnom sektoru kao što je Pevex d.d., najčešće se koristi metoda rizičnih novčanih tokova (eng. *Cash-Flow at Risk - CFaR*), koja počiva na diskontiranim novčanim tokovima.

Budući da je novac vrijedniji danas nego u budućnosti, očekivane novčane tokove nekog poduzeća potrebno je diskontirati uz prosječni ponderirani trošak kapitala (eng. *Weighted Average Cost of Capital - WACC*) koji se zasebno računa za svako poduzeće.

Novčani tok pri Riziku

Izrada mape rizika je subjektivna metoda koja predstavlja polazišnu točku za daljnju kvantifikaciju rizika. Za kvantitativnu procjenu rizika koriste se različite metode, no najpoznatije su metode novčanog tok pri riziku te vrijednost pri riziku. Ove procjene omogućuju bolje razumijevanje pojedinačnih rizika i njihov doprinos u ukupnom riziku. Također, omogućuju i izradu kvalitetnije mape rizika koja sadrži kvalitativne elemente i kvantifikaciju utjecaja pojedinih identificiranih rizika.

Novčani tok pri Riziku (eng. *Cash Flow at Risk - CFaR*) je uz Vrijednost pri Riziku (eng. *Value at Risk - VaR*) jedna od temeljnih metoda za kvantifikaciju izloženosti rizicima u realnom i financijskom sektoru. Obe metode mogu se koristiti za procjenu rizika, no odabir ovisi o postojećim dostupnim podacima i o karakteristikama kompanije za koje se provodi procjena rizika. Osim znanja, iskustva i vještina u području poslovanja kompanije, potrebna su znanja statistike, tehnička znanja, analitike, logike i zdravorazumskog zaključivanja. Kvantitativna analiza slijedi nakon kvalitativne analize, kojom su utvrđeni rizični događaji koji najviše utječu na poslovanje kompanije. Kvantitativnom analizom nastoji se objektivno procijeniti rizik.

Prema Miloš Sprčić i Radić (2011) prednost VaR metode jest da se očekivana distribucija negativnih rezultata sažimlje u jedan broj. No ova metoda nije odgovarajuća za realni sektor niti je prikladna kod integriranog upravljanja poslovnim rizicima. Prema Culp (2002), ova se mjera uglavnom koristi za kraći vremenski period i više kod financijskih rizika te se koristi za izračun maksimalnog iznosa gubitka koje financijski portfelj može dosegnuti u 95% ili 99% slučajeva u jednome ili nekoliko dana. Ova metoda ne daje odgovarajuće informacije ako se želi izračunati rizik za duži vremenski period niti za procjenu da li će vrijednost pasti

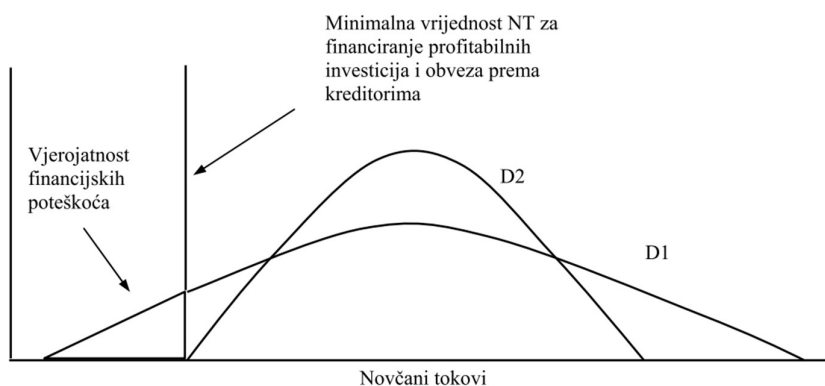
ispod neke kritične vrijednosti, jednako kao što se za to ne koriste niti standardne mjere kao varijanca ili standardna devijacija.

CFaR metoda primjenjuje simulacije novčanih tokova te radi procjenu financijskih poteškoća kroz duže razdoblje. Da bi se provela kvantifikacija ove metode, potrebno je ugraditi ju u model procjene vrijednosti poduzeća temeljem prognoze budućih novčanih tokova. Time se analizira osjetljivost kompanije na promjenu odabranih varijabli na koje utječe izloženost određenim rizicima. Time je menadžerima omogućena kvantifikacija različitih poslovnih rizika na novčane tokove i vrijednost kompanije te donošenje odluke kojim rizicima treba upravljati.

Kompanije iz realnog sektora usmjerene su na povećanje vrijednosti, a zarada i novčani tokovi osnovni pokazatelji uspješnosti. Kompanije planiraju novčane tokove od različitih vrsta aktivnosti kako bi osigurale likvidnost za svakodnevno poslovanje. Prema Froot et al. (1993) nedostatak internih sredstava onemogućuje profitabilne investicije, zbog čega se provodi program upravljanja rizicima.

Slika 9 prikazuje utjecaj upravljanja rizicima na vrijednost rizičnih novčanih tokova, prema Miloš Sprčić i Radić (2011) na kojoj je vidljiva vrijednost novčanih tokova prije hedginga (D1) i nakon hedginga (D2), što ukazuje na smanjenje financijskih poteškoća.

Slika 9 Vrijednost novčanih tokova pri riziku



Izvor: Miloš Sprčić i Radić (2011). Kvantifikacija izloženosti rizicima – usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu 9 (1).

Kompanije iz realnog sektora uglavnom provode analizu novčanih tokova kroz dulje vremensko razdoblje, za razliku od financijskih institucija koje provode kratkoročne analize financijskih portfelja. Kompanije iz realnog sektora koriste fleksibilne metode uzimajući u

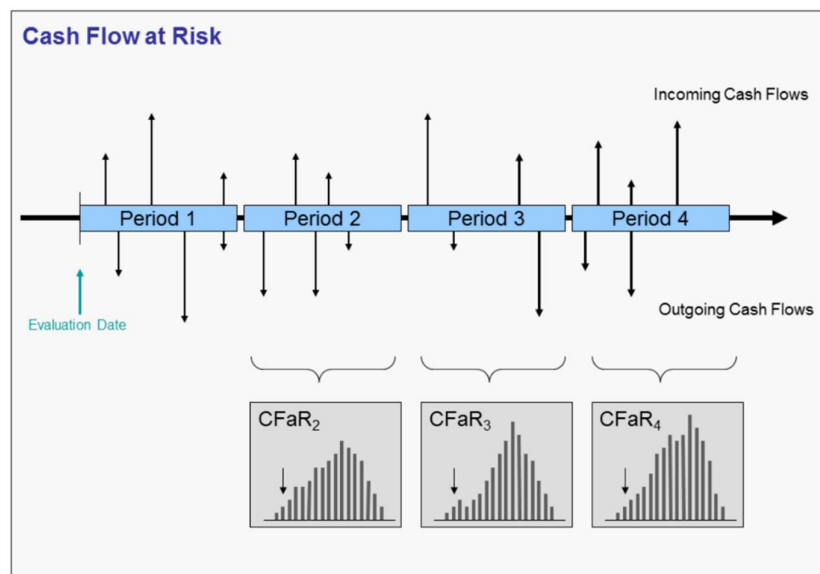
obzir operativno poslovanje, pri čemu je, prema Wiedemann et al. (2005), temeljni faktor rizika neizvjesnost kretanja budućih novčanih tokova. Iako postoji nekoliko modela za izračun CFaR metode, grupa za izračun mjera rizika Risk Metrics Group (1999) izradila je model koji se često koristi kako bi se unaprijedila strategija kompanije kod dugoročnog planiranja, uključujući planiranje strukture kapitala, procjenu gotovinskih rezervi za podmirivanje dugova u slučaju pada zarade i informiranje donositelja odluke o strategiji upravljanja rizicima.

Novčani tok pri Riziku je mjera rizika koja daje informacije o vrijednosti potencijalnih nedostatak u novčanom toku u budućem razdoblju i vjerojatnost kojom navedeni nedostaci neće prekoračiti određenu vrijednost. Prema izvoru na webu (SAP documentation), Novčani tok pri Riziku $CFaR_j$ za buduće razdoblje j ($j=1, \dots, n$) je funkcija rizičnih faktora tržišta rf_1 , kao što su promjene tečaja, kamatne stope ili cijene robe.

$$CFaR_j = CFaR_j (rf_1, \dots, rf_n)$$

Slika 10. prikazuje Novčani tok pri Riziku koji se može računati za pojedino razdoblje npr. tromjesečje ili za duži period.

Slika 10 Novčani tok pri Riziku



Izvor: SAP documentation. Cash Flow at Risk (CFaR),

https://help.sap.com/docs/SAP_ERP/67736291c0b44497b496de907e054745/70ee5953c91eff4fe1000000a44176d.html

Pomoću modela rizičnih novčanih tokova prikazuje se distribucija vjerojatnosti budućeg novčanog toka poduzeća te se može procijeniti vjerojatnost nastupanja nepovoljnih događaja koji mogu prouzročiti značajan pad zarada i novčanih tokova poduzeća. Dobra je dobra mjera za svakog menadžera kompanije jer pomaže u razumijevanju dinamičnosti tržišnih kretanja te daje uvid u moguću volatilnost novčanih tokova. CFaR se uglavnom oslanja na rizike koji utječu na novčane tokove, tako da nerijetko zanemaruje političke i slične rizike. Ova metoda daje poslovodstvu novi pogled na isplativost potencijalnih projekata i strateških odluka te može utjecati na odluke o strukturi vlastitog ili tuđeg financiranja (Özvural, 2004).

Monte Carlo simulacija

Monte Carlo simulacija metoda je analize rizika koja koristi sekvence slučajnih brojeva za izvođenje simulacije (Limić, 2002). Prema navedenom, ova je metoda za generiranje N hipotetskih prinosa se ne temelji na opaženim promjenama tržišnih faktora tijekom proteklog razdoblja, nego se nasumice uzimaju statističke distribucije za koje se smatra da mogu predstaviti moguće promjene tržišnih faktora. Ova metoda zahtijeva pretpostavke o strukturi tržišta, procesima kretanja cijena, korelacije između faktora rizika i volatilnosti tih faktora, a dopušta i korištenje povijesnih podataka.

Linsmeier i Person (1999) navode korake Monte Carlo metode, u Miloš Sprčić i Radić (2011):

- Utvrditi tržišne faktore i iznaći formulu za izražavanje vrijednost portfelja s čimbenicima koji ovise o tržišnim faktorima
- Odabrati odgovarajuću distribuciju promjene temeljnih tržišnih faktora i procjene parametara distribucija
- Pomoću generatora slučajnih brojeva, generirati N hipotetskih promjena tržišnih faktora (obično je N veći od 1.000 a ponekad veći i od 10.000) za izračunavanje N hipotetskih prinosa
- Iskazivanje vrijednosti redom od najvećeg gubitka do najveće dobiti
- Odabir gubitka koje je jednak ili premašen za X% vremena kako bi se procijenila Vrijednost pri Riziku

Stein et al. (2001) definiraju Novčani tok pri Riziku kao distribuciju vjerojatnosti operativnih novčanih tokova tijekom budućeg razdoblja koja se temelji na današnjim informacijama, pri čemu se ova distribucija koristi za procjenu 5% ili 1% ishoda “najgorih slučajeva”.

Linsmeier i Person (1999) smatraju kako je najbolje koristiti simulaciju Monte Carlo. Primjenom Monte Carlo simulacije moguće je prognozirati novčane tokove na duže vremensko razdoblje kroz kombinaciju različitih učinaka i međusobnu interakciju različitih rizika. Time je moguće vidjeti koliko ukupna izloženost rizicima utječe na financijsko stanje kompanije i na vrijednost. Vjerojatnost nastupanja financijskih poteškoća mjeri se kao onaj dio simulirane distribucije novčanih tokova koji pad ispod zadanog praga kumulativne vrijednosti novčanih tokova. Monte Carlo tehnika ima mogućnost ugraditi i međuovisnost novčanih tokova i njihov utjecaj na nastanak financijskih problema.

Autori Linsmeier i Person (1999), LaGattuta et al. (2000), Oral i Akkaya (2015), Miloš Sprčić (2013) ističu razlike u izračunu mjera Novčani tok pri Riziku i Vrijednost pri Riziku primjenom MonteCarlo simulacije:

- Vremensko razdoblje za koje se provodi izračun Novčani tok pri Riziku predstavlja duži period (tromjesečje, godina dana ili više godina)
- Fokus je na ukupnim novčanim tokovima, a ne na vrijednosti portfelja
- U izračun su uključeni operativni novčani tokovi, tj. različiti čimbenici koji utječu na novčane tokove, a ne samo financijski i tržišni čimbenici
- Prema Stein et al. (2001), Novčani tok pri Riziku koristi pristup „odozgo-prema-dolje“ (eng. top-down) u analizi realnog sektora gdje su mnogi rizici prvog reda (npr. tehnološke promjene, promjene u potražnji proizvoda, rizici zbog konkurentskih proizvoda, itd.). Smatraju da treba uzeti u obzir novčanu analizu cijele kompanije.
- Andrén et al. (2005) smatraju kako je važan korak kvantificirati izloženost novčanog toka makroekonomskim i tržišnim rizicima

Grupa Risk Metrics Group (1999) razvila je mjeru Novčani tok pri Riziku koja se temelji na pristupu „odozdo prema gore“ (eng. bottom-up). Novčani tok pri Riziku definiraju kao procjena volatilnosti novčanih tokova koji su rezultat izloženosti tržišnim rizicima. Ovaj pristup kritiziraju Andrén et al. (2005) smatrajući da za procjenu cjelokupnog novčanog toka nije dovoljan samo tržišni utjecaj. Stein et al. (2001) koriste pristup „odozgo prema dolje“ analizirajući podatke velikog broj usporedivih poduzeća, dok Andrén et al. (2005) predlažu analizu novčanih tokova koja se temelji na tržišnim i makroekonomskim rizicima.

4. PRIMJENA INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA PRIMJERU PODUZEĆA PEVEX D.D.

4.1. Općenito o poduzeću

Prema izvoru na webu (Pevex), Pevex d.d., vodeće je maloprodajno poduzeće u Hrvatskoj te prvi hrvatski neprehrambeni lanac koji posluje na principu „uradi sam“. Osnovano 1990. godine pod nazivom Pevec d.o.o., poduzeće je od svojih početaka značajno naraslo, razvijajući se u skladu sa zahtjevima tržišta. Sjedište tvrtke nalazi se u Zagrebu, a njezina mreža prodajnih centara pokriva ključne urbane i regionalne lokacije diljem zemlje. Na web stranici navedena je misija i vizija poduzeća Pevex d.d.

Misija

„Odgovornim radom i brigom za ljude stvaramo ugodno iskustvo kupovine kroz raznoliku ponudu i kvalitetnu uslugu. Pružiti kupcima odličan omjer cijene i kvalitete. Ispuniti očekivanja dioničara. Omogućiti djelatnicima sigurno i stimulatивно radno okruženje.“
(Izvor: Pevex <https://kompanija.pevex.hr/>)

Vizija

„Biti dio svakog doma.“ Izvor: Pevex <https://kompanija.pevex.hr/>)

Povijest Pevexa obilježena je stalnim inovacijama i posebice nakon 2017. godine kada osniva sedam novih prodajnih centara, a tri postojeća seli u modernije opremljene prostore. Počevši kao mali trgovinski lanac, poduzeće je brzo prepoznalo potrebu za diversifikacijom asortimana i povećanjem broja svojih prodajnih mjesta. Danas Pevex upravlja s 29 prodajnih centara u Hrvatskoj, prema izvoru na webu koji se odnosi na prodajne kanale. Poduzeće nudi najširu lepezu proizvoda koje svrstava u osam kategorija: Dom i dizajn, Elektronika, Građevina i boje, Keramika i sanitarije, Kućanski uređaji, Vrt i sezona, Željezarija te roba široke potrošnje.

Ključ uspjeha Pevexa leži u njegovoj sposobnosti da prati i implementira suvremene industrijske trendove te uvodi inovacije u poslovne procese. Ulaganje u logističke kapacitete i optimizaciju opskrbnog lanca omogućava kontinuiranu dostupnost proizvoda i njihovu konkurentnost na tržištu. Posebna pažnja posvećena je ekološkoj održivosti i društveno odgovornom poslovanju, što uključuje inicijative za recikliranje, smanjenje otpada te

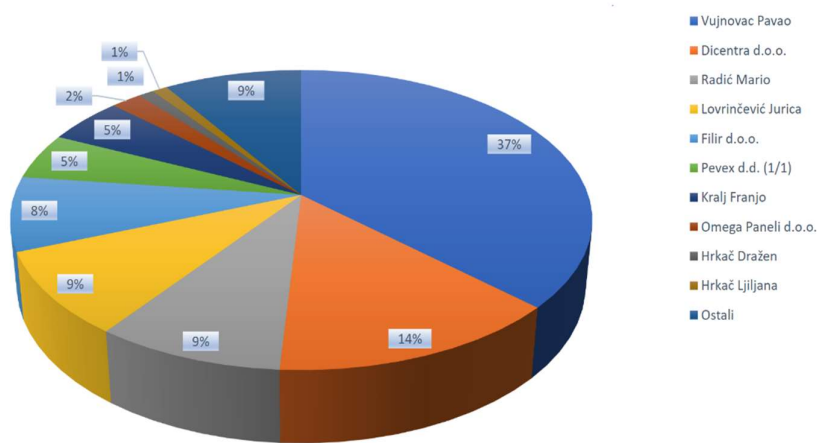
energetsku učinkovitost. Modernizacija i digitalizacija ključni su aspekti poslovanja. Osim toga, Pevex kontinuirano ulaže u razvoj svojih zaposlenika kroz edukacije i profesionalni napredak, čime osigurava visoku razinu usluge.

Slika 11. Logo Pevex d.d.



Izvor: Pevex <https://pevex.hr/> (pristupljeno 20.10.2023.)

Slika 12 Vlasnička struktura na dan 31.12.2023.



Izvor: Financijski izvještaj 2023

Godine 2009. društvo se susreće s financijskim problemima kada je nad tadašnjim poduzećem Pevec otvoren stečajni postupak radi 16,3 milijuna kuna duga. Zbog tih problema, tvrtka zatvara prodajne centre, što rezultira restrukturiranjem i promjenom vlasničke strukture (Varošanec, 2009). Godine 2012. izlazi iz stečaja spajanjem dviju sestrinskih tvrtki, Pevec Bjelovar i Pevec Zagreb, te se preoblikuje u Pevec d.d. Od 2015. godine tvrtka započinje investirati u nove prodajne centre, povećavajući njihov broj na ukupno 19. Početkom 2020. godine, kako se kompanije ne bi povezivala s bračnim parom Pevec, mijenja se ime u Pevex d.d.

Slika 13 prikazuje ukupne poslovne prihode kroz razdoblje 2012-2023. Prihodi su konstantno rasli svake godine, što ukazuje na stabilan rast i poboljšanje financijskog položaja

kompanije po izlasku iz stečaja. Godine 2023. poduzeće Pevex d.d. zaključuje s rekordnim prihodima

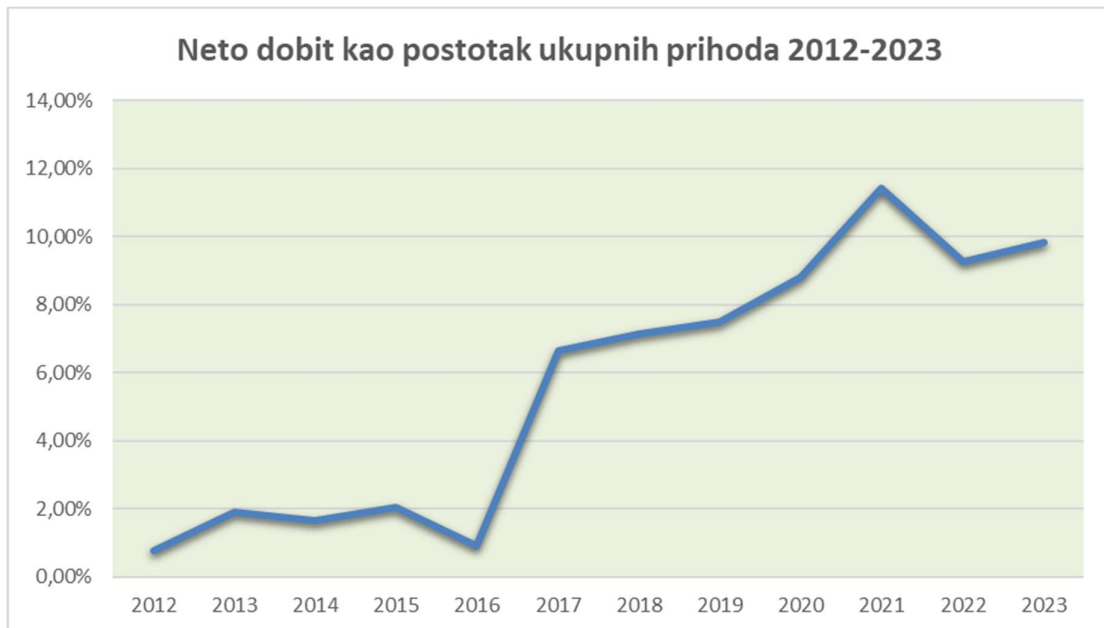
Slika 13 Kretanje poslovnih prihoda u razdoblju 2012-2023



Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima poduzeća

Grafikon 13 pokazuje kontinuiran rast kako neto marže kroz analizirani period. Neto dobit je rasla u skladu s prihodima, što ukazuje na efikasno upravljanje troškovima i povećanje profitabilnosti što je povoljan pokazatelj za potencijalne investitore.

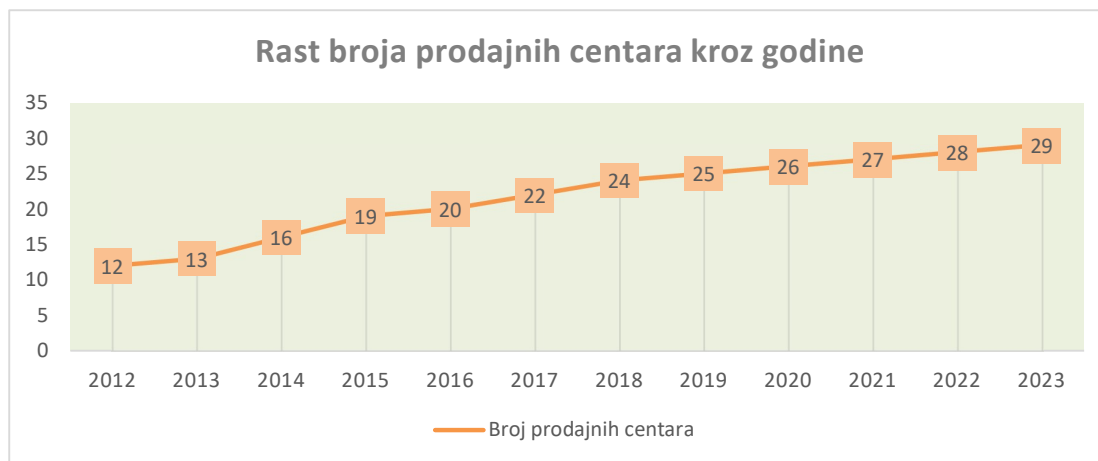
Slika 14 Kretanje ukupnih prihoda i neto dobiti u razdoblju 2012-2023



Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima poduzeća

Broj prodajnih centara raste iz godine u godinu što ukazuje na kontinuirano širenje kompanije, posebice nakon 2017 godine. U posljednjih 11 godina PeveX je diljem Hrvatske otvorio čak 17 novih prodajnih centara čime je potvrdio status najvećeg prodajnog lanca na tržištu. (Slika 15.)

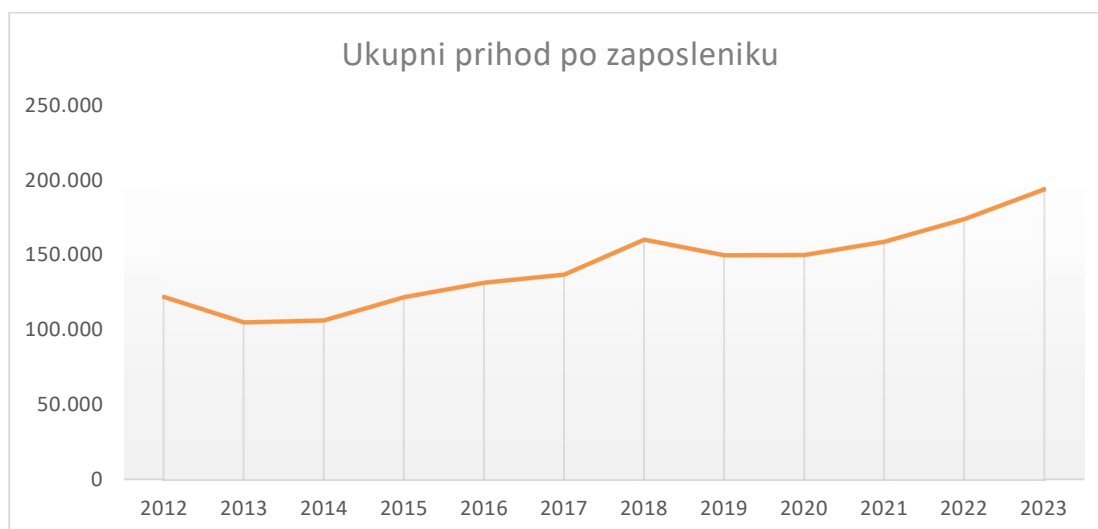
Slika 15 Broj prodajnih centara u razdoblju 2012-2023



Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima poduzeća

Slika 16 pokazuje kontinuirani porast ukupnih prihoda po zaposleniku unatrag 11 godina koji upućuje na porast efikasnosti te kvalitetno upravljanje ljudskim potencijalima.

Slika 16 Ukupni prihodi po zaposleniku u razdoblju 2012-2023



Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima poduzeća

Slika 17 prikazuje neto dobit po zaposleniku. Usporedimo li sliku 16 s prethodnom slikom 15, primjećuje se utjecaj kvalitetnog upravljanja kompanijom budući da nakon 2016. godine neto dobit po zaposleniku raste po zamjetno većoj stopi negoli ukupni prihodi po zaposleniku. Upravo iz tog razloga PeveX je sposoban generirati rekordne profite iz godine u godinu.

Slika 17 Neto dobit po zaposleniku u razdoblju 2012-2023



Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima poduzeća

4.2. Analiza poslovnog okruženja

4.2.1. PESTLE analiza

PESTLE analiza je strateški okvir koji se često koristi u makro-okruženju za procjenu poslovne okoline, prema Corporate Finance Institute (2024) i Alanzi (2018) te predstavlja dobru osnovu za financijsko i poslovno planiranje. Primjenom ove analize sagledavaju se čimbenici koji imaju utjecaj na kompaniju u cjelini ili na industriju. Ovaj se okvir koristi u procesima strateškog planiranja i u planiranju upravljanja rizicima poduzeća. Kroz PESTLE okvir identificiraju se budući makroekonomski čimbenici i izrađuju različiti scenariji koji omogućuju menadžerima bolje donošenje strateških odluka potrebnih za razvoj i održivost poslovanja, a u neki slučajevima i za opstojnost poduzeća. Pestle analiza može se koristiti različitim izvorima, studijama i elaboratima, kao što su vladina istraživanja, upitnici, statistike ili primarni rezultati. Prema Carpenter i Dunung (2012), Pestle analizom se provodi dubinska analiza trenutnog stanja tržišta i trendova u budućnosti. Prema Gokhale (2021)

primjena Pestle analize predstavlja prvi korak u identifikaciji rizika koja usmjerava na razmatranje raznolikih čimbenika i varijabli koji utječu na poslovanje.

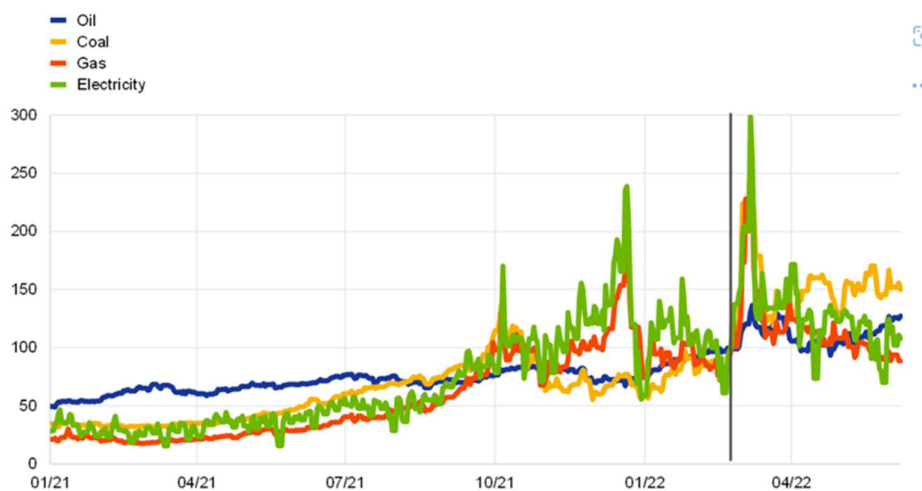
Politički čimbenici

Peve d.d., kao vodeći maloprodajni lanac građevinskog materijala i opreme za dom u Hrvatskoj, suočava se s raznim političkim čimbenicima koji mogu značajno utjecati na njegovo poslovanje. Politički čimbenici vezani su uz potencijalne gubitke poduzeća kao posljedice neučinkovitih odluka Vlade i Sabora RH, fiskalne i monetarne politike, vanjskotrgovinskih odnosa, tržište rada i sl. Vlade diljem svijeta postrožile su zakone i regulative vezane uz prikupljanje podataka i sličnih praksi što se jasnije može vidjeti na primjeru Europske Unije i donošenju zakona o zaštiti osobnih podataka (General Data Protection - GDPR). Parlament Europske Unije poduzeo je stroge mjere prema onim tehnološkim kompanijama koje iskorištavaju nekonkurentne prednosti i ponašanja te prikupljajući osobne podatke uspješno ciljaju svoje korisnike i sadržaje koje će im nuditi. Hoofnagle et al. (2019) obrazlažu važnost i ulogu regulative o zaštiti podataka (GDPR) te objašnjava važnost privatnih podataka u poslovanju kompanija i ulogu čovjeka koji treba ostati u središtu procesa odlučivanja.

Prema Green (2016.) politički rizik uključuje događaje kao što su ratovi i terorizam čiji se utjecaj malo pomalo prelijeva na sve ekonomije svijeta. Ovi čimbenici oblikuju poslovnu klimu i mogu utjecati na strategije, operativne procese i ukupnu profitabilnost tvrtke. Politička stabilnost također potiče povjerenje investitora i olakšava poslovanje. Političke promjene i nestabilnost u Hrvatskoj mogu donijeti neizvjesnosti koje utječu na poslovne odluke društva, no promatramo li kontinuirani rast Peve od 2012. moguće je zaključiti kako se društvo znalo nositi s takvim prijetnjama. Nadalje, trgovinske politike i zakonodavstvo utječu na poslovanje. S jedne strane otvoreno tržište Europske unije nudi brojna rješenja vanjskih tržišta te nudi mogućnosti širenja, konkuriranja i slobodnog protoka robe, dok pak s druge strane, poduzeće treba voditi računa o potencijalnim promjenama politika i uvođenjima tarifa koje bi mogle utjecati na cijene sirovina i profitne marže.

Slika 18 prikazuje cijene energenata prije i nakon veljače 2022. godine odnosno nakon početka rata što globalnu utječe na razinu troškova te ima direktan utjecaj na poslovanje Peve.

Slika 18 Cijene energenata



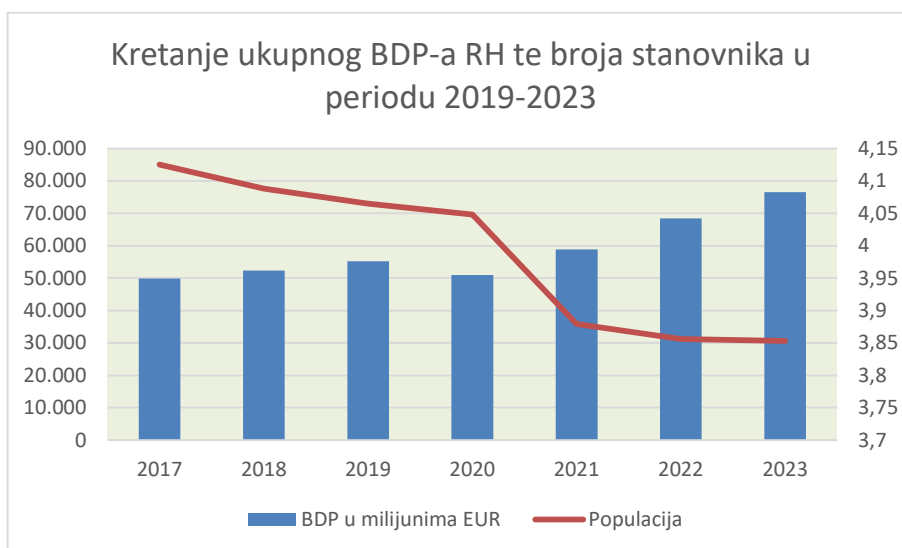
Izvor: European Central Bank – Eurosystem. The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets (europa.eu) https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202204_01~68ef3c3dc6.en.html (pristupljeno 4.9.2024.)

Ekonomski čimbenici

Ekonomski čimbenici koji imaju utjecaj na poslovanje Pevexa sagledavaju se iz aspekta pokazatelja poput rasta BDP-a, inflacije i stope nezaposlenosti. Prema podacima HNB-a u 2023. godini prosječna stopa inflacije mjerene CPI indexom usporila je s 10,8% na 8%, stopa nezaposlenosti gotovo da nikada nije bila niža – iznosi 6% za osobe starije od 15 godina, dok je BDP po stanovniku dosegao gotovo 20 tisuća eura. Budući da Pevex u cijelosti posluje na domaćem tržištu u industriji za opremanje doma i vrta, kretanja BDP-a te inflacija imaju značajan utjecaj na poslovanje.

Slika 19 prikazuje kretanje ukupnog BDP-a Hrvatske te broj stanovnika unazad 7 godina. Iako se apsolutna razina bruto društvenog proizvoda povećava s godinama, inflacija popušta, smanjuje se neto dug te razina nezaposlenosti na najnižim je razinama jedan od glavnih problema RH kontinuirani je negativni migracijski saldo koji se ponajprije očituje u odljevu mozgova.

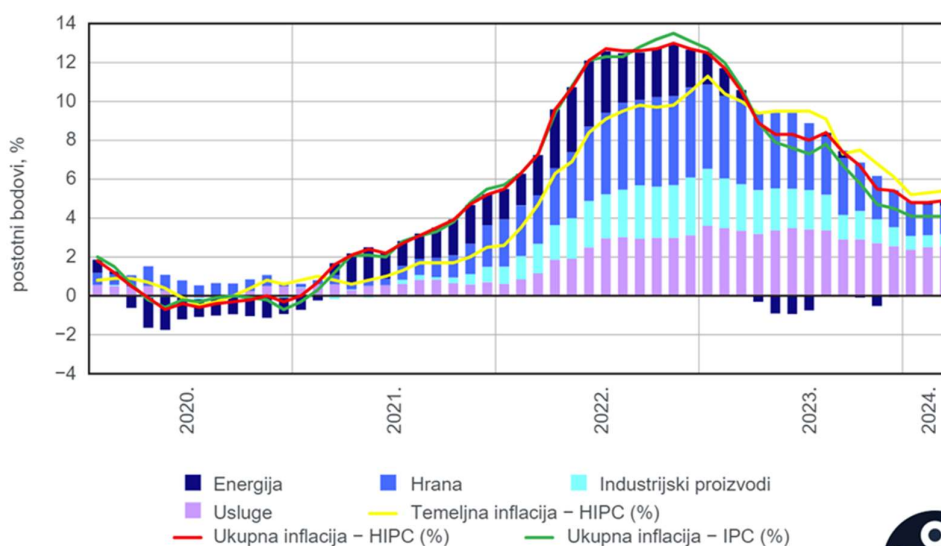
Slika 19 Kretanje BDP-a i broja stanovnika



Izvor: izrada autora prema podacima preuzetima s: HNB Eurosystem. Main macroeconomic indicators (hnb.hr) <https://www.hnb.hr/en/statistics/main-macroeconomic-indicators>

Slika 20 pokazuje smjer kretanja ukupne inflacije. Prema HNB-u (2024) o kretanju inflacije predviđa se da bi se prosječna godišnja inflacija 2024. mogla smanjiti na 3,5%, sa 8,4% iz 2023. Očekivano smanjenje je odraz smanjivanja temeljne inflacije (inflacije usluga i cijena industrijskih proizvoda) te inflacije cijena hrane.

Slika 20 Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj

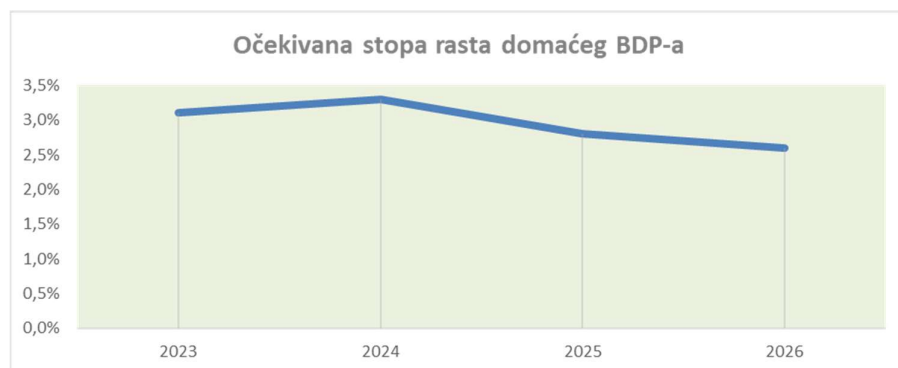


Izvor: HNB: Eurosustav (2024). <https://www.hnb.hr/-/komentar-o-kretanju-inflacije-u-ozujku-2024-> (pristupljeno 4.9.2024.)

Visoka stopa gospodarskog rasta može potaknuti potražnju za građevinskim materijalima i opremom za dom, dok visoka inflacija može smanjiti kupovnu moć potrošača, utječući na prodaju. Nadalje, poduzeću ove veličine i obujma poslovanja cijena duga ima veliki značaj pri donošenju poslovnih odluka. Niske kamatne stope olakšavaju zaduživanje za financiranje novih projekata. Tvrtka mora biti prilagodljiva, strateški planirati i kontinuirano pratiti ekonomske trendove kako bi se nosila s izazovima i iskoristila prilike koje se pojavljuju na tržištu.

Slika 21 prikazuje očekivanu stopu rasta hrvatskog BDP-a do 2026.

Slika 21 Očekivana stopa rasta domaćeg BDP-a



Izvor: HNB Eurosystem. (2024). CNB's macroeconomic projections for Croatia – June 2024. <https://www.hnb.hr/en/analyses-and-publications/macro-economic-projections#:~:text=The%20Croatian%20National%20Bank%20expects,growth%20could%20gradually%20slow%20down.> (pristupljeno 23.7.2024).

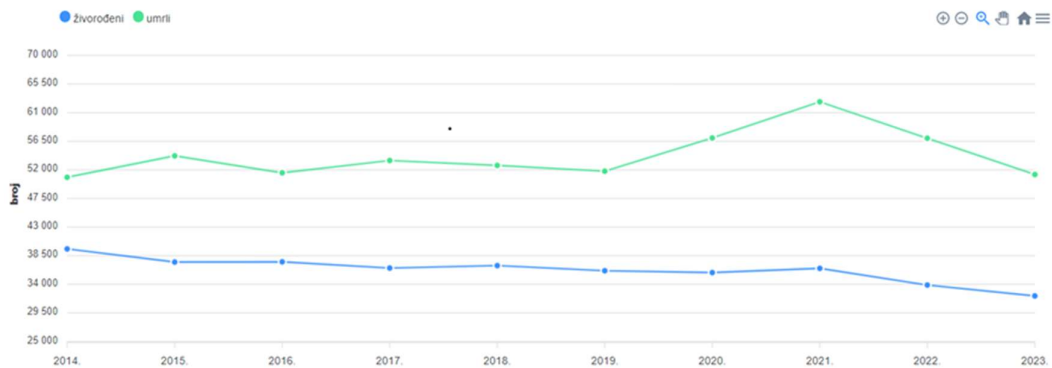
Socijalno-društveni čimbenici

Pod socijalne i društvene čimbenike ubrajamo demografske promjene, kao broj i starosna struktura stanovništva, unutarnje i vanjske migracije, obrazovna struktura stanovništva, kulturu i slične. Razumijevanje glavnih demografskih karakteristika može pomoći kompaniji da procijeni koliko su njezini proizvodi ili usluge privlačni na određenom tržištu. Budući da Pevex posluje na domaćem tržištu na kojemu je društvo glede kulture i svjetonazorskih uvjerenja homogeno, rizik umanjena komparativnih prednosti zbog loše detekcije kulturoloških razlika nije značajan.

Prema Nejašmić i Toskić (2013) proces demografskog starenja odvija se duži niz godina, od početka 1960-ih godina. Takve promjene imaju utjecaja na kupovnu moć i preferencije kupaca. Slika 22 prikazuje broj umrlih i živorođenih unatrag 9 godina. U 2023. u odnosu na 2022. broj živorođene djece pao je za 5,1%. Stopa prirodnog prirasta u 2023. bila je negativna i iznosila je -5,0 (-19 105 osoba). Negativno prirodno kretanje pokazuje i vitalni indeks (živorođeni na 100 umrlih), koji je iznosio 62,7.

Slika 22 Prirodno kretanje stanovništva u RH

G-1. PRIRODNO KRETANJE STANOVNIŠTVA OD 2014. DO 2023.



Izvor: Državni zavod za statistiku. Prirodno kretanje stanovništva Republike Hrvatske u 2023. <https://podaci.dzs.hr/2024/hr/76800> (pristupljeno 4.9.2024.)

Tehnološki čimbenici

Tehnološki čimbenici, ponajprije u vidu digitalizacije poslovanja ključ su održivog strateškog razvoja kompanija kao što je Pevex d.d.. Uvođenje naprednih ERP sustava omogućava bolje upravljanje zalihama, optimizaciju logističkih procesa i poboljšanje operativne učinkovitosti. Krajem 2022. godine Pevex je implementirao novi *InDocEdge* informacijski sustav za obradu podataka koji je zamijenio postojeći. Pevex se već godinama uspješno prilagođava i trendu online trgovine koja osim kupnje omogućuje i usporedbu karakteristika sličnih proizvoda te trendu korištenja ekološki učinkovitih proizvoda.

Slika 23 prikazuje DESI indeks. Sastavljen je od 4 dimenzija pokazatelja: povezanost, ljudski kapital, integracija digitalne tehnologije te digitalne javne usluge (e-vlada i e-zdravstvo). Daje uvid u stupanj digitalizacije svake države članice, a može iznositi između 0 i 1. Vidljivo je da je Hrvatska iznad prosjeka EU u kategoriji ljudskog kapitala i integracije tehnologija, no gledajući ukupni indeks kaskamo za europskim prosjekom ponajviše zbog slabe povezanosti.

Slika 23 DESI indeks za Hrvatsku 2022



Izvor: European Commission. Croatia in the Digital Economy and Society Indeks, <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/desi-croatia>

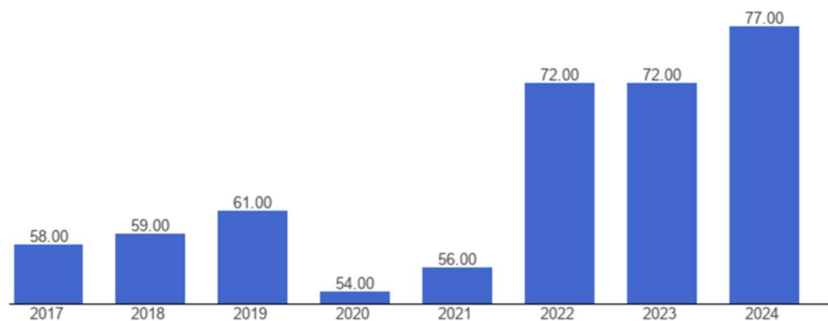
Pravni čimbenici

Ovi čimbenici pomažu tvrtkama u razumijevanju pravnog okruženja i omogućuju im prilagodbu strategija kako bi ostale u skladu sa zakonima. Neki od zakona i regulativa o čijim izmjenama Pevex treba voditi računa su zakon o zaštiti potrošača budući da on regulira jamstva i reklamacije na proizvode koje društvo prodaje, kao i zdravlje i sigurnost

zaposlenika. Otkako je RH postala članicom Europske Unije 2013, propisi su standardizirani na razini cijele zajednice. Osim toga valja pratiti potencijalne izmjene Opće regulacije zaštite podataka (GDPR), poreznih zakona, ekoloških regulativa i sl.

Slika 24 prikazuje „*Business freedom index*“ koji pokazujemo kako regulatorno i infrastrukturno uređenje utječe učinkovito poslovanje. U intervalu 1-100 Hrvatska prema zadnjim podacima ima 77 bodova.

Slika 24 Indeks ekonomskih sloboda



Izvor: The Global Economy. Croatia: Business freedom

https://www.theglobaleconomy.com/Croatia/herit_business_freedom/

Ekološki čimbenici

Ekološki utjecaj kompanija na okoliš, pitanje održivosti i svijesti klimatskih promjena te utjecaja na zdravlje i planet, danas su sastavni dio poslovanja svake veće kompanije. Na web stranicama (Pevex, web) se navodu odluka o racionalnom korištenju električne energije u svim prodajnim centrima u Hrvatskoj, u kojima su ugrađeni solarni paneli. Društveno odgovorno poslovanje se očituje kroz osnivanje Zaklade koju tvrtka redovito pomaže, koja pruža pomoć radnicima i članovima obitelji u teškim životnim situacijama, uvjetovanih npr. potresom. Velika pažnja se posvećuje i zadovoljstvu zaposlenika te visokoj razini socijalnih i materijalnih prava. U Pevexu se provodi kontinuirana briga o zaposlenicima kojih ima više 2300: kroz nagrađivanje za postignute rezultate, poticanje na inovacije i osigurane zdravstvene preglede. Pevex d.d. na svojim web stranicama javno navodi kako je zaštita okoliša dio strateškog pristupa te da se nastoji primijeniti na sve poslovne procese, isto kao i briga o očuvanju okoliša i prirode, racionalno raspolaganje energetske resursima, korištenje solarnih panela te razvoj koji dočekuje buduće naraštaje.

4.2.2. Analiza industrije

Poduzeće Pevex d.d. posluje u maloprodajnoj industriji specijaliziranoj za građevinske materijale, opremu za dom i vrt te tehničke proizvode. Industrija je kompleksna i podložna mnogim vanjskim i unutarnjim čimbenicima. Uz rastuću konkurenciju, promjene potrošačkih trendova i tehnološke inovacije, Pevex mora kontinuirano prilagođavati svoje strategije kako bi zadržao konkurentsku prednost. Ključ za budući uspjeh leži u razumijevanju tržišta, ulaganjima u tehnologiju i održavanju visoke razine zadovoljstva kupaca.

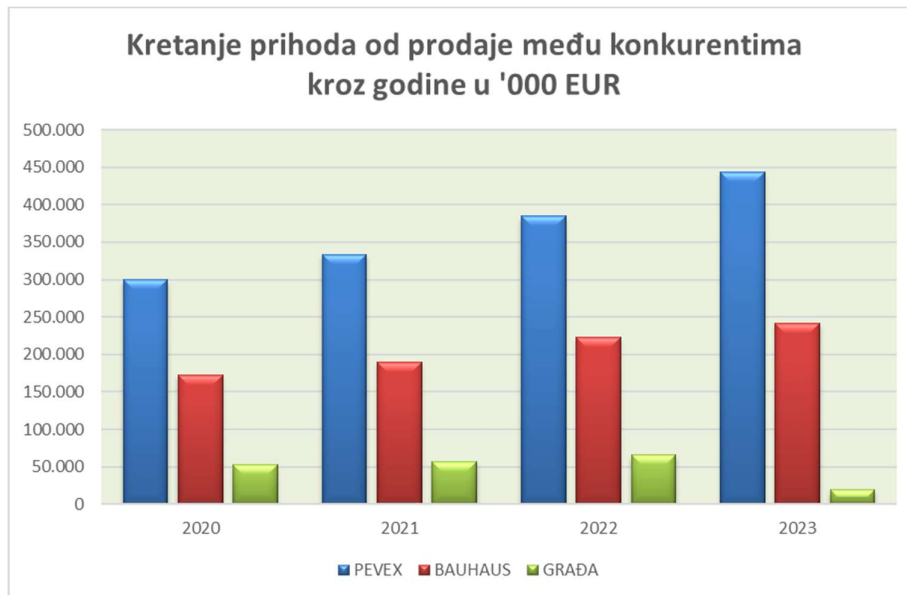
Industrija građevinskog materijala i opreme za dom u Hrvatskoj bilježi kontinuirani rast. To je potaknuto povećanjem ulaganja u nekretnine, urbanizacijom i rastom osobnog dohotka u RH. Potražnja za građevinskim materijalima i opremom za uređenje doma raste s povećanjem izgradnje novih stambenih jedinica i obnova postojećih objekata čiji se veliki porast vidi u posljednjih nekoliko godina. Pevex se suočava s jakom konkurencijom od kojih su najznačajniji Bauhaus i Građa d.d. Solin. Ovi konkurenti često nude sličan asortiman proizvoda, a natjecanje se odvija kroz cijene, kvalitetu proizvoda, korisničku uslugu i dostupnost.

Jedan od ključnih trendova u industriji je porast online kupovine. Sve više potrošača preferira online trgovinu, koja omogućava usporedbu cijena i recenzija proizvoda. Upravo radi toga, Pevex intenzivno ulaže u razvoj svoje e-trgovine, modernizaciju web stranice i korisničku podršku.

Još jedan važan trend je rast svijesti o održivosti. Potrošači sve više preferiraju proizvode koji su ekološki prihvatljivi, što uključuje građevinske materijale s manjim utjecajem na okoliš, energetske učinkovite uređaje s certifikatima i proizvode izrađene od recikliranih materijala. Pevex d.d. je na svoje web stranice ugradio sukladnost razvoja poduzeća s ekološkim razvojem na dobrobit kompanije i društva u cjelini.

Slika 25 prikazuje kretanje prihoda od prodaje usporedbom tri poduzeća: Pevex d.d., Bauhaus i Građa d.d. Solin. Rezultati pokazuju značajno veće prihode poduzeća Pevex u usporedbi s ostalim konkurentskim poduzećima, kao i kontinuirani rast od 2020-2023. godine.

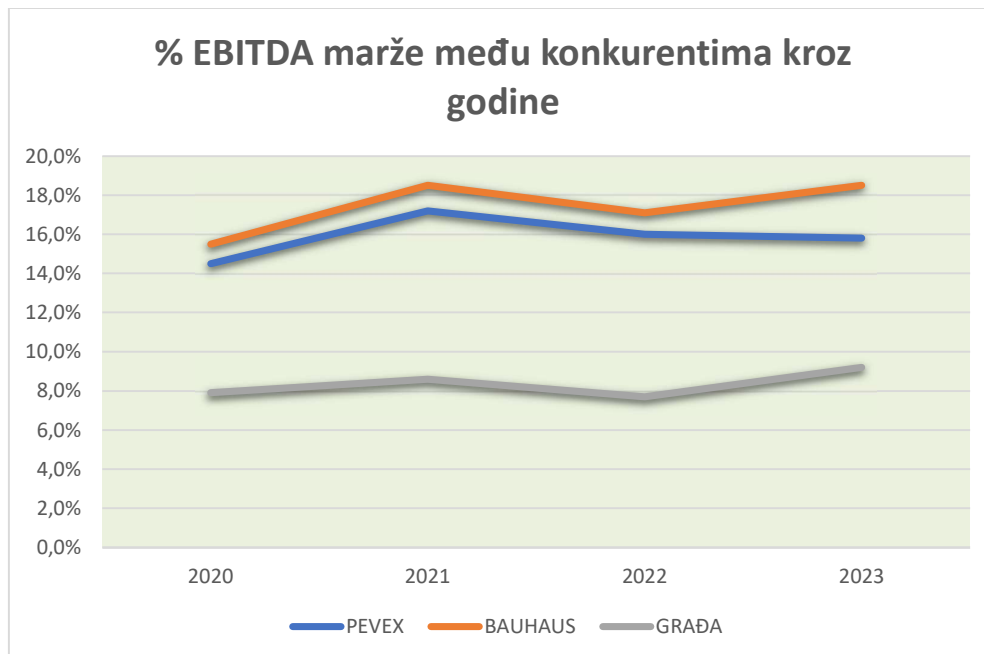
Slika 25 Kretanje prihoda od prodaje među konkurentima



Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima poduzeća

Slika 26 prikazuje kretanje EBITDA marže među konkurentima. Pevex ima značajno veće prihode od poduzeća Građa d.d. , ali i nešto manje od Bauhauusa. Od 2020-2023. godine postoji stabilna razlika EBITDA marže između poduzeća Bauhaus i Pevex d.d.

Slika 26 Kretanje EBITDA marže među konkurentima



Izvor: izrada autora prema financijskim izvještajima poduzeća

4.2.3. Porterov model 5 sila

Suparništvo među postojećim konkurentima

Tržište građevinskog materijala, opreme za dom i vrt u Hrvatskoj karakterizira snažna konkurencija između ključnih igrača poput Pevexa, Bauhauusa i Građe. PeveX, kao domaći lider, koristi prednosti dubokog poznavanja lokalnog tržišta i preferencija kupaca, što mu omogućava prilagodbu ponude specifičnim potrebama hrvatskih potrošača. S mrežom prodajnih centara diljem zemlje i širokim asortimanom proizvoda, PeveX kontinuirano jača svoju poziciju kroz inovativne marketinške kampanje i fokusom na korisničku uslugu.

Bauhaus je pak, s druge strane, međunarodni lanac koji unosi dodatnu dinamiku svojim globalnim iskustvom i snagom brenda. Njihova strategija temelji se na velikim prodajnim centrima koji nude sveobuhvatan asortiman proizvoda, uključujući ekskluzivne robne marke i specijalizirane proizvode. Bauhaus se ističe i po inovacijama u korisničkom iskustvu, kao što su interaktivne aplikacije i napredna logistička rješenja koja poboljšavaju efikasnost usluge.

Građa, kao još jedan značajan domaći igrač čija se prisutnost najviše osjeća u priobalju, konkurrira kroz fokus na kvalitetu proizvoda i blisku suradnju s domaćim dobavljačima. Svoje konkurentske prednosti Građa vidi u kupcima „na veliko“. Također koristi svoju dugogodišnju prisutnost na domaćem tržištu za izgradnju lojalnosti kupaca kroz pouzdane i kvalitetne usluge.

Svaki od ovih igrača doprinosi dinamičnom tržištu gdje inovacije, prilagodljivost i fokus na kupca igraju ključne uloge u osiguravanju tržišnog udjela i dugoročnog uspjeha.

Promjena pregovaračke moći kupaca

PeveX se suočava s prijetnjom jačanja pregovaračke moći kupaca zbog dostupnosti informacija, alternativa i prisutnosti velikih kupaca. Dostupnost informacija putem interneta omogućava kupcima lako uspoređivanje cijena i kvalitete proizvoda među konkurencijom, čime se povećava njihova moć pregovaranja. Niska diferencijacija proizvoda znači da su proizvodi koje PeveX nudi često standardizirani i lako zamjenjivi s onima koje nude konkurenti. Prisutnost velikih kupaca, poput građevinskih tvrtki koje kupuju u velikim količinama, dodatno povećava njihovu pregovaračku moć, kao i mogućnost kupaca „na malo“ da pronađu alternativna rješenja.

Promjena pregovaračke moći dobavljača

Iako Pevex kao tržišni lider u RH snagom brenda i količinama koje nabavlja često može diktirati cijene, postoje određeni čimbenici na koje treba obratiti pozornost, kako pregovaračka moć dobavljača ne bi porasla.

Ako Pevex ovisi o malom broju ključnih dobavljača za specijalizirane ili visokokvalitetne proizvode, ti dobavljači mogu diktirati uvjete i cijene, osobito ako nude jedinstvene proizvode koji se teško mogu zamijeniti. Volatilnost cijena sirovina može dovesti do povećanja troškova koje dobavljači prenose na Pevex, posebno u situacijama gdje su sirovine skuplje ili gdje postoje poremećaji u opskrbnom lancu.

Nadalje, dobavljači s vlastitom prodajnom mrežom mogu povećati svoju pregovaračku moć jer mogu postati izravni konkurenti Pevexu.

Opasnosti od ulaska supstituta

Supstituti predstavljaju alternativne proizvode ili usluge koje mogu zadovoljiti iste potrebe kupaca. Iako možemo zaključiti kako će kupcima uvijek trebati proizvodi kao građevinski materijal, oprema za vrt i kuću te roba široke potrošnje, postoje neki čimbenici koje valja imati na umu. Razvoj novih građevinskih materijala i tehnologija može ponuditi alternative tradicionalnim proizvodima koje Pevex prodaje, kao npr. energetske učinkoviti materijali, pametni kućanski uređaji, inovacije poput 3D printera.

Opasnost od novih konkurenata

Dalo bi se zaključiti kako su, posebice u Hrvatskoj, barijere ulaska u industriju u kojoj posluje Pevex gotovo prevelike te zahtijevaju velika početna ulaganja, a pravna okolina neefikasna i kompleksna da bi se isplatio pokušaj ulaska na tržište bez već postojeće kompanije. Neovisno o tome, Pevex treba imati na umu prijetnju od ulaska inozemnih tvrtki na hrvatsko tržište te potencijalno jačanje kompanija poput Brodomerkura koji posluje u sličnoj branši.

4.3. Interna analiza poduzeća

4.3.1. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka

U svim promatranim razdobljima prihodi od prodaje robe čine više od 99,5% ukupnih prihoda kompanije, dok unutar poslovnih prihoda ostali poslovni prihodi čine zanemariv postotak tako da se niti ne prikazuju kao pod pozicija. U promatranj 2023. godini poslovni

rashodi čine 88% dok su najznačajnije postavke troškovi materijala, energije i prodane robe što je tipično za proizvodno orijentirane kompanije (75%). Idući najznačajniji su troškovi osoblja koji čine 10% ukupnih poslovnih rashoda što naglašava važnost ljudskih resursa za poduzeće. Trošak amortizacije čini 4% poslovnih rashoda. Financijski prihodi uglavnom se sastoje od prihoda od kamata i tečajnih razlika, no budući da čine manje od jedan posto prihoda zanemarivi su. Ista je situacija s financijskim rashodima. U sva tri promatrana razdoblja poduzeće posluje s dobiti. U 2023. godini dobit prije oporezivanja činila je 14% ukupnih prihoda, dok je neto marža iznosila 9%, ukupno 44.179 tisuće eura.

4.3.2. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka

Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka društva napravljena je za period od 2021. godine do 2023. godine i to na način da je 2021. godina određena kao bazna. Ova metoda analize omogućava uvid u promjene u prihodima i rashodima tijekom vremena, pružajući informacije o trendovima i financijskoj stabilnosti društva. U promatranom razdoblju, rast prihoda od ukupno 33% ukazuje na pozitivne poslovne rezultate i povećanje tržišnog udjela. Značajan porast prihoda sugerira da je društvo uspješno povećalo prodaju svojih proizvoda ili usluga, kroz ekspanziju na nova tržišta ili pak kroz uvođenje novih proizvoda.

Troškovi materijala i energije, u promatranom razdoblju, rastu za nešto većih 35%, zadržavajući sličan udio u ukupnim rashodima. Porast troškova možemo pripisati rastućim cijenama sirovina i operativnim troškovima, što može biti rezultat globalnih ekonomskih uvjeta, inflacije ili specifičnih tržišnih dinamika u industriji u kojoj društvo posluje. Troškovi osoblja su također u porastu od ukupno 40%, što reflektira ulaganje u ljudske resurse, uključujući povećanje plaća, zapošljavanje dodatnog osoblja te dodatne treninge i obuke zaposlenika koje društvo često naglašava. Ovo ulaganje u ljudski kapital može poboljšati učinkovitost i produktivnost, ali također doprinosi povećanju ukupnih rashoda. Poslovni rashodi također su porasli, sa 285,907 tisuća eura u 2021. na 390,236 tisuća eura u 2023. godine, što predstavlja povećanje od 36,5%.

Amortizacija je značajno porasla u 2022. godini, što ukazuje na nova ulaganja u dugotrajnu imovinu koja se mogu iščitati iz bilance poduzeća. Ova ulaganja mogu uključivati nabavku novih strojeva, opreme ili drugih kapitalnih dobara koja će dugoročno doprinijeti poslovanju društva. Unatoč rastu prihoda, neto dobit je pala u 2022. godini, što sugerira da su troškovi rasli brže od prihoda no već u 2023. godini zamjećuje se rast neto dobiti u apsolutnom iznosu od 10 milijuna eura. Financijski prihodi rastu u promatranom razdoblju, što ukazuje na bolje

upravljanje financijskim sredstvima ili povoljne tržišne uvjete. Ovaj porast može biti rezultat boljeg ulaganja slobodnih sredstava, povećanja kamata na depozite ili drugih povoljnih financijskih aranžmana. Financijski rashodi također su porasli, ali u manjem obujmu nego prihodi, što ukazuje na stabilno upravljanje financijskim obvezama.

Tablica 2 Račun dobiti i gubitka 2021-2023

EUR '000			
POZICIJA	2021	2022	2023
POSLOVNI PRIHODI	333.489	384.755	444.087
POSLOVNI RASHODI	-285.907	-338.584	-390.236
Troškovi materijala, energije i prodane robe	-217.784	-254.211	-293.819
Troškovi usluga	-12.248	-14.383	-16.389
Troškovi osoblja	-29.194	-32.562	-40.840
Amortizacija	-9.384	-15.388	-16.654
Ostali troškovi	-11.297	-13.211	-14.389
Vrijednosno usklađenje imovine	-771	-1.178	-4.116
Rezerviranja za troškove i rizike	-2.107	4.232	-1.339
Ostali financijski rashodi	-3.122	-3.420	-2.690
FINANCIJSKI PRIHODI	521	1.468	2.215
FINANCIJSKI RASHODI	-978	-1.181	-1.077
UKUPNO PRIHODI	33.401	386.223	446.302
UKUPNO RASHODI	-286.884	-339.765	-391.313
Dobit prije oporezivanja	47.126	46.459	54.989
Porez na dobit	-8.868	-11.831	-10.810
DOBIT TEKUĆE GODINE	38.258	34.628	44.179

Izvor: Financijski izvještaji poduzeća

4.3.3. Vertikalna analiza bilance

Promatrajući kratkotrajnu imovinu poduzeća zamjećujemo da je u sva tri promatrana razdoblja ona činila oko 50% ukupne aktive dok u 2023. čini čak 53%. Unutar pozicije u 2023. najznačajniju podstavku čine upravo zalihe koje iznose 50% što još jedanput naglašava važnost zaliha i njihove optimizacije za poslovanje u cjelini. Osim zaliha, drugi najveći udio u kratkotrajnoj imovini u 2023. čini kratkotrajna financijska imovina koja ima udio od 35%. Dugotrajna imovina iznosi oko 47% aktive. (budući da je porasla unatrag 3 godine primjećujemo kako amortizacija raste u istom periodu). Unutar pozicije najznačajniji su, kako je za očekivati, građevinski objekti i zemljišta.

Najveći dio strukture pasive čine kapital i rezerve koji u prosjeku čine 63% ukupnih izvora imovine. Dugoročne obveze iznose oko 14%, dok su najznačajnije pod pozicije obveze za

najam te dugoročne obveze prema bankama. Kratkoročne obveze u apsolutnom iznosu slične su vrijednosti kao i dugoročne dok se kao najznačajnije ističu kao što je za očekivati obveze prema dobavljačima te ostale kratkoročne obveze. Važno je za uočiti kako je ukupna kratkotrajna imovina iznosi 184,143, dovoljna da pokrije kratkoročne obveze od 46,528. Ovo daje uvid u likvidnost poduzeća i sposobnost da podmiruje svoje kratkoročne obveze.

4.3.4. Horizontalna analiza bilance stanja

Promatrajući aktivu društva vide se značajna ulaganja u dugotrajnu imovinu koja se u periodu 2021-2023 povećala za 40 milijuna eura. Samo tokom prošle godine investirano je 20 milijuna eura u nekretnine, postrojenja i opremu, dok se u istom periodu smanjila vrijednost imovine s pravom korištenja. Kratkotrajna imovina unatrag 2 godine raste po prosječnoj stopi od 20% iako se udio u ukupnoj aktivni ne mijenja te iznosi oko 50%.

U 2023. godini može se zamijetiti smanjenje vrijednosti novca u blagajni od 24 milijuna eura što je posljedično dovelo do porasta kratkotrajne financijske imovine za izuzetnih 60 milijuna eura. U 2023. godine razina zaliha pala je za 3%, dok su se slijedno povećala potraživanja od kupaca. Promatrajući pasivu, naglasak je na rastu kapitala i dugoročnih obveza, što ukazuje na ulaganja u budući rast. Unatrag 3 godine pozicija kapitala i rezervi raste prosječno 30% ponajprije zbog rasta zadržane dobiti te dobiti tekuće godine. Porast dugoročnih obveza može ukazivati na zaduživanje za financiranje tih investicija. Sveukupno, poduzeće je u fazi ekspanzije, s jakim fokusom na dugoročni rast i stabilnost.

Tablica 3 Bilanca 2021-2023

Pozicija	2021	2022	2023
AKTIVA			
DUGOTRAJNA IMOVINA	121.307	145.930	161.388
KRATKOTRAJNA IMOVINA	121.399	148.379	184.143
Zalihe	70.981	89.517	86.542
Potraživanja od kupaca	8.416	8.664	10.727
Ostala kratkoročna potraživanja	6.221	17.045	19.010
Kratkotrajna financijska imovina	1.327	4.688	64.019
Novac	34.454	28.465	3.845
UKUPNO AKTIVA	242.706	294.308	345.531
PASIVA			
KAPITAL I REZERVE	140.463	184.290	236.253
Upisani kapital	17.521	17.521	17.518
Rezerve	56.477	63.676	70.994
Zadržana dobit	28.208	68.465	103.562
Dobit tekuće godine	38.258	34.628	44.179
DUGOROČNE OBVEZE	41.850	55.206	49.094
DUGOROČNA REZERVIRANJA	12.837	13.160	13.656
KRATKOROČNE OBVEZE	47.556	41.653	46.528
Obveze prema dobavljačima	18.212	12.705	21.460
Prema bankama	8.684	4.658	2.758
Ostale kratkoročne obveze	20.660	24.290	22.310
UKUPNO PASIVA	242.706	294.308	345.531

Izvor: Financijski izvještaji poduzeća

4.3.5. SWOT analiza

Detaljna analiza okruženja može se sažeti kroz SWOT analizu, koja označava Snage (eng. Strengths), Slabosti (eng. Weaknesses), Prilike (eng. Opportunities) i Prijetnje (eng. Threats). SWOT analiza je kvalitativna metoda analize koja nastoji kroz navedene četiri kategorije identificirati potencijalne prilike i prijetnje koje mogu utjecati na buduću vrijednost poduzeća. Snage i slabosti su unutarnji čimbenici na koje menadžment može utjecati, dok prilike i prijetnje dolaze iz vanjskog okruženja i na njih menadžment nema izravan utjecaj, ali ih može prepoznati i njima upravljati kako bi osigurao poželjnu buduću poziciju poduzeća.

Tablica 4 SWOT analiza

SNAGE	SLABOSTI	PRILIKE	PRIJETNJE
<ul style="list-style-type: none"> • Prepoznatljiv brend usađen duboko u svijesti potrošača • Najširi asortiman proizvoda u odnosu na konkurente • Razvijena i optimizirana mreža prodajnih centara • Kontinuirani rast prihoda i profitabilnosti • Razumijevanje domaćeg tržišta i preferencija kupaca • Razumijevanje domaćeg tržišta i preferencija kupaca 	<ul style="list-style-type: none"> • Ograničena prisutnost na međunarodnom tržištu • Ako se društvo ne proširi na druga tržišta, na domaćem bi moglo doći do zasićenja • Prodaja određenih segmenata može varirati ovisno o sezoni i tržišnim prilikama (vrtni i građevinski materijal) • Visoki troškovi osoblja i ostali vanjski troškovi 	<ul style="list-style-type: none"> • Širenje bi moglo dodatno povećati profitabilnost i smanjiti ovisnost o domaćem tržištu • Daljnji razvoj e-trgovine • Produbljivanje asortimana (posebice ekološki prihvatljivi proizvodi) i tehnološke inovacije • Strateška partnerstva • Niske kamatne stope • Povoljan kreditni rejting RH 	<ul style="list-style-type: none"> • Intenzivna konkurencija od drugih maloprodajnih lanaca • Gospodarska nestabilnost i pad kupovne moći • Promjene u cijenama materijala • Novi zakoni i regulative • Promjene u preferencijama potrošača

Izvor: izrada autora

4.4. Procjena slobodnih novčanih tokova u poduzeću Pevex d.d.

4.4.1. Izrada pro forma financijskih izvještaja

Budući da prihodi od prodaje čine više od 99% poslovnih prihoda, za potrebe izrade pro forma računa dobiti i gubitka poslovni prihodi nisu raščlanjivani na više kategorija. Štoviše, pronalazak kategorija prihoda prema segmentima poslovanja bio je jedan od najvećih izazova pisanja ovoga rada, no na kraju nismo uspjeli pronaći prihode po segmentima za Pevex d.d.

Projekcije prihoda napravljene su prema pretpostavkama rasta „*Home improvement and gardening*“ industrije od 4,65% (Zion Market Research). Troškovi materijala, usluga te osoblja projicirani su temeljem prosječnog udjela u poslovnim prihodima unatrag 5 godina. Ukoliko se pogleda kretanje financijskih prihoda i rashoda primjećuje se da ne postoji trend kretanja koji bi se mogao nastaviti, zbog čega su vrijednosti ostavljene u prosjeku zadnjih 5 godina. Pretpostavljeno je da amortizacija raste sukladno rastu kapitalnih izdataka (5% godišnje uz vijek uporabe 10 godina).

Tablica 5 Pro forma Račun dobiti i gubitka

EUR '000	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
POZICIJA										
POSLOVNI PRIHODI	271.257	299.584	333.489	384.755	444.087	468.512	491.703	514.567	536.694	558.098
% promjena	-	10,44%	11,32%	15,37%	15,42%	5,50%	4,95%	4,65%	4,30%	4,10%
POSLOVNI RASHODI	244.565	267.917	285.507	338.584	390.236	413.415	433.879	454.054	473.579	492.995
% poslovnih prihoda	90,16%	89,43%	85,73%	88,00%	87,87%	88,24%	88,24%	88,24%	88,24%	88,24%
Troškovi materijala, energije i prodanerober	180.217	197.548	217.784	254.211	293.819	309.124	324.426	339.512	354.111	368.629
% poslovnih prihoda	66,44%	65,94%	65,30%	66,07%	66,18%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%
Troškovi usluga	11.515	13.037	12.248	14.383	16.389	18.459	19.373	20.274	21.146	22.013
% poslovnih prihoda	4,25%	4,35%	3,67%	3,74%	3,69%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%
Troškovi osoblja	13.327	27.253	29.194	32.562	40.840	37.856	39.730	41.577	43.365	45.143
% poslovnih prihoda	4,91%	9,10%	8,75%	8,48%	9,20%	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%	8,08%
Ostali troškovi	9.829	11.164	11.297	13.211	14.389	16.304	17.111	17.907	18.677	19.443
% poslovnih prihoda	3,62%	3,73%	3,39%	3,43%	3,24%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%
EBIT	26.692	31.668	47.982	46.171	53.851	55.097	57.824	60.513	63.115	65.703
Amortizacija	10.452	11.802	9.384	15.388	19.392	23.397	27.401	31.406	35.411	39.415
% materijalne imovine	12,18%	9,82%	7,74%	10,54%	12,02%	12,06%	12,47%	12,91%	13,43%	14,39%
EBITDA	37.144	43.469	56.366	61.559	73.243	78.494	85.226	91.919	98.526	105.118
Financijski prihodi	190	1.036	521	1.468	2.215	1.086	1.086	1.086	1.086	1.086
Financijski rashodi	952	1.539	978	1.181	1.077	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145
Dobit prije oporezivanja	25.930	31.164	47.126	46.459	54.989	55.038	57.765	60.454	63.056	65.644
Porez na dobit	4.888	5.571	8.868	11.831	9.898	9.907	10.398	10.882	11.350	11.816
DOBIT TEKUĆE GODINE	21.010	25.592	38.258	34.628	45.091	45.131	47.368	49.572	51.706	53.828
Neto marža	7,75%	8,54%	11,47%	9,00%	10,15%	9,63%	9,63%	9,63%	9,63%	9,63%

Izvor: izrada autora

Pogledamo li stavke aktive, često na pozicijama nije primjetan konzistentan trend rasta ili pada u stavkama dugotrajne i kratkotrajne imovine. Stoga su za izradu projekcija uzete prosječne vrijednosti unatrag 5 godina ili je pretpostavljeno da udio u prihodima raste po prosječnoj stopi rasta unatrag 5 godina. Sličan pristup korišten je i za stavke pasive. Pretpostavljeno je da dugoročne obveze rastu po istoj stopi kao CAPEX dok je kapital računat kao zbroj prošlogodišnjeg kapitala uvećan za dobit tekuće godine.

Tablica 6 Pro forma Bilanca

EUR '000	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
POZICIJA										
DUGOTRAJNA IMOVINA	85.829	120.156	121.307	145.930	161.388	194.014	219.820	243.248	263.656	273.973
Nematerijalna imovina	1.109	176	322	545	385	507	507	507	507	507
Nekretnine, postrojenja i oprema	50.152	94.841	105.573	112.844	132.121	156.177	175.092	192.319	207.973	213.060
Imovina s pravom korištenja	25.064	21.436	15.251	32.382	28.010	34.452	41.343	47.544	52.299	57.528
Dugotrajna financijska	158	142	161	159	159	154	154	154	154	154
Ulaganja u nekretnine	9.346	3.561	0	0	713	2.724	2.724	2.724	2.724	2.724
KRATKOTRAJNA IMOVINA	83.141	106.082	121.399	148.379	184.143	172.553	185.870	197.903	216.037	231.385
Zalihe	54.534	57.416	70.981	89.517	86.542	101.345	118.061	129.729	142.072	155.292
% prihoda	20,10%	19,17%	21,28%	23,27%	19,49%	21,63%	24,01%	25,21%	26,47%	27,80%
Potraživanja od kupaca	8.453	7.499	8.416	8.664	10.727	12.181	12.784	13.379	13.954	14.526
% prihoda	3,12%	2,50%	2,52%	2,25%	2,42%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%
Ostala kratkotrajna potraživanja	8.169	7.722	6.221	17.045	19.010	19.677	20.652	21.612	22.541	23.465
% prihoda	3,01%	2,58%	1,87%	4,43%	4,28%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Kratkotrajna financijska imovina	1.327	1.327	1.327	4.688	64.019	16.632	17.455	18.267	19.053	19.834
% prihoda	0,49%	0,44%	0,40%	1,22%	14,42%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%	3,55%
Novac	6.678	28.152	34.454	28.465	3.845	20.319	15.319	13.319	17.319	17.319
Imovina namijenjena prodaji i prestanak poslovanja	3.979	3.965	0	0	0	2.398	1.598	1.598	1.098	948
UKUPNO AKTIVA	168.970	226.238	242.706	294.308	345.531	366.567	405.690	441.152	479.694	505.358
KAPITAL I REZERVE	81.239	105.459	140.463	184.290	236.253	256.060	288.256	320.937	354.011	379.290
DUGOROČNE OBVEZE	19.292	53.374	41.850	55.206	49.094	49.585	51.072	52.605	56.287	59.664
DUGOROČNA REZERVIRANJA	14.862	15.165	13.157	13.160	13.656	12.824	14.215	15.215	14.765	15.215
KRATKOROČNE OBVEZE	53.577	52.239	47.236	41.653	46.528	48.099	52.147	52.395	54.631	51.189
UKUPNO PASIVA	168.970	226.238	242.706	294.308	345.531	366.568	405.690	441.151	479.694	505.358

Izvor: izrada autora

4.4.2. Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala

Tablica 7 Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Trošak obične glavnice	9,64%
Nerizična kamatna stopa	2,71%
Prinos na 10 godinju hrv obveznicu	3,62%
Razlike Hrv/Njem	0,91%
Beta s dugom	1,07406256
Beta bez duga	0,84
Omjer duga i glavnice	39,43%
Premija tržišnog rizika	6,45%
Trošak duga nakon poreza	4,30%
Trošak duga prije poreza	5,24%
Stopa poreza na dobit	18%
WACC	8,09%

Izvor: izrada autora

Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC) predstavlja diskontnu stopu za diskontiranje budućih novčanih tokova. Prosječni ponderirani trošak kapitala od 8,09% dobiven je ponderiranjem troška obične glavnice i troška duga poduzeća. Trošak obične glavnice izračunat je koristeći CAPM model. Nerizična kamatna stopa izračunata je kao prinos na desetogodišnju obveznicu Republike Hrvatske, koji je preuzet od Hrvatske Narodne Banke iz Tablice G8b (HNB Eurosystem. General government debt) od 3,62% prilagođenu za „Spread“ između hrvatske i njemačke desetogodišnje obveznice (World government bonds: Croatia 10 Years vs Germany 10 Years Spread).

Beta koeficijent izračunat je koristeći Hamada formulu za izračun bete s dugom:

$$\beta_{s \text{ dugom}} = \beta_{\text{bez duga}} \times [1 + (1 - t) \times (D/G)] \quad (2)$$

Izvor: Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012)

Pri tome korištena je stopa poreza na dobit od 18%. Ciljani D/E omjer od 39,43% te beta bez duga koja iznosi 0,84 medijanske su vrijednost „peer grupe“ usporedivih društava koju čine 32 europske kompanije koje posluju u sektoru „General Retail“ preuzete sa stranice profesora Damodarana (Damodaran online: Useful Data Sets). Beta s dugom dodatno je korigirana pomoću formule Marshalla E. Blumea (1975.) prema kojoj $\beta = (2/3 \beta) + 1/3$. Tržišna premija rizika također je preuzeta je s web stranice profesora Damodarana koja za Hrvatsku iznosi 6,45%.

Trošak duga poduzeća prije poreza preuzet je sa Hrvatske Narodne Banke iz Tablice G3 (HNB Eurosystem. Kamatne stope): „Kamatne stope kreditnih institucija na kredite nefinancijskim društvima (novi poslovi)“ za kredite veće od 1 milijun eura te je prilagođen za stopu poreza.

4.4.3. Izračun i procjena vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća

Za izračun slobodnih novčanih tokova korišten model zasnovan na dobiti prije kamata i poreza koji se zatim množi s koeficijentom (1-porezna stopa). Nakon toga biva uvećavan za amortizaciju te se umanjuje za promjene u neto obrtnom kapitalu i CAPEX-u.

Tablica 8 Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća

Izračun slobodnih novčanih tokova	2024	2025	2026	2027	2028
Dobit prije kamata i poreza * (1-porez)	45.180	47.416	49.621	51.754	53.876
Amortizacija	23.397	27.401	31.406	35.411	39.415
Promjene obrtnog kapitala	2.792	2.651	2.613	2.529	2.515
CAPEX	44.111	46.317	48.633	51.064	53.618
Slobodni novčani tokovi poduzeća	21.673	25.850	29.781	33.572	37.159

Izvor: izrada autora

Za izračun sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća korištena je diskontna stopa od 8,09%, koja predstavlja prosječni ponderirani trošak kapitala. Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova za projicirano razdoblje iznosi 115.541 mil. EUR.

Tablica 9 Izračun ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća

Izračun ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova	2024	2025	2026	2027	2028
Broj razdoblja	1	2	3	4	5
Diskontni faktor	0,925164879	0,855930054	0,79187643	0,732616257	0,677790831
Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova	20.051	22.126	23.583	24.595	25.186
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeća					115.541

Izvor: izrada autora

Kao posljednji korak procjene vrijednosti, računa se rezidualna vrijednost. Dugoročna stopa rasta određena je uzevši u obzir dugoročnu industrijsku stopu rasta, sukladnu rastu nominalnog BDP-a (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012) Kao dugoročna stopa rasta pretpostavljena je dugoročna prognozirana stopa rasta hrvatskog BDP-a od 2% budući da Pevex posluje jedino na domaćem tržištu. Rezidualna vrijednost izračunata je kao odnos slobodnog novčanog toka uvećanog za dugoročnu stopu rasta, te razlike između troška kapitala i iste stope, odnosno prema formuli:

$$TV = \frac{V_t \times (1+g)}{r-g} \quad (3)$$

Ukupna procijenjena vrijednost sastoji se od diskontirane rezidualne vrijednosti od 421.913 mil. EUR i sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova od 115.541 mil. EUR. Ukupna vrijednost društva Pevex d.d. stoga se procjenjuje na 537.454 mil. EUR.

Tablica 10 Procjena vrijednosti poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova

Procijenjena vrijednost poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeća	
Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	
Slobodni novčani tok na kraju promatranog razdoblja (2027)	37.159
Dugoročna stopa rasta	2,00%
WACC	8,09%
Rezidualna vrijednost	622.483
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeća	421.913
Procjena vrijednosti poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova	537.454

Izvor: izrada autora

5. PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA

Na temelju provedene „top-down“ analize kompanije tj. analize vanjskog i unutarnjeg okruženja, konkurentskog položaja te financijske analize i procjene budućih novčanih tokova identificirani su glavni izvori potencijalnih rizika kojima je društvo izloženo.

U nastavku radu procijenjena je vjerojatnost nastanka identificiranih nepovoljnih događaja te im je dana kvantitativna vrijednost. Vjerojatnost nastanka rizika dodijeljena je subjektivnom procjenom iz analiziranih podataka, dok je značajnost određena metodom rizičnih novčanih tokova (CFaR) kojom se kvantificirao njihov negativan utjecaj na procijenjenu sadašnju vrijednost slobodnih novčanih tokova.

5.1. Identifikacija i kvantifikacija rizika

Tablica 11 Vjerojatnost nastanka događaja i značajnost identificiranih rizika

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

Značajnost	Razina
Pad vrijednost < 5%	1
Pad vrijednost > 5% < 10%	2
Pad vrijednost > 10% < 15%	3
Pad vrijednost > 15% < 20%	4
Pad vrijednost > 20%	5

Izvor: Izrada autora prema nastavnim materijalima za kolegij Upravljanje rizicima

Kreditni rizik

Kreditni rizik predstavlja jednu od ključnih prijetnji za poslovanje bilo kojeg poduzeća, uključujući Pevex. Definira se kao mogućnost da dužnik neće biti u mogućnosti ispuniti svoje financijske obveze prema poduzeću. Iako kreditni rizik proizlazi prvenstveno iz prodajnih aktivnosti, za Pevex, izvori kreditnog rizika, osim neplaćene račune od strane kupaca, mogu uključivati i potencijalne nesolventnosti financijskih institucija s kojima posluje. Kontinuirano praćenje i analiza kreditnog rizika, zajedno s učinkovitim strategijama upravljanja, omogućuju Pevexu očuvanje financijske stabilnosti, zalihu likvidnosti i osiguranje dugoročnog rasta i uspjeha na tržištu.

Društvo može nastojati smanjiti kreditni rizik provjerom kreditne sposobnosti kupaca prije odobravanja sklapanja ugovora ili bilo kakvog oblika poslovnog partnerstva. To uključuje analizu financijskih izvještaja, kreditnih rejtinga kupca i povijesti plaćanja. Nadalje, društvo

koristi instrumente osiguranja plaćanja poput mjenica ili korištenja usluga faktoringa od velikih financijskih ili nefinancijskih institucija. Definiranje jasnih kreditnih politika, koje uključuju kreditne limite i definirane rokove plaćanja, može pomoći u smanjenju kreditnog rizika. Uzmemo li u obzir gore provedenu analizu Porterovih 5 sila, konkretno mogućnost jačanja pregovaračke moći kupaca, i činjenicu da poduzeće ovih razmjera kvalitetno diverzificira strukturu svojih kupaca na način da u niti jednom trenutku ne ovisi o nekolicini kupaca, vjerojatnost nastanka kreditnog rizika ocijenjen je ocjenom 2. U slučaju da poduzeće ne bude u mogućnosti naplatiti dio potraživanja u projiciranom razdoblju, doći će do pada prihoda za otprilike 3%, a procijenjena vrijednost poduzeća past će za 5%.

Kamatni rizik

Kamatni rizik predstavlja opasnost da će se vrijednost financijskih instrumenata promijeniti uslijed promjene kamatnih stopa koje mogu negativno utjecati na poslovanje poduzeća. Ovaj rizik je posebno važan za poduzeća koja se oslanjaju na vanjsko financiranje i kredite za financiranje svog poslovanja i širenja. Kako se navodi u izvještajima Društvo i grupa štite se ugovarajući kreditne aranžmane s fiksnim efektivnim kamatnim stopama tako da novčani tokovi iz tog aspekta nisu ugroženi. Vjerojatnost nastupanja određena je ocjenom 1. Pretpostavkom porasta kamatnih stopa za 2% Pevex bi mogao svjedočiti porastu troškova zaduživanja. Ovo bi moglo zahtijevati prilagodbu njihovih poslovnih strategija, uključujući smanjenje kapitalnih ulaganja ili povećanje cijena kako bi se kompenzirali povećani troškovi. U tom scenariju pad vrijednosti poduzeća ima značajnost razine 1.

Rizik likvidnosti

Rizik likvidnosti odnosi se na situaciju u kojoj poduzeće neće biti u mogućnosti osigurati dovoljno novčanih sredstava za podmirenje kratkoročnih obveza. To može biti posljedica nedovoljnog priljeva novca i novčanih ekvivalenata, lošeg upravljanja obrtnim kapitalom ili nepovoljnih tržišnih uvjeta. Upravljanje rizikom likvidnosti je od iznimne važnosti jer neuspjeh u osiguravanju potrebne likvidnosti može dovesti do ozbiljnih financijskih problema, pa čak i do stečaja.

Pevexov koeficijent tekuće likvidnosti je 3,5 dakle tri i pola puta više kratkoročne imovine od kratkoročnih obveza. Tako visok koeficijent može također ukazivati na to da poduzeće ne koristi optimalno svoju tekuću imovinu. Prevelika likvidnost može značiti da poduzeće drži previše gotovine ili zaliha, što može rezultirati propuštenim investicijskim prilikama ili nižim povratom na imovinu. Vjerojatnost nastupanja određena je ocjenom 2. U slučaju

nelikvidnosti poduzeće će se morati dodatno zadužiti pa se pretpostavlja rast troška duga od 5% te pad prihoda od prodaje za 5% . Procijenjena vrijednost poduzeća u tom slučaju past će za 10%

Rizik gubitka kupaca

Rizik gubitka kupaca podrazumijeva situaciju u kojoj poduzeće gubi svoje postojeće kupce zbog različitih razloga, kao što su nezadovoljstvo kvalitetom, konkurentski pritisak, promjene u preferencijama kupaca. Iako Pevex na domaćem tržištu drži poziciju neupitnog lidera, valja uvijek biti na oprezu budući da ostali strateški konkurenti ili trgovci „na malo“ mogu uvijek ponuditi potencijalne supstitute u određenim prodajnim segmentima na određenim lokacijama. Iz istog razloga Pevex mora osigurati dosljednu kvalitetu kako bi zadržao povjerenje svojih kupaca.

Rizik konkurencije i gubitka kupaca direktno je povezan sa smanjenjem prihoda od prodaje, povećanim troškovima marketinga. Projicirani pad prihoda od 15% te rast operativnih troškova 6%, ukoliko dođe do jačanja konkurenata, rezultirat će padom vrijednosti poduzeća za 37% što znači da je značajnost ovog rizika ocjenjena s 5. Vjerojatnost događaja subjektivno je ocjenjena s 3.

Rizik ekspanzije na nova tržišta

Ekspanzija na nova tržišta predstavlja značajnu poslovnu priliku za rast i diverzifikaciju prihoda, ali istovremeno nosi sa sobom brojne rizike. Odnosi se na neizvjesnosti i potencijalne probleme s kojima se poduzeće suočava prilikom ulaska nova tržišta. Ovi rizici mogu uključivati političke i regulatorne prepreke, kulturne razlike, konkurenciju i logističke izazove. Budući da Pevec posluje isključivo na domaćem tržištu te u posljednjih 10 godina otkako je izašao iz stečaja uprava i nadzorni odbor ne pokazuju tendencije za širenjem izvan granica RH ovaj rizik nije značajan za poduzeće. Pokušaj ulaska na tržišta regije zahtijevalo bi velika inicijalna ulaganja te porast općih troškova poslovanja. Vjerojatnost nastanka ocjenjena je ocjenom 1. U slučaju nastanka, nepovoljan događaj doveo bi do porasta troškova od 8%, odnosno ima značajnost 2.

Cjenovni rizik

Cjenovni rizik je jedna od ključnih prijetnji za trgovačke lance poput Pevexa. Promjene u cijenama sirovina direktno bi imale bi utjecaj na povećane troškove proizvodnje i slijedno smanjenje profitabilnosti dok više cijene energenata i transporta mogu značajno ugroziti

konkurentnost. Neki od načina kojima bi se poduzeće moglo nastojati zaštititi od spomenutog rizika su ugovaranje dugoročnih ugovora s dobavljačima u uz rabate temeljene na količini te korištenje financijskih derivativa. Obzirom na trend kontinuirano rastućih cijena unatrag nekoliko godina, vjerojatnost ovog rizika ocijenjena je s 4. Predviđa se povećanje cijena sirovina i transporta za 6% te slijedno pad prihoda od prodaje za 5% i povećanje udjela poslovnih rashoda u poslovnim prihodima na 90% tijekom promatranog razdoblja, što rezultira padom procijenjene vrijednosti poduzeća za 34% te se rizik ocjenjuje kao rizik najveće značajnosti.

Reputacijski rizik

Reputacijski rizik predstavlja značajan izazov za poduzeća u današnjem poslovnom okruženju, gdje informacije brzo putuju, a percepcija javnosti može imati dugoročne posljedice na poslovanje. Odnosi se na mogućnost gubitka ili oštećenja ugleda poduzeća zbog različitih faktora, kao što su nezadovoljstvo kupaca ili negativni medijski tretman koji dovodi do narušavanja javnog mnijenja. Svako nezadovoljstvo izazvano lošom uslugom, neprofesionalni ponašanjem ili nenamjernim propustom može ugroziti reputaciju poduzeća. Uz reputacijski rizik važno je naglasiti kako se duboko u svijesti potrošača i dalje javljaju događaji povezani s bračnim parom Pevec te stečajni postupak. Iz tog razloga svaka negativna percepcija društva može biti dodatno intenzivirana. Pevex se iz tog razloga mora fokusirati na zadovoljstvo kupaca i prije svega potpunu transparentnost poslovanja. Vjerojatnost nastupanja određena je ocjenom 2. U slučaju nastanka očekuje se pad prodaje koji se procjenjuje na 10% te na narušavanje imidža koje je teško procijeniti. Pad procijenjene vrijednosti poduzeća iznosi 18% i stavlja značajnost na razinu 4.

Rizik zaposlenika

Za Pevex koji zapošljava veliki broj radnika diljem Hrvatske, upravljanje rizicima povezanim sa zaposlenicima odnosno upravljanje problemima povezanim uz ljudske resurse, fluktuaciju zaposlenika, nezadovoljstvo i sukobe jedan je od ključnih čimbenika za održavanje stabilnosti i uspješnosti poslovanja. Ovi rizici mogu negativno utjecati na produktivnost, kvalitetu usluge, a u konačnici i na ukupnu reputaciju poduzeća. Rizik zaposlenika tj. nedostatak visoko specijalizirane radne snage usko je povezan s negativnim migracijskim trendovima. Iz istog razloga Pevex aktivno upravlja ljudskim potencijalima i rizikom zaposlenika ulaganjem u edukaciju i razvoj.

Osim problema odlijeva mozgova, trend rasta troškova života unatrag nekoliko godina daje dodatnu dimenziju dinamici zapošljavanja. U takvim uvjetima ključni izazov jest upravljanje troškovima zaposlenika ukoliko se žele ostvariti zadani godišnji ciljevi. Pretpostavlja se rast troškova zaposlenika za 7% kroz projicirano razdoblje, što dovodi do pada procijenjene vrijednosti poduzeća za 5% te ocjenjuje značajnost s 2. Vjerojatnost nastanka ocjenjuje se ocjenom 3.

Tehnološki rizik

Tehnološki rizik neprestano mijenja način poslovanja i postavlja pred poslovodstvo izazove kako nove tehnologije iskoristiti za povećanje profitabilnosti, a istovremeno očuvati sigurnost podataka i zadovoljstvo kupaca. U financijskim izvještajima navodi se kako se „informatički sustavi za obradu i pohranu podataka sustavno unaprjeđuju kako bi se poboljšala njihova funkcionalnost i zaštitili pohranjeni podaci“. Isto tako Pevex u svim segmentima poslovanja provodi aktivnosti za automatizaciju i optimizaciju procesa, posebice onih vezanih uz logistiku i upravljanje zalihama. Slijedno tome društvo je na dan 31.12.2023. brojalo preko 940.000 loyalty članova te 65.000 partner članova.

Brzi napredak tehnologije može dovesti do zastarjelosti postojećih sustava i rješenja. Ako društvo ne nastavi pratiti tehnološke trendove i ne nastavi investirati u modernizaciju te kvalitetnu implementaciju sustava, može izgubiti konkurentsku prednost i učinkovitost što bi direktno imalo utjecaj na prihode od prodaje. Vjerojatnost nastupanja ocijenjena je s 1. Pretpostavka je da ukoliko tehnologija zastari prihodi od prodaje padaju za 7% što kao posljedicu ima pad procijenjene vrijednosti poduzeća od 12%, čime je značajnost ocijenjena na razini 3.

Rizik kibernetičke sigurnosti

Kibernetički napadi mogu imati dalekosežne posljedice na poslovanje, uključujući financijske gubitke, gubitak povjerenja kupaca, te štetu na reputaciji. Rizik upitne sigurnosti od kibernetičkih napada bilježi kontinuirani rast kako na globalnoj razini tako i u Hrvatskoj. Pevex kao kompanija neprestano ulaže u nove software i sustave sa sve boljim sigurnosnim specifikacijama kako bi zaštitila sebe i osobne podatke svojih kupaca. Vjerojatnost pojave ocijenjena je razinom 2. Pretpostavlja se rast poslovnih rashoda od 5% i pad prihoda od prodaje za 3%. U slučaju nastupa navedenog rizika, to bi utjecalo na pad vrijednosti od 9% i značajnost na razini 2.

Tablica 12 Kvantifikacija rizika metodom rizičnih novčanih tokova

Kvantifikacija rizika metodom rizičnih novčanih tokova		
Rizik	Scenarij	% Δ Vrijednosti poduzeća
Rizik gubitka kupaca	Pad prihoda od prodaje za 15%, rast operativnih troškova za 6%	-37%
Cjenovni rizik	Porast cijena sirovina 6%	-34%
Reputacijski rizik	Pad prihoda od prodaje 10%	-18%
Tehnološki rizik	Pad prihoda od prodaje za 7%	-12%
Rizik likvidnosti	Povećanje troška duga za 5%, pad prihoda od prodaje 5%	-10%
Rizik kibernetičke sigurnosti	Rast troškova 5%, pad prihoda 3%	-9%
Rizik ekspanzije na nova tržišta	Rast troškova općeg poslovanja 8%	-6%
Kreditni rizik	Pad prihoda od prodaje za 3%	-5%
Rizik zaposlenika	Rast troškova zaposlenika za 7%	-5%
Kamatni rizik	Povećanje troška duga prije poreza za 2%	-1%

Izvor: izrada autora

5.2. Mapiranje rizika

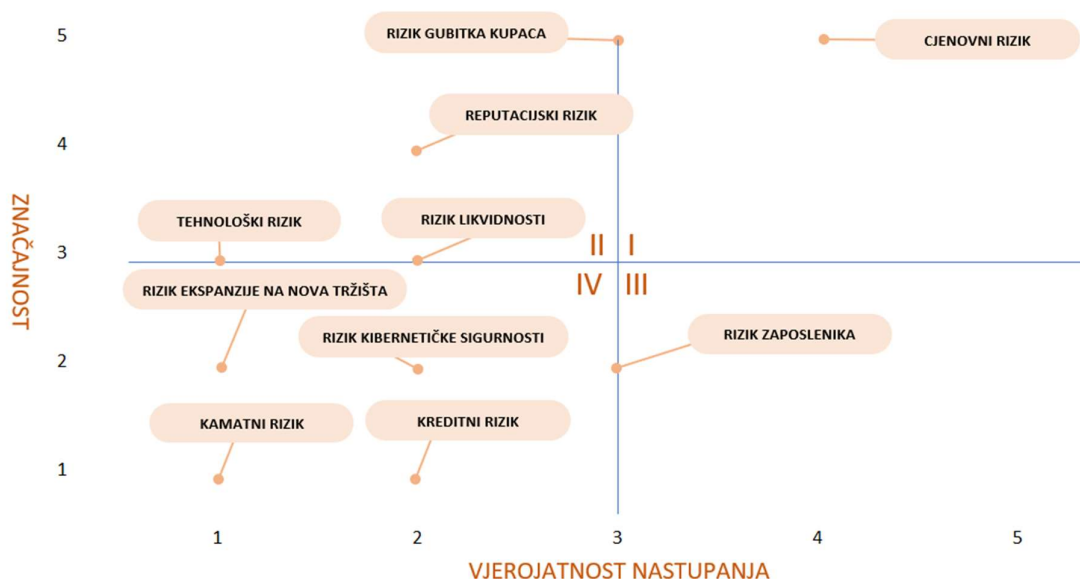
Mapa rizika alat je za prikaz rizika koji poslovodstvu jasan uvid u odabrane najznačajnije rizike na jednom grafikonu. Razina rizika dodijeljena je prema tablicama vjerojatnosti nastupanja i značajnosti.

Tablica 13 Razine vjerojatnosti i značajnosti identificiranih rizika

Razine vjerojatnosti i značajnosti identificiranih rizika		
Rizik	Vjerojatnost	Značajnost
Rizik gubitka kupaca	3	5
Cjenovni rizik	4	5
Reputacijski rizik	2	4
Rizik likvidnosti	2	3
Tehnološki rizik	1	3
Rizik ekspanzije na nova tržišta	1	2
Rizik zaposlenika	3	2
Rizik kibernetičke sigurnosti	2	2
Kreditni rizik	2	1
Kamatni rizik	1	1

Izvor: izrada autora

Slika 27 Mapa rizika poduzeća Pevex d.d.



Izvor: izrada autora

Promotrimo li mapu 10 najznačajnijih rizika koji prijete poduzeću Pevex d.d. vidimo da se prije svega treba posvetiti cjenovnom riziku budući da se nalazu u prvom kvadrantu. Pripada u financijske rizike, stoga je najbolja zaštita koju poduzeće može poduzeti kontinuirano praćenje tržišnih trendova, kako nagle fluktuacije u cijenama sirovina i materijala ne bi ugrozile poslovanje. Nadalje, kao drugi najznačajniji rizik ističe se strateški rizik gubitka kupaca. Prvenstveno se očituje u padu prodaje kao posljedica smanjenog broja kupaca koji su se radi neadekvatne dugoročne strategije poduzeća odlučili za iste proizvode konkurenata. Najbolji način za borbu protiv ovog rizika je unaprjeđenje usluge, kvalitete i odnosa s potrošačima koji će se u dugom roku očitovati kroz lojalnost brendu. Kao treći najznačajniji rizik ističe se rizik zaposlenika. Jedino kroz fer pristup prema zaposlenicima te kontinuirane treninge i mogućnosti usavršavanja stvara se podloga za kvalitetan i produktivan kadar.

Peve bez dileme učinkovito upravlja rizicima. Činjenica da se većina financijskih rizika nalaze u III. kvadrantu upućuje na kvalitetno vođenje financija dok kontinuirano unaprjeđivanje i optimiziranje procesa te implementacija i digitalizacija sustava omogućuje rast i diversifikaciju od konkurenata.

6. ZAKLJUČAK

U modernom okruženju brzo i efikasno prepoznavanje, a zatim i upravljanje rizicima od ključne je važnosti za održivi rast. Iako posluje isključivo na domaćem tržištu, Pevex se svakodnevno nosi s izazovima kao što su iznenadne fluktuacije cijena, promjene preferencija potrošača te pitanje novih tehnologija. Napredak tehnologije, globalne promjene na političkoj razini i konflikti, ekonomski rizici, migracije, promjena navika i životnog stila potrošača, briga o okolišu i očuvanju prirode, samo su neki od čimbenika koji značajno utječu na poslovanje. Stoga je prepoznavanje i procjena rizika, priprema strategije za smanjenje ili uklanjanje rizika, i zatim nadgledanje, neophodno je za uspješno svladavanje prepreka u dinamičnom i nestalnom okruženju.

Cilj rada bio je provesti analizu poduzeća koja će biti temelj za prepoznavanje i kvantificiranje deset ključnih rizika s najvećim značajem za Pevex d.d. koji bi u slučaju nastanka ugrozili poslovanje kroz smanjenje prihoda ili pak povećanje neke od vrsta troškova te prikazati utjecaj modela integriranog upravljanja rizicima na vrijednost poduzeća.

Zbog razine obujma poslovanja Pevex biva još osjetljiviji na promjene negoli na manja poduzeća. Ustanovljeno je da svi čimbenici razrađeni u sklopu PESTLE analize imaju značajan utjecaj na društvo. Od političkih čimbenika osobit utjecaj imaju odluke Vlade koje se odnose na fiskalnu i monetarnu politiku te globalna politička situacija koja utječe na cijene energenata. Od ekonomskih čimbenika pozornost valja obratiti na makroekonomske pokazatelje kao stopu inflacije, stopu nezaposlenosti i gospodarski rast. Od društvenih čimbenika na promatrano poduzeće najviše utječu demografske promjene i migracije. Osim navedenih utjecaja ne treba zanemariti niti tehnološke i ekoloških čimbenika te pravne regulative.

U radu je identificirano deset ključnih rizika. Kao najznačajniji identificirani su cjenovni rizik koji proizlazi iz mogućeg povećanja cijena sirovima na globalnim tržištima čiji bi utjecaj bio neposredno smanjenje dobiti i profitabilnosti. Još jedan strateški rizik jest rizik gubitka kupaca u slučaju jačanja konkurenata prisutnima na domaćem tržištu sa sličnim asortimanom proizvoda. Dodatno se još ističu reputacijski rizik iza kojega slijede tehnološki rizik i rizik likvidnosti.

Pevex nedvojbeno demonstrira sposobnost učinkovitog upravljanja rizicima. Nakon izlaska iz stečaja prije deset godina kontinuirano raste, povećava profitabilnost, broj zaposlenika i

broj prodajnih centara. Kroz diversificiran asortiman proizvoda u sedam različitih segmenata društvo smanjuje ovisnost o razini prodaje u jednom segmentu, osigurava svoja potraživanja te kontinuirano prati tržišne, tehnološke i ekološke trendove. Kvalitetno implementiranim sustavom praćenja i upravljanja rizicima, Pevex čvrsto drži poziciju lidera na hrvatskom tržištu te kao brend ostaje usađen duboko u svijesti domaćih potrošača.

Popis literature

1. Alanzi, S. (2018). Pestle Analysis Introduction. https://www.researchgate.net/publication/327871826_Pestle_Analysis_Introduction
2. Andersen, T. J., & Shroder, P. W. (2010). *Strategic Risk Management Practice: How to Deal Effectively with Major Corporate Exposures*. New York: Cambridge. DOI: 10.1017/CBO9780511816017
3. Andrén, N., Jankensgí, H., & Exelheim, L. (2005). *Exposure-based Cash Flow-at-Risk under Macroeconomic Uncertainty*. Journal of Applied Corporate Finance.
4. Aralica, Z. (2005). Povezanost vrijednosti kapitala i odabranih pokazatelja u proizvodnim poduzećima. Ekonomski pregled 56 (12), 1190-1216.
5. Bendeković, J., & Lasić, V. (1991). *Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća*. Ekonomski institut Zagreb.
6. Benko, L., Đurić, L., Rupčić, J., Skupnjak, E., Stanin, A., Šegović, B., & Zrinski, S. (2019). *Integrirani pristup analizi i upravljanju rizicima grupe AD Plastik*. Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva. Miloš Sprčić, D., Puškar, J., Zec, I. (ur.). Sveučilište u Zagrebu Ekonomski fakultet.
7. Buble, M. (2020). *Osnove analize okoline. Strateški menadžment*, Buble. M. (ur.). Zagreb: Sinergija.
8. Buye, R. (2021). *Critical examination of the PESTEL Analysis Model*. https://www.researchgate.net/publication/349506325_Critical_examination_of_the_PESTEL_Analysis_Model (pristupljeno 26.6.2023.)
9. Carpenter, M. A., & Dunung, S. P. (2012). *Challenges and Opportunities in International Business*, preuzeto s <https://2012books.lardbucket.org/books/challenges-and-opportunities-in-international-business/s01-about-the-authors.html>
10. Corporate Finance Institute (2024). preuzeto s <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/pestel-analysis/>
11. Culp, L. C. (2002). *The Revolution in Corporate Risk Management*. Journal of Applied Corporate Finance 14 (4).
12. Damodaran online: *Useful Data Sets*. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html (pristupljeno: 20.7.2024.)
13. Državni zavod za statistiku. *Prirodno kretanje stanovništva Republike Hrvatske u 2023*. <https://podaci.dzs.hr/2024/hr/76800> (pristupljeno 4.9.2024.)
14. Echempraise. (2023). *Navigating Business Success: The Power of PESTLE Analysis*, <https://medium.com/@echempraise/navigating-business-success-the-power-of-pestle-analysis-0c50c4d66c74> (pristupljeno 16.6.2023.)
15. Euromoney Training EMEA (2005). *Corporate Valuation*. Popratni materijal edukacijskog tečaja, str. 88.

16. European Central Bank – Eurosystem. *The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets* (europa.eu) https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202204_01~68ef3c3dc6.en.html (pristupljeno 4.9.2024.)
17. European Commission. Croatia in the Digital Economy and Society Index <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/desi-croatia> (pristupljeno 4.9.2024.)
18. Financijski izvještaji društva za 2018. godinu
19. Financijski izvještaji društva za 2019. godinu
20. Financijski izvještaji društva za 2020. godinu
21. Financijski izvještaji društva za 2021. godinu
22. Financijski izvještaji društva za 2022. godinu
23. Financijski izvještaji društva za 2023. godinu
24. Fischeer, N., & Hall, G. R. (1969). *Risk and corporate rates of return*. Quarterly Journal of Economics 83 (1), 79-92.
25. Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1993). *Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*. Journal of Finance 48 (5), 1629-1658.
26. Fučkan, Đ., & Sabol, A. (2013). *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: Hum, 196.
27. Gonan Božac, M. (2008). *SWOT analiza i TOWS matrica – sličnosti i razlike*. Economic research-Ekonomska istraživanja 21 (1), 19-34.
28. Gokhale, P. (2021). PESTLE Analysis – A Perspective on Risk Management during the Current Pandemic. IOD Blog, preuzeto s https://www.iodglobal.com/uploads/newarticle_pdf/1626862828pestle-analysis-a-perspective-on-risk-management-during-the-current-pandemic-pushkar-gokhale-june-dt2021.pdf
29. Green, P. E. J. (2016). *Enterprise Risk Management: A Common Framework for the Entire Organization*. Amsterdam: Elsevier Butterworth-Heinemann.
30. Gürel, E., & Tat, M. (2017). *SWOT Analysis: A Theoretical Review*. Journal of International Social Research, 10(51), 994-1006.
31. Helms, M.M., & Nixon, J. (2010) *Exploring SWOT Analysis-Where Are we Now?* Journal of Strategy and Management, 3, 215-251. <https://doi.org/10.1108/17554251011064837>
32. HNB Eurosystem. (2024). *CNB's macroeconomic projections for Croatia – June 2024*. [https://www.hnb.hr/en/analyses-and-publications/macro-economic-projections#:~:text=The%20Croatian%20National%20Bank%20expects,growth%20could%20gradually%20slow%20down](https://www.hnb.hr/en/analyses-and-publications/macro-economic-projections#:~:text=The%20Croatian%20National%20Bank%20expects,growth%20could%20gradually%20slow%20down.). (pristupljeno 23.7.2024).
33. HNB Eurosystem. *General government debt* <https://www.hnb.hr/en/statistics/statistical-data/general-government/general-government-debt> (pristupljeno: 20.7.2024.)

34. HNB Eurosystem. *Kamatne stope* <https://www.hnb.hr/en/statistics/statistical-data/financial-sector/other-monetary-financial-institutions/credit-institutions/interest-rates> (pristupljeno: 20.7.2024.)
35. HNB Eurosystem (2024). *Komentar o kretanju inflacije u ožujku 2024.* <https://www.hnb.hr/-/komentar-o-kretanju-inflacije-u-ozujku-2024-> (pristupljeno 4.9.2024.)
36. HNB Eurosystem. Main macroeconomic indicators (hnb.hr) <https://www.hnb.hr/en/statistics/main-macroeconomic-indicators> (pristupljeno 4.9.2024.)
37. Kaplan, S, (Ed.) (2009) Book 3 – *Corporate Finance and Portfolio Management*, CFA® Exam – Level 2.
38. Kostanyan, G., & Harutyunyan, G. (2024). *Observations on the statement of cash flows*. *Financial Accounting* 1 (13). DOI: <https://doi.org/10.59503/29538009-2024.1.13-75>
39. LaGattuta, C. A., Stein, J. C., Tennican., M. L., Usher, S. E., & Youngen, J. (2000). *Cash-flow-at-Risk and Financial Policy for Electricity Companies in the New World Order*. Elsevier Science Inc.
40. Limić, N. (2002). *Monte Carlo simulacije slučajnih veličina, nizova i procesa*. Zagreb: Element.
41. Linsmaier, T. J., & Person, N. D. (1999). *Risk Measurement: An Introduction to Value at Risk*. University of Illinois at Urbana-Champaign. <https://www.casact.net/education/specsem/99frmgt/pearson2.pdf>
42. Markowitz, . M. (1952). *Portfolio Selection*. *Journal of Finance*.
43. Marshall E. Blume (1975). *Betas and Their Regression Tendencies*. *Journal of Finance*, 785-796.
44. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2002). *Financial Management: Theory and Practice*. 11th ed.
45. Miloš Sprčić, D., & Bedeković, K. (2019). *Integrirano upravljanje rizicima – strateški alata za bolje upravljanje poslovanjem. Primjena modela integriranog upravljanja rizicima*. Miloš Sprčić, D., Puškar, J., Zec, I. (ur.).
46. Miloš Sprčić, D., Mešin Žagar, M., Sevic, Ž., & Marc, M. (2016). *Does enterprise risk management influence market value – A long-term perspective?* *Journal of Revenue and Pricing Management* 18 (2-3). DOI: 10.1057/rm.2016.3
47. Miloš Sprčić, D. (Ed.) (2014). *Risk Management: Strategies for Economic Development and Challenges in the Financial System*. Nova Science Publisher, Hauppauge, New York. ISBN: 978-1-63321-539-9
48. Miloš Sprčić, D. (2013a). *Upravljanje rizicima*. Zagreb: Sinergija.
49. Miloš Sprčić, D. (2013b). *Corporate Risk Management and Value Creation*. *Montenegrin Journal of Economics*.

50. Miloš Sprčić, D. (2013c). *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija.
51. Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. O. (2012). *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet.
52. Miloš Sprčić, D., & Radić, D. (2011). *Kvantifikacija izloženosti rizicima – usporedba i ocjena metoda VaR I CFaR*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu 9 (1).
53. Miloš Sprčić, D., & Sprčić, P. (2009). *Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima*. Zbornik Ekonomskog fakulteta 7 (1), 93-105.
54. Miloš Sprčić, D., Tekavčić, M., & Šević, Ž. (2007). *The Relevance of Corporate Risk Management Function and its Influence on Company's Value*. Računovodstvo – časopis za Računovodstvo, Reviziju i Poslovne financije 5-6, 5-23.
55. Nejašmić, I., & Toskić, A. (2013). *Starenje stanovništva u Hrvatskoj – sadašnje stanje i perspektive*. Hrvatski geografski glasnik, 75 (1), 89-110.
56. Oral, C., & Akkaya, G. C. (2015). *Cash Flow at Risk: A Tool for Financial Planning*. Procedia Economics and Finance 23.
57. Orsag, S. (1997). *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest.
58. Özvural, Ö. (2004). *Cash Flow-At-Risk In Publicly Traded Non-Financial Firms In Turkey: An Application In Defense Companies*, (Unpublished Master's Thesis). The Institute of Economics and Social Sciences, Master Of Business Administration, Bilkent University, Turkey.
59. Pevev <https://kompanija.pevev.hr/> (pristupljeno 20.10.2023.)
60. Pevev prodajni-kanali <https://kompanija.pevev.hr/prodajni-kanali> (pristupljeno 20.10.2023.)
61. Pfeifer, S. (2010). *Metode i tehnike analize okoline: Povezivanje analize eksternih i internih faktora (SWOT)*. Strateški menadžment. Buble, M. (ur.).
62. Porter, M. E. (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Harvard Business Review 86 (1), 78-93.
63. Porter, M. E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: The Free Press, 39.
64. Porter, M. (1985). *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. NY: The Free Press.
65. Poslovni dnevnik, <https://www.poslovni.hr/hrvatska/nad-pevecom-otvoren-stecaj-zbog-duga-od-163-mil-kuna-133459>, pristupljeno 23.7.2024.)
66. Rastogi, N., & Trivedi, K. M. (2016). *Pestle Technique—A Tool to Identify External Risks in Construction Projects*. International Research Journal of Engineering and Technology (IRJET), 3, 384-388.
67. Renaldo, N., Sudarno, S., Hughes, A., Smith, H., & Schmidt, M. (2024). *Unearthed Treasures by Unlocking the Secrets of Forgotten Cash through Dynamic Cash Flow Analysis*. Luxury: Landscape of Business Administration, 2(1), 85–92. <https://doi.org/10.61230/luxury.v2i1.75>

68. RiskMetrics Group (1999). *CorporateMetrics™* Technical Document. RiskMetrics Group.
69. SandRun Risk. <https://www.sandrunkrisk.com/risk-management.html> (pristupljeno: 18.7.2023).
70. SAP documentation. *Cash Flow at Risk (CFaR)*. https://help.sap.com/docs/SAP_ERP/67736291c0b44497b496de907e054745/70ee5953c91eff4fe1000000a44176d.html (pristupljeno 15.6.2024.)
71. Schmit, J. T., & Roth, K. (1990). *Cost Effectiveness of Risk Management Practices*. *Journal of Risk and Insurance* 57 (3), 455-470.
72. Stein, J., Usher, S., LaGattuta, D., & Youngen, J. (2001). *A Comparable Approach to Measuring Cash-Flow-at-Risk for Non-Financial Firms*. *Journal of Applied Corporate Finance* 13 (4)
73. Stowe, D. J., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2002). *Analysis of Equity Investments – Valuation*, United Book Press, Baltimore.
74. Sun, S. (2024). *The Optimization Path of Cash Flow Statement Presentation in China*. *International Journal of Global Economics and Management* 3 (2). DOI: <https://wepub.org/index.php/IJGEM/article/view/2018>
75. The Global Economy. Croatia: Business freedom https://www.theglobaleconomy.com/Croatia/herit_business_freedom/ (pristupljeno 4.9.2024.)
76. Tipurić, D. (2010). *Alternativne strategije: Generičke poslovne strategije*. *Strateški menadžment*, Buble, M. (ur.). Zagreb: Sinergija, 144.
77. Vidučić, Lj., Pepur, S., & Šimić Šarić, M. (2015). *Financijski menadžment*, Zagreb: RRIF plus.
78. Wehrich, H. (1982). *The TOWS Matrix – A Tool for Situational Analysis*. *Long Range Planning* 15 (2).
79. Wiedemann, A., Hager, P., & Roehrl, A. (2005). *Integrated Risk Management with Cash-Flow-at-Risk/Earnings-at-Risk methods*. https://www.risknet.de/uploads/tx_bxlibrary/Wiedemann-Cash-Flow-at-Risk.pdf (pristupljeno 20.6.2024.)
80. *World government bonds: Croatia 10 Years vs Germany 10 Years Spread* https://www.worldgovernmentbonds.com/?utm_content=cmp-true (pristupljeno: 20.7.2024.)

Popis tablica

Tablica 1 SWOT matrica.....	20
Tablica 2 Račun dobiti i gubitka 2021-2023	48
Tablica 3 Bilanca 2021-2023.....	50
Tablica 4 SWOT analiza.....	51
Tablica 5 Pro forma Račun dobiti i gubitka	52
Tablica 6 Pro forma Bilanca.....	52
Tablica 7 Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala.....	53
Tablica 8 Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća.....	54
Tablica 9 Izračun ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova	54
Tablica 10 Procjena vrijednosti poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova.....	55
Tablica 11 Vjerojatnost nastanka događaja i značajnost identificiranih rizika	56
Tablica 12 Kvantifikacija rizika metodom rizičnih novčanih tokova	61
Tablica 13 Razine vjerojatnosti i značajnosti identificiranih rizika	61

Popis slika

Slika 1 Piramida upravljanja rizicima	5
Slika 2 Četiri vrste rizika	6
Slika 3 Pristupi analizi kompanije	10
Slika 4 PESTLE analiza	13
Slika 5 Porterov model pet konkurentskih sila.....	14
Slika 6 Generičke konkurentske strategije	16
Slika 7 TOWS matrica.....	21
Slika 8 Komponente vrijednost DCF modela.....	25
Slika 9 Vrijednost novčanih tokova pri riziku.....	27
Slika 10 Novčani tok pri Riziku	28
Slika 11. Logo Pevex d.d.....	32
Slika 12 Vlasnička struktura na dan 31.12.2023.	32
Slika 13 Kretanje poslovnih prihoda u razdoblju 2012-2023.....	33
Slika 14 Kretanje ukupnih prihoda i neto dobiti u razdoblju 2012-2023	33
Slika 15 Broj prodajnih centara u razdoblju 2012-2023.....	34
Slika 16 Ukupni prihodi po zaposleniku u razdoblju 2012-2023.....	34
Slika 17 Neto dobit po zaposleniku u razdoblju 2012-2023	35
Slika 18 Cijene energenata	37
Slika 19 Kretanje BDP-a i broja stanovnika.....	38
Slika 20 Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj	38
Slika 21 Očekivana stopa rasta domaćeg BDP-a.....	39
Slika 22 Prirodno kretanje stanovništva u RH.....	40
Slika 23 DESI indeks za Hrvatsku 2022	41
Slika 24 Indeks ekonomskih sloboda	42
Slika 25 Kretanje prihoda od prodaje među konkurentima.....	44
Slika 26 Kretanje EBITDA marže među konkurentima.....	44
Slika 27 Mapa rizika poduzeća Pevex d.d.	62

Životopis



Marko Seljan

Nationality: Croatian Date of birth: 19/01/1999 Gender: Male

Phone number: (+385) 997933041 Email address: msejlan@net.efzg.hr

Home: Kozarčaninova 2, 10000 Zagreb (Croatia)

EDUCATION AND TRAINING

FINISHED VII. GIMNASIUM IN ZAGREB

[31/08/2014 – 11/06/2018]

Field(s) of study: Presentation and communication skills, Team work

INTERNSHIP IN COMPANY "PEVEX" - DEPARTMENT FOR LOGISTICS AND DIGITAL DATA ANALYSIS

[31/08/2019 – 30/09/2019]

INTERNSHIP IN ERSTE&STEIERMÄRKISCHE BANK - DEPARTMENT FOR CORPORATE BANKING

[31/08/2020 – 30/09/2020]

INTERNSHIP IN CONSULTING COMPANY "KF Finance"

[31/05/2021 – 30/06/2021]

INTERCAPITAL - INTERNSHIP (Asset management)

Asset management, Equity research [01/09/2022 – 01/10/2022]

FINISHED FIFTH YEAR OF FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS - UNIVERSITY OF ZAGREB

[30/09/2019 – 30/09/2023]

Field(s) of study: Business and Administration

WORK EXPERIENCE

Market research analyst

"Centar za inovacije d.o.o." [31/08/2020 – 31/08/2021]

City: Zagreb | Country: Croatia

Audit Assistant

Ernst&Young [01/09/2023 – Current]

City: Zagreb | Country: Croatia

CERTIFICATIONS

German B2 Level - Deutsches Sprachdiplom (DSD) (2018)

Artificial Intelligence course "Elements of AI"

Govornička akademija "Demosten"

NETWORKS AND MEMBERSHIPS

[30/09/2019 – 30/09/2020]

Member of "Economic Clinic" student association, Faculty of Economics and Business - Zagreb

PUBLICATIONS

Company Analysis and Risk Management Strategies in the Global Business Environment - a Case Study Collection University of Zagreb, Faculty of Economics & Business

LANGUAGE SKILLS

Mother tongue(s): Croatian

Other language(s):

English

LISTENING C1 READING C1 WRITING C1

SPOKEN PRODUCTION C1 SPOKEN INTERACTION C1

German

LISTENING B2 READING B2 WRITING B2

SPOKEN PRODUCTION B2 SPOKEN INTERACTION B2

Levels: A1 and A2: Basic user; B1 and B2: Independent user; C1 and C2: Proficient user

DRIVING LICENCE

Driving Licence: B