

Primjena metode rizičnih novčanih tokova u analizi rizika na primjeru poduzeća Arena Hospitality Group

Puškar, Julija

Master's thesis / Diplomski rad

2020

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:148:923560>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-02**



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 ARENA
HOSPITALITY GROUP**

Diplomski rad

Julija Puškar

Zagreb, rujan 2020.

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 ARENA
HOSPITALITY GROUP**

**APPLICATION OF THE CASH-FLOW-AT-RISK METHOD IN
RISK ANALYSIS – THE CASE OF ARENA HOSPITALITY
GROUP**

Diplomski rad

Student: Julija Puškar

JMBAG studenta: 0067540122

Mentorica: Prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić

Zagreb, rujan 2020.

Sažetak

Cilj rada je na osnovu temeljite analize identificirati i kvantificirati strateške, financijske i operativne rizike vezane uz poslovanje Arena Hospitality Group i odrediti koji rizici imaju značajan utjecaj na vrijednost poduzeća te kako zaštititi poduzeće od tih rizika. Rad uključuje analizu okruženja poduzeća, industrije u kojoj posluje, konkurentne strategije koju primjenjuje te analizu financijskog položaja. Kao konačni cilj i temelj diplomskog rada koristi se primjena metode rizičnih novčanih tokova. Iscrpna analiza pokazala je da poduzeće Arena Hospitality Group adekvatno upravlja rizicima vezanim za vlastito poslovanje. Glavno opažanje rada je krhkost turističke industrije u kojoj poduzeće posluje, posebice uslijed pojave COVID-19 pandemije.

Ključne riječi: integrirano upravljanje rizicima, metoda rizičnih novčanih tokova, turistička industrija, turizam, Arena Hospitality Group

Summary

The goal of this paper is based on a thorough analysis to identify and quantify the strategic, financial, and operational risks associated with the operations of Arena Hospitality Group and determine which risks have a significant impact on the value of the company and how to protect the company from these risks. The paper includes an analysis of the company's environment, the industry in which it operates, the competitive strategy it applies, and an analysis of its financial position. The application of the Cash-Flow-at-Risk Method – CFaR is used as the final goal and foundation of the thesis. The comprehensive analysis showed that Arena Hospitality Group adequately manages the risks associated with its own business. The main observation of the paper is the fragility of the tourism industry in which the company operates, especially due to the emergence of the COVID-19 pandemic.

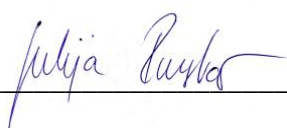
Key words: Enterprise Risk Management, Cash-flow-at-Risk, CFaR, Tourism industry, Arena Hospitality Group

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

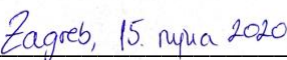
Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je prijava teme diplomskog rada isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora, te da nijedan dio prijave teme 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)



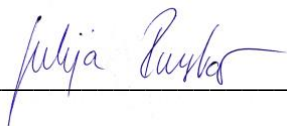
(mjesto i datum)

STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

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

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

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



(personal signature)



(place and date)

SADRŽAJ

1.	Uvod	1
1.1.	Predmet i cilj rada	1
1.2.	Izvori i metode prikupljanja podataka	2
1.3.	Struktura rada	2
2.	Integrirani model upravljanja rizicima i metoda rizičnih novčanih tokova	4
2.1.	Proces integriranog upravljanja rizicima	4
2.2.	Metoda rizičnih novčanih tokova	7
3.	Poslovna analiza kao podloga integriranom upravljanju rizicima i procjena vrijednosti	8
3.1.	Analiza okruženja i poslovanja poduzeća	8
3.1.1.	Analiza vanjskog okruženja	8
3.1.2.	Analiza industrije	10
3.1.3.	Analiza konkurentne strategije poduzeća	12
3.1.4.	Analiza unutarnjeg okruženja	15
3.1.5.	SWOT analiza	16
3.2.	Procjena vrijednosti	17
3.2.1.	Model diskontiranih novčanih tokova	18
3.2.2.	Diskontna stopa i trošak kapitala	20
4.	Primjena integriranog upravljanja rizicima i metode rizičnih novčanih tokova na primjeru poduzeća Arena Hospitality Group	23
4.1.	Općenito o poduzeću Arena Hospitality Group	23
4.2.	Pregled tržišta	24
4.2.1.	Pregled segmenata poslovanja	26
4.2.2.	Pregled poslovanja destinacija	29
4.3.	Analiza šireg vanjskog okruženja – PESTLE analiza	31
4.4.	Analiza industrije	43
4.4.1.	Analiza životnog vijeka industrije	43
4.4.2.	Analiza tržišne koncentracije i poslovanja konkurenata	44
4.4.3.	Porterov model pet sila	49
4.5.	Analiza poduzeća	52
4.5.1.	Analiza konkurentne strategije poduzeća	52
4.5.2.	Analiza fundamentalnih činitelja vrijednosti iz proteklih financijskih izvještaja	57
4.5.3.	SWOT analiza	70
4.6.	Procjena slobodnih novčanih tokova u poduzeću Arena Hospitality Group	71
4.6.1.	Izrada <i>pro forma</i> financijskih izvještaja	71
4.6.2.	Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala	73
4.6.3.	Izračun i procjena vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća	76
4.7.	Identifikacija, kvantifikacija i upravljanje rizicima na primjeru poduzeća Arena Hospitality Group	77
4.7.1.	Identifikacija strateških, financijskih i operativnih rizika	77
4.7.2.	Kvantifikacija rizika primjenom metode rizičnih novčanih tokova	85
4.7.3.	Mapiranje rizika	91
4.7.4.	Cjelovita strategija upravljanja rizicima	93
5.	Zaključak	98
	Literatura	100
	Popis tablica	105
	Popis grafikona	106
	Popis slika	106

1. Uvod

1.1. Predmet i cilj rada

Zbog povećane dinamičnosti poslovnog svijeta i okoline poslovanja, posljednjih godina sve više jača svijest o važnosti i ulozi funkcije upravljanja rizicima čemu svjedoči sve veći broj organizacija koje nastoje integrirati sustav upravljanja rizicima u svoju organizacijsku kulturu i upravljačke sustave. Upravljanje rizicima važan je aspekt učinkovitog sustava korporativnog upravljanja, a značaj istog posebice je naglašen u vremenu gospodarske krize jer je dokazano da poduzeća koja upravljaju rizicima imaju manju vjerojatnost financijskih problema i stečaja. Predmet ovog rada je analiza poslovanja i poslovnih rizika poduzeća Arena Hospitality Group i njihova kvantifikacija putem metode rizičnih novčanih tokova (eng. *Cash-flow-at-Risk – CFaR*) koja omogućuje simulaciju novčanih tokova poduzeća za procjenu vjerojatnosti nastupanja financijskih poteškoća u duljem razdoblju.

Cilj rada je na osnovu temeljite analize identificirati i kvantificirati strateške, financijske i operativne rizike vezane uz poslovanje i odrediti koji rizici imaju značajan utjecaj na vrijednost poduzeća te kako zaštititi poduzeće od tih rizika. Proces prikupljanja i analize podataka odnosi se na petogodišnje razdoblje zaključno s 2019., te prognozu za razdoblje od 2020. do 2024. godine. Sam proces započinje „*top-down*” analizom okruženja i poslovanja poduzeća temeljem koje se procjenjuju očekivani novčani tokovi poduzeća, identificiraju rizici kojima je poslovanje izloženo, te se oni kvantificiraju modeliranjem njihovog utjecaja na fundamentalnu vrijednost poduzeća. Metode, tehnike i alati koji se planiraju koristiti stečeni su na kolegijima Upravljanje rizicima, Poslovna analiza i Analiza i vrednovanje poduzeća. Spomenuta „*top-down*” analiza započinje analizom vanjskog okruženja, odnosno PESTLE analizom te se nadovezuje na analizu životnog vijeka industrije, analizu strateške grupe i Porterov model pet sila koji su dijelom analize industrije. Analiza unutarnjeg poslovanja obuhvaća analizu konkurentskih strategija i analizu financijskih izvještaja, te SWOT analizu. Kao konačni cilj i temelj diplomskog rada pretpostavlja se primjena metode rizičnih novčanih tokova. Kako bi se navedena metoda mogla primijeniti i odrediti značajnost identificiranih rizika, prvotno se sastavljaju *pro forma* financijski izvještaji i određuje ponderirani prosječni trošak kapitala poduzeća koji u radu služi kao diskontna stopa. U posljednjem dijelu rada naglasak se stavlja na izloženost Arena Hospitality Group poslovnim rizicima koji se kvantificiraju metodom scenarija i metodom analize osjetljivosti. Metodom scenarija procjenjuje se vjerojatnost nastupanja uočenih rizika, dok se metodom analize osjetljivosti procjenjuje značajnost nastupanja rizika i utjecaj na vrijednost. Krajnji cilj procesa analize rizika, a time i ovog rada

je utvrditi cjelovitu strategiju i učinkovite mjere upravljanja rizicima kako bi se identificirani rizici eliminirali i reducirali iz poslovanja poduzeća.

Stručni doprinos ovog rada je razumijevanje modela integriranog upravljanja rizicima kroz primjer turističkog poduzeća te određivanje čimbenika njegove fundamentalne vrijednosti kao i povezanih poslovnih rizika. Ovim će se radom nastojati primijeniti teorijska saznanja prikupljena iz stručnih knjiga i članaka o upravljanju rizicima u svrhu identificiranja čimbenika koji utječu na rizične novčane tokove i vrijednost Arena Hospitality Group. Analiza će pokazati i svrsishodnost te aktualnost u krhkosti promatrane industrije, po prirodi ključne za gospodarstvo Republike Hrvatske, uslijed COVID-19 pandemije.

1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka

Teorijska podloga za pisanje ovog rada su brojni sekundarni izvori podataka i to ponajprije postojeća stručna i znanstvena literatura, knjige, publikacije, časopisi te aktualni članci i provedena istraživanja relevantna za temu upravljanja poslovnim rizicima. Kao izvor podataka ključnih za analizu i procjenu financijskih rezultata te očekivanih novčanih tokova korišteni su javno dostupni financijski izvještaji Grupe. Prilikom analize podataka, u radu su korištene metode znanstveno-istraživačkog rada poput metode deskripcije, komparacije, analize, sinteze, indukcije, dedukcije i klasifikacije.

1.3. Struktura rada

Rad se sastoji od pet cjelina. U uvodnom dijelu prikazana je cjelovita slika problema i ciljeva koji se žele postići. Drugo poglavlje odnosi se na teorijsku spoznaju integriranog modela upravljanja rizicima i metode rizičnih novčanih tokova. Ono opisuje proces integriranog upravljanja rizicima te važnost primjene kao moderne poslovne strategije svakog poduzeća danas. U trećem poglavlju teorijski je razrađen cjelokupni proces integriranog upravljanja rizicima, prvotno kroz analizu okruženja i poslovanja poduzeća, a slijedi je procjena vrijednosti korištenjem modela diskontiranih novčanih tokova. U analizi okruženja i poslovanja poduzeća predstavljeni su modeli „*top-down*” analize: PESTLE analiza, Porterov model pet konkurentskih sila, analiza životnog vijeka industrije, generičke poslovne strategije, financijska analiza te SWOT analiza. Četvrto poglavlje odnosi se na primjenu integriranog upravljanja rizicima i metode rizičnih novčanih tokova na primjeru poduzeća Arena Hospitality Group. Rezultati analize u prvih pet potpoglavlja ključni su za utvrđivanje situacije u poduzeću za procjenu rizičnih novčanih tokova te donošenje zaključaka u identifikaciji, kvantifikaciji i

upravljanju rizicima. U završnom dijelu rada sažeto su izneseni cilj rada, analiza problema te su doneseni zaključci.

2. Integrirani model upravljanja rizicima i metoda rizičnih novčanih tokova

2.1. Proces integriranog upravljanja rizicima

U posljednjih nekoliko godina sve više jača svijest o važnosti upravljanja rizicima čemu svjedoči povećanje broja organizacija koje integriraju sustav upravljanja rizicima u vlastito poslovanje.¹ Ono je postalo dijelom moderne poslovne strategije poduzeća diljem svijeta u ostvarivanju vodeće konkurentske prednosti gotovo u svim industrijskim sektorima.² Naravno, upravljanje rizicima nije oduvijek bilo tako složeno i razvijeno kao danas. U svojim začecima, ono je podrazumijevalo reagiranje na rizik tek onda kada je nastao, ignorirajući vjerojatnosti nastanka i anticipativno djelovanje na isti. Rizici su se prilikom nastanka promatrali pojedinačno ne sagledavajući njihov među-utjecaj, kao ni kolektivni utjecaj na cjelokupno poduzeće. Globalizacija koja je povećala kompleksnost poslovanja, kao i informacijske tehnologije koje su omogućile učinkovitost u prikupljanju i širenju znanja, otvorili su mogućnost i za sveobuhvatan i proaktivan pristup rizicima poduzeća koji proizlazi iz integriranog upravljanja rizicima poduzeća (eng. *Integrated Risk Management ili Enterprise Risk Management – ERM*).³ Proces integriranog upravljanja rizicima poduzeća može se definirati kao „proces koji sustavno i cjelovito identificira kritične rizike, kvantificira njihov utjecaj i osigurava provedbu integriranih strategija upravljanja rizicima u cilju povećanja vrijednosti poduzeća”.⁴ U njegovu provođenju sudjeluju uprava društva, menadžment i ostali zaposlenici, primjenjujući ga u skladu sa strategijom poduzeća. Osmišljen je s ciljem identificiranja potencijalnih nepovoljnih događaja koji mogu utjecati na organizaciju te upravljanja rizicima, a sve u svrhu pružanja dostatne sigurnosti u ostvarenju ciljeva poduzeća.⁵ Prema Miloš Sprčić (2013), proces integriranog upravljanja rizicima može se opisati kroz nekoliko međusobno povezanih faza, koje su primijenjene u analizi ovog rada: Utvrđivanje situacije u poduzeću; Identifikacija i subjektivna kvantifikacija rizika/Izrada Mape rizika;

¹ Miloš Sprčić, D., Mešin Žagar, M., Šević, Ž., Marc, M. (2016) *Does Enterprise Risk Management Influence Market Value – A Long-Term Perspective*, Risk Management. 18 (2-3), str. 65-88.

² Bartram, S. M. (2000) *Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation*. Financial Markets, Institutions & Instruments, 9(5), str. 279-324.

³ Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 79.

⁴ Darlington A., Grout S., Whitworth J. (2001) *How Safe is Safe Enough? An introduction to Risk Management*, The Staple Inn Actuarial Society. Preuzeto s: <https://www.yumpu.com/en/document/read/32324428/how-safe-is-safe-enough-an-introduction-to-risk-management->. [15. srpnja 2020.]

⁵ COSO (2004) *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* (Executive Summary). Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Preuzeto s: <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary.pdf>. [15. srpnja 2020.]

Analiza i objektivna kvantifikacija rizika/Revidiranje Mape rizika; Odluke o upravljanju rizicima.

U identificiranju rizika ključno je razumijevanje okruženja organizacije, industrije u kojoj posluje, konkurentske strategije koju primjenjuje te financijskog položaja. Jedna od mogućih analiza poznata je pod nazivom „odozgo prema dolje” (eng. *top-down*) koja započinje analizom makroekonomskog okruženja, nadovezuje se na analizu industrije ocjenjujući uspješnost poslovanja, ali i konkurentski položaj promatrane organizacije, slijedi ga analiza konkurentske strategije poduzeća te financijska analiza koja služi za ocjenu stabilnosti i djelotvornosti poslovanja. Sveobuhvatna analiza ključna je za izradu SWOT matrice čiji je cilj kroz četiri čimbenika prikazati unutarnje i vanjske prednosti i nedostatke organizacije. Metode korištene za utvrđivanja situacije u poduzeću, odnosno u „*top-down*” pristupu dodatno su objašnjeni u nastavku rada. Informacije dobivene u analizi služe kao podloga za identifikaciju rizika i njihovu subjektivnu i objektivnu kvantifikaciju kroz niz kvalitativnih, odnosno kvantitativnih metoda. Jednom identificirani rizici smještaju se u mapu rizika rangiranjem prema vjerojatnosti nastupanja i značajnosti utjecaja na poslovanje poduzeća. Rizici se s obzirom na njihovu značajnost, odnosno utjecaj na vrijednost novčanih tokova, zarada i vrijednost poduzeća, ocjenjuju ocjenom od 1 do 5 pri čemu 1 predstavlja rizik s najmanjim utjecajem na poduzeće, a 5 s najvećim. Vjerojatnosti nastupanja pridružuje se ocjena od 1 do 5, gdje ponovno najniža ocjena pretpostavlja da je nastupanje štetnog događaja gotovo nemoguće, a ocjena 5 daje se riziku s najvećom vjerojatnosti realizacije.

Tablica 1.: Pregled razina i pripadajućih značajnosti rizika

ZNAČAJNOST ZA SMANJENJE VRIJEDNOSTI	RAZINA
Pad vrijednosti < 5 %	1
Pad vrijednosti $\geq 5\%$ < 10 %	2
Pad vrijednosti $\geq 10\%$ < 15 %	3
Pad vrijednosti $\geq 15\%$ < 20 %	4
Pad vrijednosti $\geq 20\%$	5

Izvor: izrada autorice prema nastavnim materijalima kolegija Upravljanje rizicima.

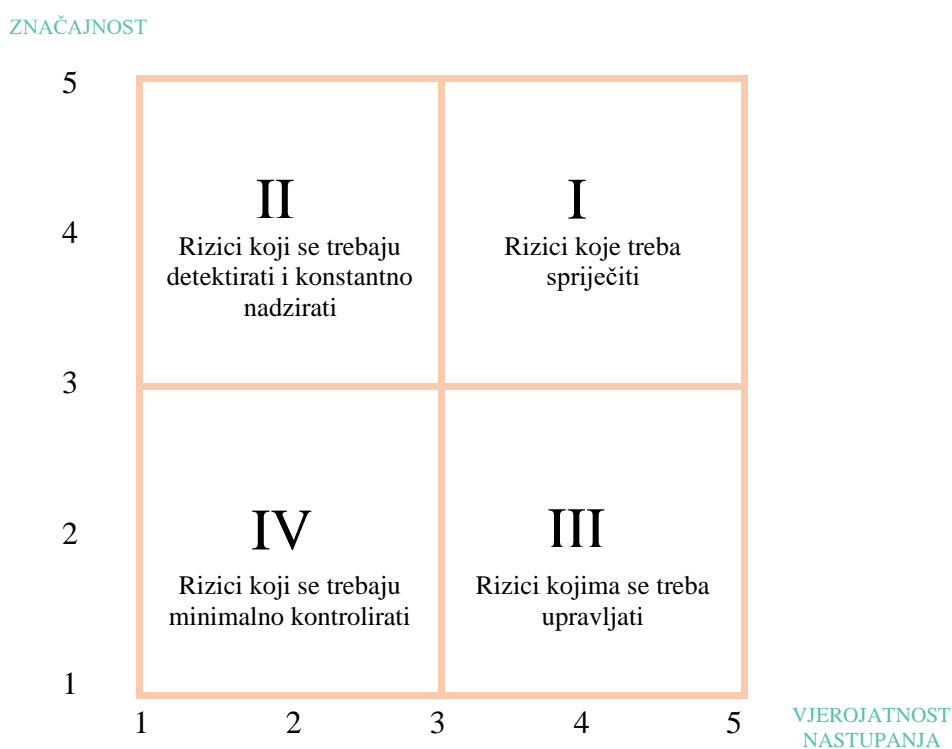
Tablica 2.: Pregled razina i pripadajućih vjerojatnosti rizika

VJEROJATNOST	RAZINA
< 5 %	1
≥ 5 % < 25 %	2
≥ 25 % < 65 %	3
≥ 65 % < 95 %	4
≥ 95 %	5

Izvor: izrada autorice prema nastavnim materijalima kolegija Upravljanje rizicima.

Jednom kvantificirani rizici, smještaju se u tzv. Mapu rizika, odnosno koordinatni sustav s četiri kvadranta gdje se prema položaju donosi odluka kojim rizicima je potrebno posvetiti najviše pozornosti u upravljanju rizicima, odnosno koji od rizika nema toliko značajan utjecaj na poslovanje poduzeća.

Slika 1.: Mapa rizika



Izvor: prilagođeno prema Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 106.

Subjektivna kvantifikaciju i izrada Mape rizika polazište je za detaljniju objektivnu kvantifikaciju rizika pri čemu se koriste razne kvantitativne metode. Metoda korištena u ovom radu je analiza rizičnih novčanih tokova (eng. *Cash-flow-at-Risk* – CFaR) kojom se mjeri maksimalni mogući gubitak neto novčanog toka uslijed izloženosti različitim rizicima. Navedena objektivna kvantifikacija koristi se za revidiranje Mape rizika koja kao takva predstavlja temelj za uspostavu integriranog upravljanja rizicima. Prema Miloš Sprčić (2013),

postoji pet osnovnih pristupa upravljanju rizicima: Izbjegavanje rizika, Prirodni hedžing, Transfer rizika, Pasivno snošenje rizika te Strateško upravljanje rizicima. Izbor između navedenih pristupa ovisit će o menadžeru i njegovom maksimumu upotrebe zdravog razuma, znanja o poduzeću i okolini u kojem posluje te znanju o upravljanju rizicima općenito.⁶

2.2. Metoda rizičnih novčanih tokova

Prilikom objektivne kvantifikacije, najčešće korištene mjere izloženosti rizika su Rizična vrijednost (eng. *Value-at-Risk* – VaR) te Rizični novčani tok (eng. *Cash-flow-at-Risk* – CFaR). Rizična vrijednost prikladnija je za mjerenje izloženosti riziku financijskih institucija, dok se Rizični novčani tok koristi za poduzeća u realnom sektoru. S obzirom na to da je u analizi odabrano poduzeće iz realnog turističkog sektora, u radu će se koristiti metoda rizičnih novčanih tokova. Rizični novčani tok služi za kreiranje simulacije novčanih tokova poduzeća koje omogućavaju procjenu vjerojatnosti nastupanja financijskih poteškoća ili stečaja poduzeća u dužem periodu.⁷ CFaR predstavlja mjeru relativnog rizika koji se mjeri u odnosu na postavljenu ciljanu razinu novčanog toka. Njime se izrađuje distribucija vjerojatnosti budućeg novčanog toka poduzeća te se procjenjuje vjerojatnost nastanka rijetkih negativnih događaja koji mogu prouzročiti značajan pad zarada i novčanih tokova poduzeća. Mnoga poduzeća koriste se metodom rizičnih novčanih tokova kako bi unaprijedili vlastitu financijsku strategiju, pospješili dugoročno planiranje investicija i planiranje strukture kapitala, pri procjeni gotovinskih rezervi te pri informiranju donositelja odluka o strategijama upravljanja rizicima.⁸

⁶ Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 123.

⁷ *Ibid.*, str. 108.

⁸ *Ibid.*, str. 119.

3. Poslovna analiza kao podloga integriranom upravljanju rizicima i procjena vrijednosti

3.1. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća

3.1.1. Analiza vanjskog okruženja

Poslovno okruženje poduzeća sastoji se od svih vanjskih čimbenika koji utječu na njegove odluke i rezultate. Na takve čimbenike u pravilu je nemoguće utjecati, ali ih je potrebno analizirati i nadzirati. PESTLE analiza, odnosno analiza vanjskog okruženja temelj je „*top-down*” fundamentalne analize, a akronim je za *political, economic, social, technological, legal* te *environmental*, odnosno političko, ekonomsko, društveno, tehnološko, pravno te ekološko okruženje. Sama analiza pomaže razumjeti silne promjene makroekonomskih čimbenika kojima su poduzeća izložena te iskoristiti mogućnosti koje im one predstavljaju. Poduzeća koja uspješno prate i reagiraju na promjene u makro-okruženju mogu se vidljivo razlikovati od konkurencije i stvoriti konkurentsku prednost.⁹ Politički čimbenici najčešće su definirani intenzitetom kojim vlada intervenira u gospodarstvo ili industriju, bilo to trgovinskim politikama ili državnim intervencijama. Odlikuju ih i uloge civilnog društva u kreiranju politika koje se javljaju kroz različita udruženja; mikro i makro čimbenici političkog rizika, odnosno razvijenost pojedinih regija ili manjih geografskih cjelina u kojima poduzeća posluju; promjene vlade; politička stabilnost zemlje; indeks korupcije; porezne politike te zakon o radu. Ekonomski čimbenici predstavljaju determinante uspješnosti određenog gospodarstva. Oni uključuju ekonomski rast, stabilnost valute, kamatne stope, stopu inflacije, otpornost na krize, stopu nezaposlenosti, ekonomski dohodak te ekonomske cikluse koji se bitno razlikuju u pojedinim industrijama. Navedeni čimbenici mogu imati izravan ili neizravan dugoročni utjecaj na poduzeće jer utječu na kupovnu moć potrošača te mijenjaju odnos ponude i potražnje u gospodarstvu. Društveni čimbenici predstavljaju demografske karakteristike, distribuciju dohotka te prisutnost klasa u društvu, geografske čimbenike u obliku mono i policentrizma, kulturološke čimbenike, stupanj obrazovanja, osjećaj sigurnosti, svijest o zdravlju, životni stil te organizaciju polja – *networking*, a koji govori o zdravim odnosima između poduzeća te njihovoj uzajamnoj empatiji. IT industrija (industrija informacijske tehnologije) najbrže je rastuća industrija u posljednja dva desetljeća. Tehnologija je postala sastavni dio proizvodnje, ali i vođenja poduzeća čime korištenje moderne tehnologije poduzećima pruža nove mogućnosti u poslovanju. Tehnološki čimbenici u fokusu su svakog poduzeća koje nastoji ostati konkurentno, ali i preživjeti u vrlo promjenjivom okruženju. Ti se čimbenici odnose na

⁹ Grant, R. M. (2016), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*. John Wiley & Sons, str. 64.

istraživanje i razvoj (*R&D*), patentiranje, citiranost (na znanstvenoj razini), razinu tehnološke svijesti i informatičke pismenosti, tehnološke inovacije i inovacije novih proizvoda, medijsku pokrivenost – društvene mreže, financijske i nefinancijske potpore razvoju novih tehnologija, putokaze tehnologije - *technology roadmaps* te životni vijek tehnologije. Pravni čimbenici predstavljaju institucionalno okruženje – zakone, norme, pravila i uzance ponašanja, ulogu države u gospodarstvu kroz različite zakone – Zakon o radu, Zakon o zaštiti potrošača, Zakon o sigurnosti na radu te brojne porezne politike. Premda se navedeni čimbenici preklapaju s političkim, bitno je istaknuti kako oni uključuju konkretnije zakone koji poduzeća jasno usmjeravaju u svom legalnom poslovanju. Bitno je istaknuti pozornost koja se sve više posvećuje ekološkim čimbenicima. Na važnosti su dobili uslijed sve veće oskudice sirovina i neobnovljivih izvora energije, zagađenja te sve učestalijih zakona o praćenja emisija ugljikovog dioksida od strane vlade. Ti čimbenici uključuju dugoročni utjecaj klimatskih promjena, održivi razvoj, obveze smanjenja zagađenja, ulogu civilnog društva u kreiranju politika te ekološku osviještenost i odgovornost koju uključuje sve veći broj poduzeća kroz „Društveno odgovorno poslovanje” – DOP.¹⁰

Tablica 3.: Primjeri PESTLE čimbenika

<p>POLITIČKI ČIMBENICI Uloga države u gospodarstvu, uloga civilnog društva u kreiranju politika, makro i mikročimbenici političkog rizika, politička stabilnost, korupcija, porezne politike, zakon o radu</p>	<p>EKONOMSKI ČIMBENICI Ekonomski rast, stabilnost valute, kamatne stope, inflacija, otpornost na krize, stopa nezaposlenosti, raspoloživi dohodak, ekonomski ciklusi</p>	<p>DRUŠTVENI ČIMBENICI Demografski čimbenici, distribucija dohotka, geografski čimbenici, kulturološki čimbenici, obrazovanje, sigurnost, svijest o zdravlju, životni stil, organizacija polja - <i>networking</i></p>
<p>TEHNOLOŠKI ČIMBENICI Istraživanje i razvoj (<i>R&D</i>), patentiranje, citiranost (na znanstvenoj razini), razina tehnološke svijesti i informatičke pismenosti, najave novih proizvoda/usluga, medijska pokrivenost, potpore razvoju novih tehnologija, <i>technology roadmaps</i>, životni vijek tehnologije</p>	<p>PRAVNI ČIMBENICI Institucionalno okruženje - zakoni, norme, pravila i uzance ponašanja, uloga države u gospodarstvu, porezne politike, Zakon o radu, Zakon o zaštiti potrošača, Zakon o sigurnosti na radu</p>	<p>EKOLOŠKI ČIMBENICI Održivi razvoj, obveze smanjenja zagađenja, uloga civilnog društva u kreiranju politika, klimatske promjene, ekološka osviještenost i odgovornost</p>

Izvor: izrada autorice prema nastavnim materijalima kolegija Planiranje.

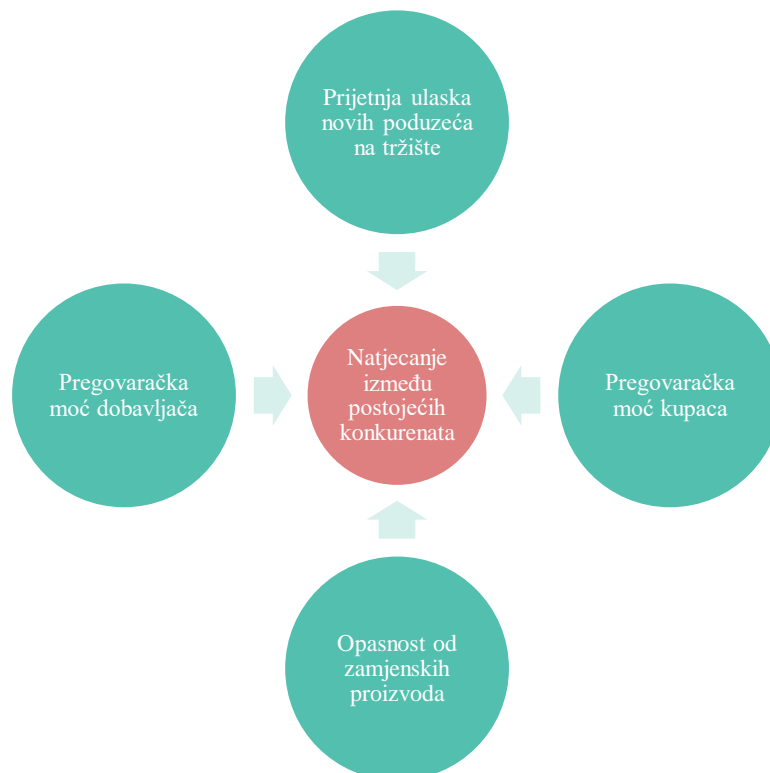
Brojnost i utjecaj PESTLE čimbenika ovisi o industriji iz koje poduzeće dolazi.

¹⁰ Belak, V. (2014) *Menadžment u teoriji i praksi*. Zagreb: Belak excellens, str. 106-109., 123-124.

3.1.2. Analiza industrije

Analiza industrije predstavlja alat za identifikaciju trenutnog poslovnog okruženja i služi kao temelj za ocjenu konkurentskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća. Identificiranje industrije u kojoj poduzeće posluje prethodi dobroj analizi industrije, a još bitnije je za izradu poslovne strategije i postavljanje ciljeva poduzeća. Kao najpoznatiji i najčešći pristup za analizu industrije koristi se Porterov model pet sila. Prema Michaelu Porteru, postoji pet konkurentskih sila: Natjecanje između postojećih konkurenata; Prijetnja ulaska novih poduzeća na tržište; Opasnost od zamjenskih proizvoda; Pregovaračka moć kupaca; Pregovaračka moć dobavljača. Zajedničko djelovanje svih pet sila određuje profitno-rizični potencijal industrije.

Slika 2.: Porterov model pet konkurentskih sila



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

Natjecanje između postojećih konkurenata glavna je odrednica konkurentnosti i profitabilnosti industrije. Ona determinira izbor konkurentne strategije poduzeća čiji je cilj zauzimanje što bolje pozicije unutar odabranog tržišnog segmenta. Neki od najvažnijih čimbenika koji utječu na intenzitet natjecanja između postojećih konkurenata su stopa rasta industrije, koncentracija poduzeća unutar industrije, stupanj diferencijacije proizvoda i usluga, ekonomija razmjera te

višak kapaciteta i skup izlazak iz industrije.¹¹ Do prijetnje ulaska novih konkurenata dolazi onda kada postoji mogućnost zarađivanja visokih profita. Postojanjem niskih barijera ulaska, nova poduzeća svojim kapacitetima i resursima te željom za ostvarivanjem tržišnog udjela povećavaju konkurenciju i ugrožavaju zarade. Treća sila predstavlja opasnost od zamjenskih proizvoda koja je određena cijenom, funkcijom koju obavlja te spremnošću da potrošači jedan proizvod zamijene drugim. Kad je opasnost od zamjenskih proizvoda velika, profitabilnost u industriji pati jer zamjenski proizvodi ograničavaju potencijal industrije koji može ostvariti. Pregovaračka moć kupaca ključna je konkurentna sila koja može utjecati na snižavanje cijena te poboljšanje kvalitete proizvoda i usluga nauštrb ciljevima poduzeća. Pregovaračka moć dobavljača vrlo je slična prethodnoj, a ukoliko je njezina sila jaka, utoliko su dobavljači u mogućnosti povećati svoje cijene proizvoda ili smanjiti kvalitetu uz istu cijenu.¹²

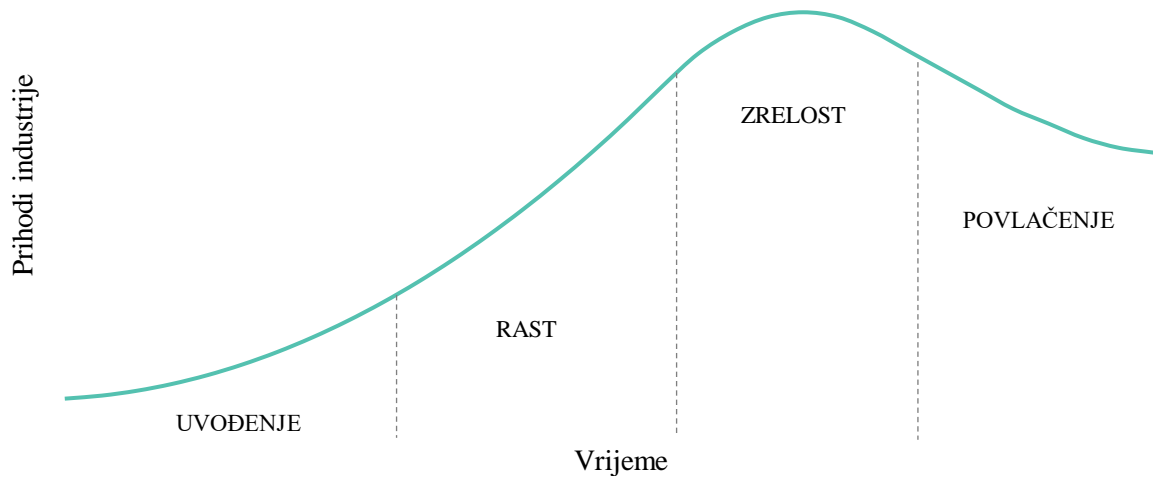
Analizom životnog vijeka industrije nastoji se utvrditi u kojoj fazi se određena industrija nalazi. Prema Robertu Grantu, životni ciklus industrije sastoji se od četiri faze: uvođenje, rast, zrelost i povlačenje. Dvije temeljne sile koje prate razvoj industrije jesu porast potražnje i proizvodnje te širenje znanja. Temeljem analize životnog vijeka industrije donose se zaključci o poziciji industrije unutar nje te njezinim mogućnostima, odnosno opasnostima za ulazak, odnosno izlazak iz nje.¹³

¹¹ Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 89.

¹² Porter, M. E. (2008) The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 86(1), str. 79.-85.

¹³ Grant, R. M. (2016) *Contemporary Strategy Analysis: Text and Cases Edition*. John Wiley & Sons, str. 207-215.

Slika 3.: Faze životnog vijeka industrije



Izvor: prilagođeno prema Grant, R. M. (2016) *Contemporary Strategy Analysis: Text and Cases Edition*. John Wiley & Sons, str. 207.

U analizi industrije, osim životnog vijeka i Porterovih pet konkurentskih sila, poduzeće je potrebno promatrati u užem smislu, stavljajući ga u, na prvi pogled neuočljivu, stratešku grupu u kojoj profitno, lokacijski i suštinski najbližija poduzeća predstavljaju izravne konkurente. Informacije o tržišnoj koncentraciji i konkurentima bit će ključni za razumijevanje industrijskog okruženja, a uzevši sve u obzir, bit će ključni za identifikaciju i analizu rizika poduzeća.

3.1.3. Analiza konkurentske strategije poduzeća

Analiza strategijskih poslovnih jedinica

Jedna od mogućih metoda za analizu strategijskih poslovnih jedinica je BCG matrica kojom se nastoji procijeniti isplativost i održivost raznih poslovnih jedinica i/ili različitih proizvoda, odnosno usluga. Cilj ove matrice jest u pronalaženju strategija koje će poslove pozicionirane u nestabilnim i nedovoljno profitabilnim područjima preseliti u područja koja omogućavaju stabilno poslovanje.¹⁴ Matrica je podijeljena u četiri kvadranta predstavljenih jedinstvenim simbolima određenih razina profitabilnosti: upitnici, zvijezde, psi i krave muzare. Dodjeljivanjem određene kategorije, poduzeća odlučuju o usmjerenju poslovanja s ciljem ostvarivanja najviše vrijednosti, te minimiziranja i neutraliziranja gubitaka. Kriteriji smještaja

¹⁴ Fučkan, Š. & Sabol, A. (2015) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: HUM NAKLADA d.o.o., str. 231.

unutar matrice obuhvaćaju tri temeljna parametra: relativni tržišni udio, tržišni rast te obujam ostvarene prodaje.¹⁵

Slika 4.: BCG matrica



Izvor: prilagođeno prema BCG. What Is the Growth Share Matrix? Preuzeto s: <https://www.bcg.com/about/our-history/growth-share-matrix>.

Analiza lanca vrijednosti

Značajan element analize strategijskog konteksta poduzeća je lanac vrijednosti kojim se definira proces stvaranja vrijednosti promatrane organizacije. Njome se poduzeće shvaća kao dinamička cjelina povezanih funkcija i njihovih međusobno odvojenih cjelina u kojem svaka aktivnost ima svoju posebnu, individualnu ulogu u cjelovitom poslovanju poduzeća. Porter u svom temeljnom modelu lanca vrijednosti poduzeća, aktivnosti razdvaja na primarne i sekundarne, odnosno podupiruće aktivnosti. Primarne aktivnosti neposredno sudjeluju u stvaranju vrijednosti, a u njih spadaju ulazna logistika, proizvodnja, izlazna logistika, marketing, prodaja i servisi. Sekundarne aktivnosti potrebne su za kvalitetno odvijanje osnovnih, odnosno primarnih, a obuhvaćaju infrastrukturu, upravljanje ljudskim resursima, tehnološki razvitak i nabavu. U procesu stvaranja vrijednosti, svaka od navedenih aktivnosti različito dodaje ukupnoj vrijednosti koja se oblikuje u konačni proizvod, odnosno uslugu za kupca.¹⁶

¹⁵ BCG. What Is the Growth Share Matrix? Preuzeto s: <https://www.bcg.com/about/our-history/growth-share-matrix>. [5. srpnja 2020.]

¹⁶ Fučkan, Š. & Sabol, A. (2015) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: HUM NAKLADA d.o.o., str. 190., 191., 193.

Analiza generičkih strategija

U postizanju konkurentske prednosti, poduzeće se mora opredijeliti glede prednosti koje želi postići i tržišnog segmenta kojeg želi ciljati. Konkurentska prednost ostvaruje se onda kad je poduzeće u poslovanju učinkovitije od konkurenata; uspješnije u privlačenju kupaca i stvaranju uvjerenja u superiornu vrijednost vlastitih proizvoda; te u stanju ponuditi dobre proizvode po niskoj cijeni ili visoko kvalitetne proizvode po istoj cijeni. Porter je analizirajući osnovne konkurentske prednosti sa širinom konkurentskog područja, identificirao tri generičke konkurentske strategije: strategiju troškovnog vodstva; strategiju diferencijacije u cijeloj industriji; te strategiju fokusiranja sa svoje dvije inačice: fokusiranim troškovnim vodstvom i fokusiranom diferencijacijom.¹⁷

Slika 5.: Generičke konkurentske strategije



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

Strategija troškovnog vodstva ostvaruje se ponudom proizvoda s nižom cijenom, pri čemu kvaliteta mora biti ista ili približna konkurentskoj. Jedno od temelja strategije troškovnog vodstva je krivulja iskustva koja upućuje na korištenje troškovnih prednosti rastuće količine proizvodnje. Poduzeće vođeno strategijom troškovnog vodstva, u odnosu na svoje konkurente stvara veću profitabilnost, a time i veću vrijednost ponudom proizvoda nižih troškovi, uz sličnu ili istu kvalitetu proizvoda. Smanjivanje troškova ostvaruje se mjerama usmjerenim k povećanju tržišnog udjela, te djelovanju potpunog korištenja učinka krivulje iskustva koji omogućavaju smanjivanje troškova proizvodnje i posljedično, smanjivanja prodajne cijene.

¹⁷ Tipurić, D. (2010) Alternativne strategije: Generičke poslovne strategije. U: Buble, M., ur., *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija, str 144.

Strategija kvalitativne diferencijacije ili kvalitativnog razlikovanja temelji se na stvaranju i razvitku konkurentskih prednosti stvaranjem proizvoda veće koristi, odnosno veće kvalitete, uz iste ili niže troškove u odnosu na konkurenciju. Usmjeren je na razvoj konkurentskih prednosti proizvoda koji za kupca imaju posebno značenje, a koji uzrokuju kupčevu lojalnost, te zadovoljavanje želja određene skupine kupaca ili određene tržišne niše.

Strategija usredotočenja ili strategija fokusa obuhvaća sve karakteristike ili strategije troškovnog vodstva ili strategije kvalitativne diferencijacije, pri čemu se strategijsko usmjerenje ne odnosi na cijelo tržište, već na tržišne niše, odnosno specijalizirane dijelove tržišta. Primjenom jedne od dviju temeljnih strategija, na tim je tržišnim dijelovima moguće ostvariti profitabilnost veću nego na cijelom tržištu.¹⁸

3.1.4. Analiza unutarnjeg okruženja

Analiza financijskih izvještaja

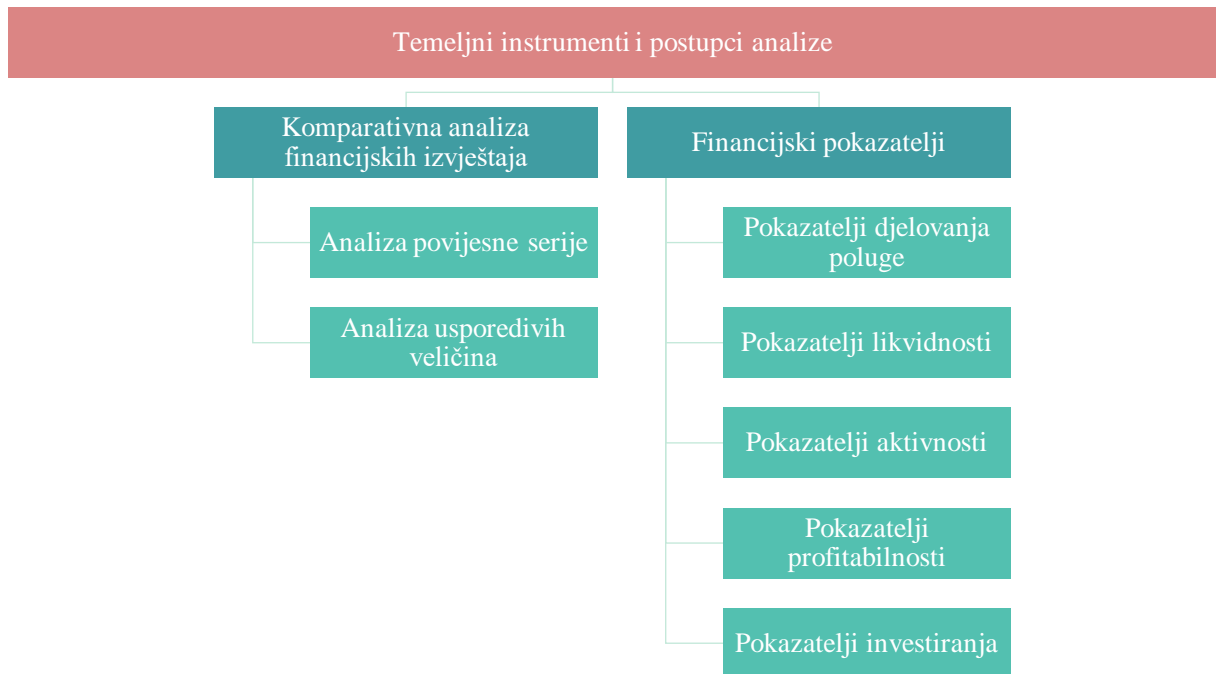
Primjenjujući „*top-down*” pristup, svaka analiza započinje procjenom njegovog okruženja, posebice industrije kojoj pripada te strategije koju poduzeće primjenjuje. Dobro poznavanje industrijske strukture i strategije omogućuje razumijevanje poslovanja poduzeća, odnosno interpretaciju i analizu financijskih izvještaja kao sastavnog dijela poslovne analize. Analiza financijskih izvještaja stvara informacijsku podlogu o financijskom položaju poduzeća i njegovoj uspješnosti poslovanja, a koji služe za donošenje poslovnih odluka.

Javno objavljeni financijski izvještaji temelj su eksternoj financijskoj analizi. U osnovi takve analize nalaze se usporedbe i komparacije, jer se o kvaliteti objavljenih veličina iz financijskih izvještaja mogu donositi zaključci tek prilikom usporedbe s ostalim veličinama. Komparativnom analizom financijskih izvještaja moguće je ocijeniti financijsku situaciju i financijske performanse koje je poduzeće realiziralo i objavilo u izvještajnom razdoblju. U radu će se za komparativnu analizu koristiti analiza povijesnih serija i analiza usporedivih veličina, odnosno tzv. horizontalna i vertikalna analiza. Horizontalna analiza omogućuje uočavanje tendencija promjena financijske situacije i poslovnih performansi poduzeća, dok vertikalna analiza svodi pozicije financijskih izvještaja na postotne veličine ukupne bilance, odnosno ukupnog prihoda u računu dobiti i gubitka. Osim analize dinamike i strukture apsolutnih veličina u financijskim izvještajima, moguće ih je analizirati i promatranjem pojedinih odnosa između dijelova financijskih izvještaja, odnosno pomoću financijskih pokazatelja. U tom se kontekstu promatraju veličine određenih standardnih financijskih pokazatelja koji posjeduju

¹⁸ Fučkan, Š. & Sabol, A. (2015) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: HUM NAKLADA d.o.o., str. 196.-197.

komparativne standardne veličine. Najčešće se pokazatelji klasificiraju na pokazatelje djelovanja poluge, pokazatelje likvidnosti, pokazatelje aktivnosti, pokazatelje profitabilnosti i pokazatelje investiranja (Slika 6.).¹⁹

Slika 6.: Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja korištenih u radu



Izvor: prilagođeno prema Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: LDK tiskara, str. 95.-97.

3.1.5. SWOT analiza

SWOT analiza akronim je engleskih izraza *strengths*, *weaknesses*, *opportunities* i *threats*, odnosno snaga, slabosti, prilika i prijetnja poduzeća. Služi kao alat za vrednovanje usklađenosti poslovanja poduzeća s uvjetima u okolini te u procesu oblikovanja strateškog plana. Postupak izrade strategije temeljem SWOT matrice započinje identifikacijom četiriju ključnih komponenata te njihovog rangiranja prema značajnosti i vjerojatnosti pojavljivanja. Neophodno je u obzir analizirati i njihove međudnose te analogno identificirati strateške alternative. Snage poduzeća predstavljaju sve ono opipljivo i neopipljivo što poduzeće posjeduje, a vodi povećanju njegove konkurentnosti. S druge strane, slabosti odražavaju sve njegove nedostatke koje poduzeće čine ranjivim. Prilike i prijetnje posljedica su eksternih čimbenika koja na poduzeće djeluju simultano u ostvarenju određenih ciljeva, odnosno koja mogu ugroziti ili usporiti njihovu realizaciju. U identifikaciji vanjskog, odnosno unutarnjeg karaktera elemenata najčešće se koristi mogućnost kontrole, odnosno ograničenosti upravljanja

¹⁹ Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: LDK tiskara, str. 95.-97.

nad njima prema kojima se snage i slabosti smatraju internim, a prilike i prijetnje eksternim čimbenicima.²⁰ Kreiranjem SWOT matrice omogućuje se uvid u trenutnu konkurentsku poziciju poduzeća kojom njegove mogućnosti nastoje odgovoriti uvjetima okoline te osigurati stabilnu i dugoročnu konkurentsku prednost.

Tablica 4.: Moguća pitanja prilikom identifikacije SWOT matrice

SNAGE	SLABOSTI	PRILIKE	PRIJETNJE
Postoje li jedinstvene razlikovne prednosti zbog kojih se poduzeće jasno razlikuje od konkurencije?	Koje su slabosti ovog poduzeća?	Koji vanjski čimbenici mogu biti iskorišteni ako se ukaže prilika i nađu resursi?	Postoje li promjene u potražnji potrošača, zbog kojih su potrebne nove karakteristike proizvoda i usluga poduzeća?
Jesu li ove prednosti dovoljno iskorištene?	O čemu su proizvodi/usluge ovog poduzeća slabiji od ostalih proizvoda/usluga na tržištu?	Koje su atraktivne prilike na tržištu?	Koji potezi konkurencije potiskuju razvoj proizvoda?
Zašto kupci odabiru ovo poduzeće, a ne njegove konkurente?	Što i kako konkurencija radi bolje?	Javljaju li se novi trendovi?	Štete li promjene iz okruženja položaju poduzeća na tržištu?
Postoje li proizvodi i usluge poduzeća koje konkurencija ne može imitirati?	Je li konkurencija osvojila određeni tržišni segment?		

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

3.2. Procjena vrijednosti

Konačni cilj integriranog upravljanja rizicima je analiza utjecaja rizika na procijenjenu vrijednost. Njome se nastoji prikazati kako se, kroz aktivnosti upravljanja rizicima, vrijednost poduzeća može povećati, ostvarujući temeljni cilj poslovanja poduzeća – povećanje bogatstva dioničara.

Za vrednovanje poduzeća bitno je odabrati odgovarajuću metodu kako bi procijenjena vrijednost bila pouzdana. U temeljne koncepte vrijednosti ubrajaju se knjigovodstvena vrijednost, likvidacijska vrijednost, tržišna vrijednost i ekonomska vrijednost. Knjigovodstvena vrijednost temeljena je na imovini, odnosno odgovara na pitanje što poduzeće trenutno posjeduje. S obzirom na svoju statičnost kojom se nastoji utvrditi vrijednost vlasničke glavnice kao razlike između knjigovodstveno procijenjene vrijednosti imovine i knjigovodstveno procijenjene vrijednosti obveza, ne može se koristiti kao ciljna funkcija poduzeća. Likvidacijska vrijednost predstavlja vrijednost poduzeća u slučaju njegove rasprodaje, a koju je uslijed ozbiljnih financijskih poteškoća nemoguće gledati kao realnu s obzirom na njezinu umanjenu vrijednost. Tržišna vrijednost predstavlja sadašnju vrijednost po kojoj bi se obavila

²⁰ Pfeifer, S. (2010) Metode i tehnike analize okoline: Povezivanje analize eksternih i internih faktora (SWOT). U: Buble, M., ur., *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija, str. 67.-68.

kupoprodaja neke imovine, a pod uvjetima da nijedna strana – kupac ili prodavatelj nije na to prisiljena.²¹

Koncept ekonomske vrijednosti temelji se na sposobnosti poduzeća da u budućnosti svojim vlasnicima osigura struju čistih novčanih tokova. Pristup mjeri vrijednost profitne snage poduzeća, odnosno odgovara na pitanje koliko učinkovito se imovina upošljava u poslovanju poduzeća kako bi generirala zarade i novčane tokove. Zbog navedenih karakteristika, navedena vrijednost poznata je pod nazivom *going-concern* vrijednost koja se temelji na pretpostavci neograničenog kontinuiteta poslovanja i stvaranja čistih novčanih tokova. S obzirom na to da uvažava rizik budućih zarada i novčanih tokova i u obzir uzima vremensku vrijednost novca, primjenjuje se za vrednovanje profitabilnih i stabilnih poduzeća za koja je moguće pretpostaviti vremenski neograničeno poslovanje.

Postoje dvije osnovne vrste modela vrednovanja proizašle iz *going-concern* vrijednosti – apsolutni i relativni. S obzirom na to da relativni modeli procjenjuju vrijednost neke imovine temeljem usporedbe drugih imovina i njihovih usporedivih vrijednosti, poput dobiti, novčanih tokova, knjigovodstvene vrijednosti i slično, oni metodološki ne pogoduju analizi utjecaja različitih vrsta rizika na poduzeće, te ih se u radu neće koristiti. U radu će se, dakle, koristiti apsolutni modeli vrednovanja u koje se ubrajaju modeli sadašnje vrijednosti. Temelj navedenih modela jest da je vrijednost poduzeća povezana s očekivanim prinosom od ulaganja. Najpoznatiji i u praksi najčešće korišten model sadašnje vrijednosti je model diskontiranih novčanih tokova koji vrijednost poduzeća određuje kao vrijednost njegovih očekivanih slobodnih novčanih tokova svedenih na sadašnju vrijednost, a koji će biti neophodan u analizi rizika.²²

3.2.1. Model diskontiranih novčanih tokova

Metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova (eng. *discounted cash flow method* – DCF) zasniva se na diskontiranju predvidivih ukupnih novčanih tokova poduzeća. Zbog toga, može se reći da uvažava vrednovanje sa stajališta većinskog udjela u poduzeću. Još jedna od karakteristika jest što ova metoda vrednuje buduću profitnu snagu poduzeća. Nadovezuje se na metodu čiste sadašnje vrijednosti, a koristi se uglavnom za veća poduzeća s dobrom dokumentacijskom podlogom za koja je budućnost nešto što je relativno predvidljivo. Uglavnom se procjenjuje minimalno petogodišnja struja budućih novčanih tokova. Pri tome bi

²¹ Orsag, S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 16.-26.

²² Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet, str. 16.

trebalo, sa stajališta metode čiste sadašnje vrijednosti, u vrijednost uključiti i rezidualnu vrijednost poduzeća na kraju prognoziranog petogodišnjeg razdoblja. Druga bitna karakteristika metode sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova je da se vrijednost poduzeća temelji na procijenjenoj diskontnoj stopi koja odražava stupanj rizičnosti poslovanja poduzeća. Ona bi trebala odraziti međuovisnost rizika ostvarivanja budućih čistih novčanih tokova i ocjene njihove korisnosti za potencijalnog kupca poduzeća kao nagrade za plaćenu vrijednost.²³

Ovisno o broju vremenski prognoziranih perioda, postoje dva osnovna modela slobodnih novčanih tokova – jednoperiodni i višeperiodni. Jednoperiodni model koristi se za stabilna poduzeća u zrelim industrijama, a model pretpostavlja da će slobodni novčani tokovi poduzeća rasti po konstantnoj stopi g zauvijek, te da je ta stopa rasta manja od prosječnog ponderiranog troška kapitala. S druge strane, višeperiodni model pretpostavlja više karakterističnih razdoblja kretanja slobodnih novčanih tokova procjenjivanog poduzeća.²⁴

Osnovni koraci pri procjeni vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova su: Utvrditi koji je model slobodnih novčanih tokova najprikladnije koristiti u analizi – jednoperiodni, dvoperiodni ili višeperiodni model; Razviti *pro forma* financijske izvještaje na kojima će se analiza temeljiti; Izračunati slobodne novčane tokove koristeći *pro forma* financijske izvještaje; Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po prikladnoj diskontnoj stopi; Odrediti rezidualnu vrijednost i diskontirati je na sadašnju vrijednost; Zbrojiti diskontiranu vrijednost slobodnih novčanih tokova i rezidualnu vrijednost da bi se utvrdila vrijednost procjenjivanog poduzeća.²⁵

Slobodni novčani tok poduzeću predstavlja iznos novca koji je preostao nakon kupnje i prodaje proizvoda poduzeća, pružanja usluga, plaćanja operativnih troškova te provođenja kratkoročnih i dugoročnih investicija. Taj je novac dostupan kreditorima i vlasnicima poduzeća. Novac koji stoji na raspolaganju običnim dioničarima poduzeća nakon podmirenja troška duga predstavlja slobodan novčani tok običnoj glavnici. Nekoliko je načina izračuna slobodnih novčanih tokova poduzeća i slobodnih novčanih tokova običnoj glavnici.²⁶ Ipak, najkorišteniji model je onaj

²³ Orsag, S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 116.-117.

²⁴ Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 162.-163.

²⁵ Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet, str. 96.-97.

²⁶ *Ibid.*, str. 104.-105.

zasnovan na dobiti prije kamata i poreza, odnosno EBIT-u, a moguće ga je izraziti na sljedeći način:

$$FCFF = EBIT * (1 - stopa poreza) + amortizacija - promjena kapitalnih investicija - promjena radnog kapitala$$

Konstantna stopa rasta uglavnom se određuje prema očekivanoj dugoročnoj industrijskoj stopi rasta procjenjivanog poduzeća, a koja se najčešće kreće u rasponu od 2 % do 4 % odnosno sukladno rastu nominalnog BDP-a. Ona ne bi trebala biti viša od dugoročne stope rasta potrošnje proizvoda industrije kojoj procjenjivano poduzeće pripada, a ako takva nije dostupna, ne bi trebala biti veća od dugoročne stope rasta BDP-a.²⁷

Kako se metoda diskontiranih novčanih tokova oslanja na procjenu novčanih tokova za predvidivo buduće razdoblje – pet ili deset godina – sasvim je jasno da poduzeće protekom tog vremena ima određenu vrijednost, odnosno rezidualnu vrijednost. Postoje dva načina izračuna rezidualne vrijednosti. Prvi pristup je pristup gdje se pretpostavlja prestanak poslovanja pri čemu se u obzir uzima likvidacijska vrijednost poduzeća, dok je drugi vezan uz pretpostavku kontinuiteta daljnjeg poslovanja poduzeća pri kojoj se rezidualna vrijednost računa kao vrijednost budućih zarada poduzeća.²⁸

Za poduzeća se, ulaskom u dugoročno razdoblje stabilnog rasta te izjednačavanjem njegove vrijednosti s tzv. rezidualnom vrijednošću (eng. *terminal value* ili *continuing value* ili *residual value*), očekuje ostvarivanje konstantnih marži, konstantnog obrtaja kapitala i konstantnog prinosa na običnu glavnica i nove investicije.²⁹ Za izračun sadašnje vrijednosti rezidualne vrijednosti, u radu će se koristiti sljedeća formula, a njezina vrijednost će se potom diskontirati odgovarajućom diskontnom stopom, odnosno troškom kapitala:

$$\text{Rezidualna vrijednost} = \frac{\text{slobodni novčani tok na kraju razdoblja} * (1 + \text{konstantna stopa rasta})}{\text{trošak kapitala} - \text{konstantna stopa rasta}}$$

3.2.2. Diskontna stopa i trošak kapitala

S obzirom na to da koncept ekonomske vrijednosti uvažava rizik budućih zarada te se izračunava na temelju diskontiranih novčanih tokova, potrebno je uključiti vremensku vrijednost novca. Vremenska preferencija novca označava veću sklonost novcu u sadašnjosti nego jednakom iznosu novca u budućnosti. Razlozi postojanja vremenske preferencije novca

²⁷ *Ibid.*, str. 110.

²⁸ Orsag, S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 122.

²⁹ Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet, str. 112.-113.

su rizik pritjecanja novca u budućnosti i rizik pada kupovne moći novca uslijed inflatornih kretanja. Vremenska vrijednost novca izračunava se složenim kamatnim računom pri čemu je važna procjena kamatne, odnosno diskontne stope koja odražava oportunitetni trošak ulaganja novca.

Pri procjeni vrijednosti poduzeća, moguć je izbor između dviju diskontnih stopa – prosječnog ponderiranog troška kapitala (eng. *weighted average cost of capital* – WACC) i troška obične glavnice (eng. *cost of equity*). Trošak glavnice koristi se kod slobodnih novčanih tokova običnoj glavnici, dok se trošak kapitala koristi kod slobodnih novčanih tokova poduzeća.³⁰ S obzirom na to da je krajnji cilj izračun vrijednosti temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeća, u radu će se koristiti prosječni ponderirani trošak kapitala koji će predstavljati diskontnu stopu prilikom diskontiranja budućih novčanih tokova.

Ponderirani prosječni trošak kapitala izračunava se kao ponderirani prosjek troška obične glavnice i troška duga. Za izračun troška obične glavnice, u radu će se koristiti pristup teorije tržišta kapitala, odnosno model procjenjivanja kapitalne imovine (eng. *capital asset pricing model* – CAPM). Prema formuli, CAPM je definiran kao zbroj nerizične kamatne stope i umnoška bete kao mjere sistematskog, odnosno tržišnog rizika i tržišne premije rizika.

Nerizična kamatna stopa uglavnom se izjednačava s prinosom na državne obveznice, najčešće desetogodišnje, a koje je izdala vlada države u kojoj je procjenjivano poduzeće locirano.

Tržišna premija rizika (eng. *market risk premium*) predstavljena je razlikom očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope, a uzrokuje ju averzija prema riziku od strane investitora. Drugim riječima, s obzirom na to da investitori posjeduju određenu averziju prema riziku, većina će zahtijevati veći prinos u zamjenu za ulaganje u rizične dionice, odnosno u zamjenu za odustajanje od ulaganja u nerizičnu imovinu. Moguće ju je procijeniti temeljem povijesnih podataka ili budućih prognoza.³¹

Beta koeficijent mjera je tržišnog rizika i pokazatelj povezanosti prinosa analizirane dionice i cjelokupnog tržišnog prinosa. Dionice s betom većom od jedan smatraju se agresivnim, a one s betom manjom od jedan defenzivnim. Beta koeficijent izračunava se na dva načina: kao odnos umnoška standardne devijacije prinosa na dionicu i koeficijenta korelacije prinosa na dionicu i

³⁰ Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 152.-153.

³¹ Brigham, E. F. i Ehrhardt, M. C. (2005) *Financial Management: Theory and Practice. 11th ed.* Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation, str. 312.

prinosa na tržište te standardne devijacije tržišnog prinosa ili kao odnos kovarijance prinosa na neku dionicu i tržišnog prinosa te varijance tržišnog prinosa, a potomji će se u radu i koristiti.

$$\text{Povijesna beta} = \frac{\text{kovarijanca imovine s tržišnim portfeljem}}{\text{varijanca tržišnog portfelja}} = \frac{\text{cov}_{im}}{\sigma_m^2} = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} * \rho_{im}$$

Navedena beta računa se temeljem povijesnih podataka i prema tome se naziva povijesna beta. Povijesna beta pokazuje koliko je dionica bila rizična u prošlosti, dok su investitori i analitičari zainteresirani za rizik dionice u budućnosti. Upravo zbog činjenice da povijesne bete nisu dobri pokazatelji budućeg rizika, konstantno se istražuju novi načini unapređivanja metode izračuna bete.³² Na taj način stvorena je prilagođena beta temeljena na istraživanju Marshalla E. Blumea, koji je pokazao da stvarne bete pokazuju tendenciju konvergiranja ka jedan tijekom vremena zbog čega se korištene bete usporedivih poduzeća prilagođavaju.³³

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

Na kraju, za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala, osim troška obične glavnice, potrebno je izračunati i trošak duga koji predstavlja ponderirani prosječni trošak duga koji poduzeće plaća na svoje dugove.³⁴

³² Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet, str. 76.-84.

³³ Marshall E. Blume (1975) *Betas and Their Regression Tendencies*. Journal of Finance, Vol. 30, No. 3, str. 785.-796.

³⁴ Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet, str. 68.

4. Primjena integriranog upravljanja rizicima i metode rizičnih novčanih tokova na primjeru poduzeća Arena Hospitality Group

4.1. Općenito o poduzeću Arena Hospitality Group

Arena Hospitality Group dioničko je društvo osnovano 1974. godine (pod imenom Arenaturist d.d.) integracijom tadašnjih pulskih poduzeća Veruda, Riviera i Turist biro s Medulinskom rivijerom.³⁵ Aktualno ime dobiva 2017. godine kao odgovor na uspješnu konsolidaciju hrvatskog dijela poslovanja te prelaska na Službeno tržište Zagrebačke burze u studenome 2016. godine. Najveća prekretnica godine bila je stjecanje 88 % udjela u poslovanju Hotelske grupacije PPHE na području Njemačke i Mađarske koja se sastoji od osam Park Plaza® i art'otel® brendiranih hotela. Time je osim upravljanja i razvijanja vlastitog brenda Arena Hotels & Apartments® i Arena Campsites®, Grupa dobila ekskluzivno pravo upravljanja i razvijanja hotela pod brendom Park Plaza® koji obuhvaća 18 zemalja srednje i istočne Europe, što Grupi pruža izvrsne mogućnosti za rast diljem regije. Po završetku te akvizicije, Grupa je postala prvo hrvatsko hotelsko društvo izlistano na Zagrebačkoj burzi koje upravlja hotelskim portfeljem i izvan Hrvatske.

Arena Hospitality Group jedna je od najdinamičnijih hotelskih grupacija u srednjoj i istočnoj Europi. Trenutno nudi portfelj s 26 objekata u svojem vlasništvu, suvlasništvu, najmu i pod svojim upravljanjem, koji obuhvaćaju više od 10.000 smještajnih jedinica u Puli i Medulinu (Hrvatska) i velikim gradovima CEE regije poput Berlina, Kölna, Nürnberga (Njemačka) i Budimpešte (Mađarska). Prihode ostvaruje kroz razne segmente tržišta, u Hrvatskoj većinom kroz odmorišni turizam, a u Njemačkoj i Mađarskoj kroz raznovrsniji poslovni miks namijenjen gostima na poslovnim putovanjima, posjetiteljima željnim odmora te sudionicima kongresa i sajмова. U prošlosti je portfelj Grupe bio koncentriran na sezonsko poslovanje u Hrvatskoj, dok sadašnja mreža uključuje hotele u velikim poslovnim i odmorišnim destinacijama u Njemačkoj i Mađarskoj, koji posluju tijekom cijele godine.

Temeljni kapital Grupe iznosi 102.574.420,00 HRK i podijeljen je na 5.128.721 redovnih dionica oznake ARNT bez nominalnog iznosa. Grupa je pod kontrolom društva Dvadeset Osam d.o.o., Zagreb koje u vlasništvu ima 52,93 % dionica. Krajnji je vlasnik PPHE Hotel Grupa Limited preko svojih podružnica u svom 100 %-tnom vlasništvu: Park Plaza Hotels (UK) Ltd., PPHE Coop B.V., Euro Sea Hotels N.V., Bora B.V. i Dvadeset Osam d.o.o. Preostali značajniji dioničari su OTP banka d.d. / AZ OMF s 10,66 %, Addiko Bank d.d. / PBZ CO OMF s 9,13 %,

³⁵ Arenaturist d.d. (2012) *Godišnje izvješće 2011*. Pula. Arenaturist, str 5.

OTP banka d.d. / Erste Plavi OMF sa 6,47 % te PBZ d.d. / Skrbnički zbirni račun klijenta koji posjeduje 2,89 %.

4.2. Pregled tržišta

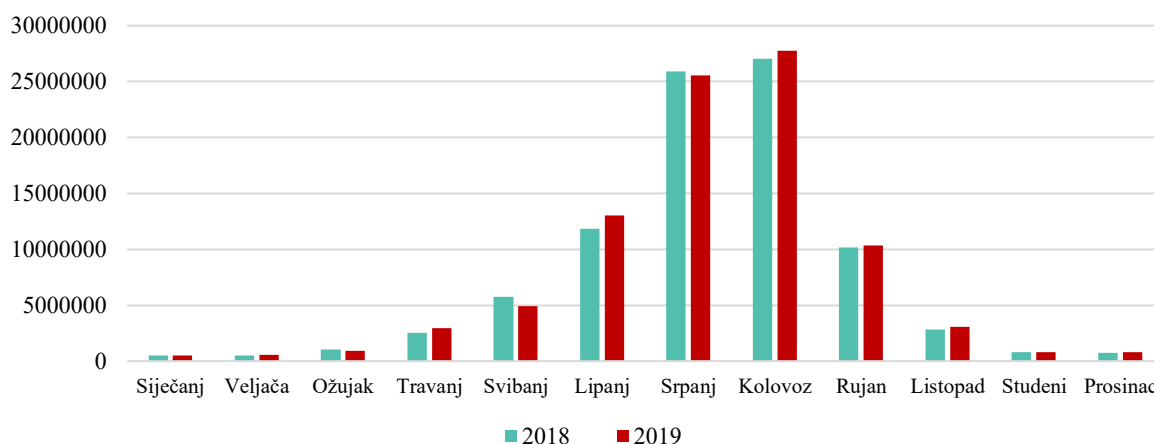
Arena Hospitality Group svoje poslovanje temelji na trima već spomenutim tržištima: u Hrvatskoj, Njemačkoj i Mađarskoj. Prema posljednjem izdanju Sektorske analize – Turizam Ekonomskog instituta u Zagrebu, prihodi od turizma u Republici Hrvatskoj su u 2018. godini iznosili 9,5 milijardi EUR što je za 541,6 milijuna EUR više u odnosu na prethodnu godinu, a što čini oko 17 % hrvatskog BDP-a. Turističke usluge čine 36,4 % ukupnog hrvatskog izvoza što je posljedica vrlo visokog udjela stranih turista u ukupnoj strukturi noćenja, čak 92,8 %, a što ukazuje na veliku ovisnost hrvatskog turizma o inozemnim gostima. Najveći broj dolazaka i noćenja u 2018. godini ostvarili su turisti iz Njemačke s 2,8 milijuna dolazaka (16,7 % od ukupno ostvarenih stranih dolazaka) i 20 milijuna noćenja (24 % ukupno ostvarenih noćenja stranih turista). Prema broju noćenja, slijede ih turisti iz Slovenije (8,8 %), Austrije (8,5 %), Poljske (7,3 %), Češke (6,2 %), Italije (6 %) te Ujedinjenog Kraljevstva (5 %).³⁶

Mjesečni podaci o broju ostvarenih dolazaka i noćenja turista ukazuju na izraženu sezonalnost turizma u Hrvatskoj, a isto potvrđuje približno 70 % prihoda Grupe ostvarenih u trećem kvartalu.³⁷ Prema podacima Državnog zavoda za statistiku, u Republici Hrvatskoj je u 2019. godini zabilježen rekordan broj dolazaka turista, 19,6 milijuna (grafikon 1.). Prema eVisitoru, procjenjuje se da broj gostiju u Istri čini otprilike trećinu svih turističkih posjeta u Hrvatskoj. Regija je od strane velikog izdavača knjiga turističkih vodiča Lonely Planet proglašena jednom od 10 najboljih odredišta u Europi, a Zračna luka Pula zabilježila je rekordan broj s više od 770.000 putnika, što je povećanje od gotovo 10 % u odnosu na 2018. godinu. Iz Pule se direktnim letovima moglo stići u 67 europskih destinacija. Rastu su pridonijeli novi letovi, kontinuirani marketinški naponi Istarske turističke zajednice i ulaganja u odmorišni turizam u regiji.

³⁶ Sektorske analize – Turizam, studeni 2019., Ekonomski institut Zagreb

³⁷ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 46.

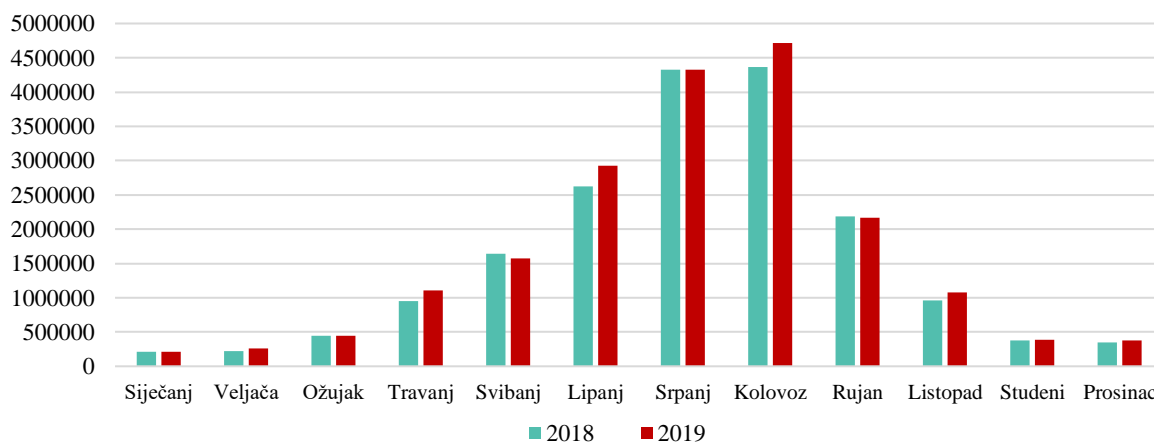
Grafikon 1.: Dolasci stranih i domaćih turista u Hrvatsku, mjesečno za 2018. i 2019. godinu



Izvor: izrada autorice prema podacima Državnog zavoda za statistiku.

Čak 84 % noćenja zabilježeno je tijekom ljetnih mjeseci lipnja, srpnja i kolovoza te rujna pri čemu samo u kolovozu trećina ukupnog broja ostvarenih noćenja. Usporedbom ostvarenog broja noćenja turista po mjesecima u 2018. i 2019. godini, pad broja noćenja turista na godišnjoj razini bilježe samo svibanj i srpanj, no u beznačajnoj mjeri. Najsnažniji međugodišnji porast ostvaren je u svibnju s 1,2 milijuna noćenja više, a iza kojeg slijede kolovoz s 0,7 i travanj s 0,5 milijuna noćenja više.

Grafikon 2.: Noćenja stranih i domaćih turista u Hrvatsku, mjesečno za 2018. i 2019. godinu



Izvor: izrada autorice prema podacima Državnog zavoda za statistiku.

Jednako uspješna turistička godina bila je i za Arena Hospitality Group čija popunjenost smještajnih objekata iz godine u godinu raste, a čiji su prihodi u 2019. godini iznosili 519,6 milijuna HRK, odnosno 3,1 % više nego u prethodnoj godini.

Kako bi smanjila ovisnost o sezonalnosti, Arena Hospitality Group od 2017. godine razvija i upravlja hotelima, turističkim naseljima i kampovima ne samo u Hrvatskoj, već i Njemačkoj i Mađarskoj orijentirajući se na raznovrsniji poslovni miks namijenjen gostima na poslovnim

putovanjima, posjetiteljima željnim odmora te sudionicima kongresa i sajmova. Turizam na svjetskoj razini iz godine u godinu raste, a isti trend prati i poslovni i odmorišni turizam u Njemačkoj, privlačenjem međunarodnih i domaćih gostiju u jednakoj mjeri. Prema posljednjim izvještajima World Travel Monitora i IPK International instituta za istraživanje tržišta iz 2016. godine, Njemačka s 53,7 milijuna putovanja iz Europe (3 % više u odnosu na prethodnu godinu) zauzima drugo mjesto među najpopularnijim destinacijama Europljana. Konferencije i sajmovi predstavljaju značajnu ulogu u poslovanju, a s obzirom na geografski položaj zemlje (centar Europe) očekuje se nastavak trenda rasta. Mađarska također bilježi rast, s još jednom rekordnom godinom. Za grad, u kojem se održavaju godišnji glazbeni festivali, mađarski Grand Prix i uvijek popularni adventski programi, očekuje se porast i u narednim godinama čemu će pridonijeti sad već odgođeni UEFA Euro 2020. Izgradnja novog aerodromskog terminala koja je predviđena do 2024. godine, i održavanje međunarodnih događanja pozicionira mađarsku turističku industriju povoljno u okvirima budućeg dugoročnog rasta i razvoja.³⁸

4.2.1. Pregled segmenata poslovanja

Arena Hospitality Group putem vlastitih i unajmljenih kapaciteta u Hrvatskoj i podružnica u Njemačkoj i Mađarskoj, koje obuhvaćaju nekretnine u vlasništvu, najmu, pod upravljanjem te zajednička ulaganja, upravlja s 26 smještajnih objekata više i visoke kategorije, među kojima su lifestyle hoteli, turistička naselja i kampovi. Portfelj brendova sastoji se od Arena Hotels & Apartments® i Arena Campsites® u Republici Hrvatskoj te Park Plaza® i art'otel® u Njemačkoj i Mađarskoj. Grupa ima ekskluzivno pravo hotelske grupacije PPHE za upravljanje i razvoj Park Plaza® Hotels and Resorts brenda u 18 zemalja na području CEE regije. Pored toga, Grupa je u lipnju 2018. godine, pretvaranjem bivšeg kampa u naselju Pomer kod Pule, stvorilo prvi hrvatski luksuzni glamping resort što ga je uspješno pozicioniralo među kamping gostima. Kamping udruženje Hrvatske ga je potom uvrstilo na prestižnu listu *Najbolji kampovi Hrvatske za 2020. godinu*, dok je nizozemski kraljevski autoklub ANWB kampu je dodijelio 4,5 od ukupno 5 zvjezdica za 2019. godinu.³⁹

Postoje tri strategijske jedinice unutar Arena Hospitality Group: Hoteli, Turistička naselja i Kampovi. Pod segmentom Hoteli, Grupacija posluje na u Hrvatskoj, Njemačkoj i Mađarskoj, dok je pod segmentima Turističkih naselja i Kampova prisutna isključivo na hrvatskom tržištu. Unutar njih Grupa razvija 4 temeljna brenda koji su različito pozicionirani na tržištu, a od kojih

³⁸ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 14.

³⁹ Arena Hospitality Group d.d. (2019) *Godišnje izvješće 2018*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 22.

su dva nastala prije integracije s PPHE Grupom, Arena Hotels & Apartments® i Arena Campsites®, a dva nakon, Park Plaza®, te art'otel®.

Arena Hotels & Apartments®

U Hrvatskoj, četiri hotela Grupacije i četiri apartmanska naselja posluju pod imenom Arena Hotels & Apartments®. Svi objekti smješteni su u Istri, u neposrednoj blizini Pule i Medulina, a u ponudi broje 1.407 smještajnih jedinica. Arena nudi ugodan i prihvatljiv smještaj srednje kategorije suvremenog dizajna, a gostima pruža mogućnosti zabave, istraživanja i rekreacije s naglaskom na lokalni doživljaj.

Arena Campsites®

Arena Campsites® je brend osam autentičnih i premium kampova smještenih na samom jugu Istarskog poluotoka, u neposrednoj blizini povijesnih gradova Pule i Medulina, protežući se od Nacionalnog parka Brijuni na zapadu, sve do Medulinskog zaljeva i rta Kamenjak na jugu. S više od dvije trećine sunčanih dana godišnje, sezona kampiranja počinje u travnju i traje sve do studenog čime je uobičajena sezona u usporedbi s drugim segmentima produljena. Posjeduju najveći broj smještajnih jedinica od svih drugih brendova Grupe, čak njih 5.903, a od lipnja 2018. godine postali su vlasnici prvog luksuznog glamping resorta u Hrvatskoj.

Parka Plaza®

Park Plaza® je brend hotela visoke i više kategorije, koji nudi individualno dizajnirane hotele u živopisnim gradskim središtima i destinacijama za odmor, u gradovima Puli i Medulinu (Hrvatska) te Berlinu i Nürnbergu (Njemačka). Park Plazu odlikuju stilski uređene sobe za goste i multifunkcionalni prostori za sastanke popraćeni restoranima i barovima. U portfelju broje 1.845 smještajnih jedinica u obliku hotela i turističkih naselja.

art'otel®

art'otel® hoteli u kozmopolitskim središtima diljem Europe predstavljaju suvremenu grupaciju hotela, koji sjedinjuju izniman arhitektonski stil s interijerima nadahnutim umjetnošću. Srž brenda čini umjetnost kao takva. Svaki hotel izlaže zbirku originalnih djela dizajniranih ili posebno odabranih za svaki pojedini art'otel®, a zahvaljujući tome svaki od njih predstavlja jedinstvenu umjetničku galeriju. Time je art'otel®, razlikujući se od tradicionalnih hotela u svijetu hotelijerstva, stvorio vlastitu tržišnu nišu. Pet hotela Grupacije posluje pod imenom art'otel®, nudeći sveukupno 808 smještajnih jedinica.⁴⁰

⁴⁰ Arena Hospitality Group. Preuzeto s: <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr>. [10. srpnja 2020.]

Tablica 5.: Rezultati poslovanja segmenata Grupe u 2019. godini

SEGMENTI POSLOVANJA	Hoteli		Turistička naselja	Kampovi
	Hrvatska	Njemačka i Mađarska		
Ukupni prihodi (mil. HRK)	243,8	250,1	105,4	170,4
EBITDA (mil. HRK)	56,3	50,1	29,3	68,8
Broj raspoloživih soba ⁴¹	372.319	320.835	188.065	1.027.652
Popunjenost (%)	64	81,3	61,5	42,6
Prosj. cijena smještaja (ADR) ⁴²	788,3	786,8	730,7	366,2
Prihodi po sobi - RevPAR (HRK)	504,5	639,7	449,2	155,9

Izvor: izrada autorice prema podacima iz godišnjih izvješća i internetskih izvora Grupe.

Pod segmentom Hoteli, Arena Hospitality Group posluje unutar brendova Arena Hotels & Apartments® (4), nudeći smještaj srednje kategorije; Park Plaza® (6), ciljajući potrošače više platežne moći; te art’otel® (5), karakterističnog umjetničkog dizajna. Time je AHG grupa poslovanje utemeljila ciljajući tri različita tržišta čime se uspjela prilagoditi široj turističkoj potražnji. Prema ukupnim prihodima, najveći dio Grupacija generira upravo hotelskim poslovanjem od oko 500 mil. HRK, nudeći 693.154 raspoloživih soba s prosječnom cijenom od 788,3 HRK u Hrvatskoj, te 786,8 HRK na inozemnom tržištu. Razlika u kategorijama vidljiva je prema pokazatelju prihoda po sobi – RevPAR s obzirom na to da se svi hoteli srednje kategorije u posjedu Grupe nalaze u Hrvatskoj gdje prihodi po sobi iznose 504,5 HRK, u odnosu na Njemačku i Mađarsku gdje iznose 639,7 HRK. Najveća razlika vidljiva je u postotku popunjenosti čiji je uzrok niskih razina od 64 % hrvatska sezonalnost, a koji nedostatak Grupacija pokriva poslovanjem u Njemačkoj i Mađarskoj gdje popunjenost doseže čak 81,3 %.

Segment Turistička naselja nalaze se isključivo u Hrvatskoj, a djeluju pod imenima Park Plaza® s jednim smještajnim objektom, te Arena Hotels & Apartments® s četiri. Turistička naselja čine tek 13,7 % sveukupnih prihoda generirajući 105,4 mil. HRK, s obzirom na to da pružaju tek 188.065 raspoloživih soba što je najmanje gledajući cjelokupnu Grupaciju. Njihova EBITDA niža je od ostalih segmenata i iznosi 29,3 mil. HRK što je djelomično uzrokovano smještajem sezonskih zaposlenika s prebivalištem izvan Istarske županije.

Segment Kampovi djeluje pod brendom Arena Campsites® sa sveukupno osam kampova. Ukupnim prihodima od 170,4 mil. HRK čine tek 22,1 % prihoda Grupe, međutim, upravo u tom segmentu ostvaruju najveću EBITDA-u, od čak 68,8 mil. HRK. Prema izvješću Grupe,

⁴¹ Prema broju radnih dana.

⁴² Ukupan prihod od soba podijeljen s ukupnim brojem plaćenih i popunjenih smještajnih jedinica.

takvi rezultati ostvareni su novim ulaganjima koja su povećanjem profitabilnosti umanjili povećanje troškova rada upravljanja otpadom, komunalne naknade te provizija online agencija.

4.2.2. Pregled poslovanja destinacija

Ključna karakteristika Grupe ogleda se u njezinom međunarodnom poslovanju i prisutnosti na trima različitim tržištima. Time postaje prvo hrvatsko turističko društvo koje upravlja i razvija smještajnim objektima i izvan Republike Hrvatske, a čime reducira ovisnost o sezonalnosti koja odlikuje hrvatski turizam. Premda je Hrvatska kao turistička destinacija svojom vrijednošću i visokim cijenama uspjela omogućiti kako velikim korporacijama, tako i pojedinačnim fizičkim osobama koji ulažu u turizam da prihodi triju ljetnih mjeseci zadovolje njihove cjelogodišnje potrebe i ostvare dobit, „hladni pogon” i nestalnost zaposlenih u pitanje dovode održivost takvog poslovanja. Širenjem na CEE regiju, Grupa je dugoročno ostvarila prednost u odnosu na svoje konkurente što im omogućuje daljnji razvoj portfelja.

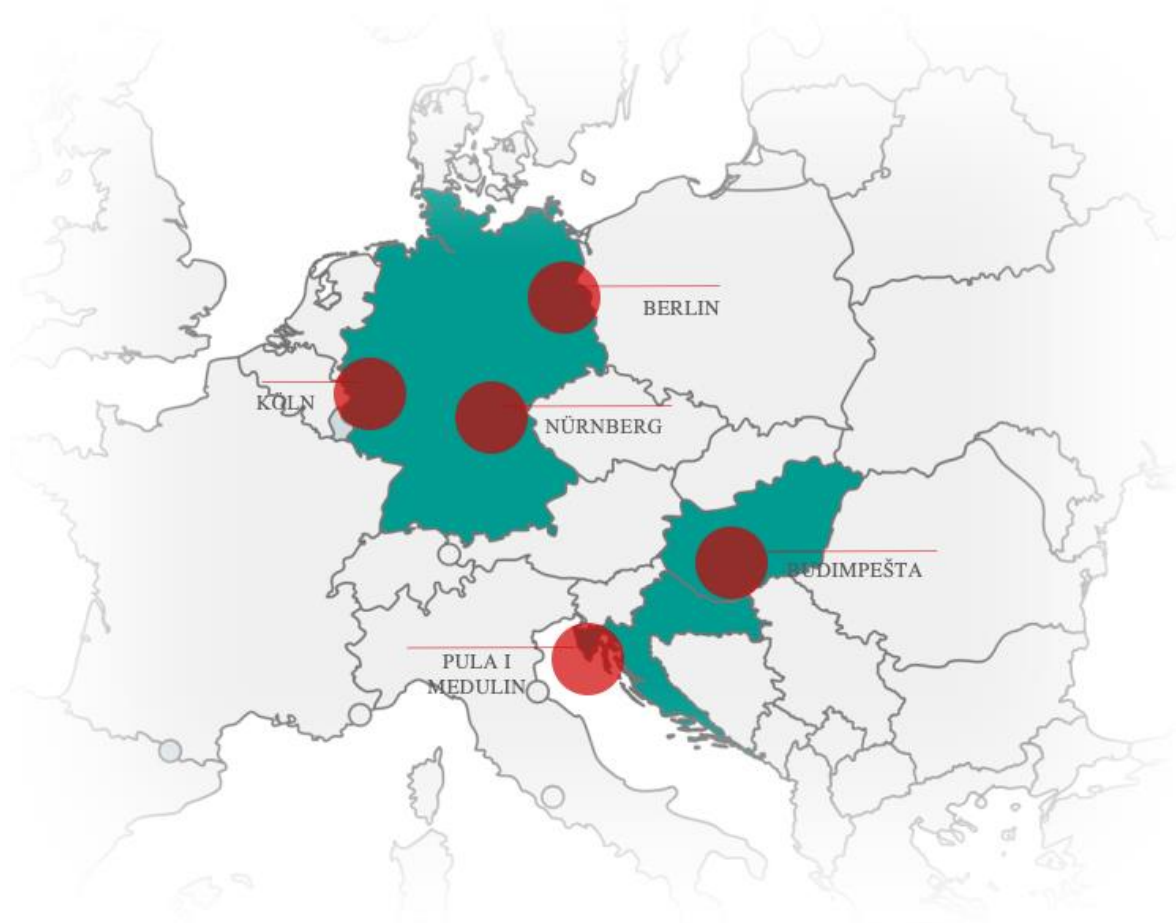
U Republici Hrvatskoj, Arena Hospitality Group posluje raznolikom ponudom od hotela i turističkih naselja do kampova koji su smješteni u najistaknutijoj turističkoj regiji Hrvatske, Istri. Geografska pozicija omogućuje gostima izbor odmora na lokacijama u Puli i Medulinu te okolici, neposredno uz more. Ukupni prihodi Grupe sa smještajnim objektima u Republici Hrvatskoj porasli su za 3,1 % u odnosu na prethodno razdoblje na 519,6 milijuna HRK u 2019. godini. Najznačajniji doprinos rastu prihoda dali su kampovi Arena One 99 Glamping i Arena Kažela Campsite, unatoč kasnom otvorenju zbog loših vremenskih uvjeta tijekom izvođenja radova. Ostatak portfelja bilježi stabilne rezultate, osim turističkih naselja, koji bilježe minoran pad prihoda, što se dijelom odnosi na troškove smještaja sezonskih zaposlenika s prebivalištem izvan Istarske županije. Prihodi od smještaja porasli su za 3,1 % na 432,5 milijuna HRK, vođeni rastom prihoda po dostupnoj sobi – RevPAR-u od 7,5 % na 272,3 HRK. Na rast RevPAR-a utjecao je rast prosječne cijene smještaja od 4,9 % na 546,6 HRK i rast popunjenosti za 49,8 %.

Ostvareni prihodi porasli su za 6,9 milijuna HRK na 250,1 milijun HRK (2018.: 243,2 milijuna HRK), što predstavlja porast od 2,8 %. Prihodi od smještaja ostvarili su snažan rast od 4,9 % na 205,2 milijuna HRK (2018.: 195,7 milijuna HRK). Taj rast generiran je povećanjem RevPAR-a od 4,9 % na 639,7 HRK, povećanjem ADR-a za 5,6 % na 786,8 HRK i porastom popunjenosti od 81,3 %. S ciljem ostvarenja veće profitabilnosti, tijekom godine promijenjena je strategija odjela hrane i pića. Ova promjena dovela je do smanjenja prihoda od prodaje hrane i pića, što je vidljivo kroz sporiji rast ukupnih prihoda u odnosu na prihode od smještaja.

Promjena je imala pozitivan utjecaj na profitabilnost. art'otel cologne i Park Plaza Nuremberg glavni su pokretači rasta. art'otel cologne profitirao je uslijed mnogobrojnih sajmova i događanja u gradu, dok je za Park Plaza Nuremberg to bila još jedna godina dodatnog pozicioniranja i uspješnog poslovanja. Nadalje, došlo je do promjene u segmentaciji tržišta uslijed nove strategije poslovnog miksa što se povoljno odrazilo na prihode. EBITDA je ostvarila rast od 46,1 %, na 72,2 milijuna HRK zbog primjene MSFI-a 16. Međutim, na osnovi usporedivih rezultata, EBITDA je zabilježila povećanje od 1,4 % na 50,1 milijun HRK. Pozitivno poslovanje većine hotela, pretežno vođeno hotelom art'otel cologne, umanjeno je povećanim troškovima rada te dodatno opterećeno većim troškovima najma i provizija online agencija. Osim toga, postojali su određeni jednokratni troškovi, koji se odnose na otpis potraživanja. U Berlinu, hoteli više kategorije ostvarili su rast RevPAR-a od 1,6 %, a koji je iznosio 81,2 EUR. Taj rast rezultat je povećanja prosječne cijene smještaja za 0,5 % na 98,7 EUR i popunjenosti od 1,1 % na 82,3 %. U Kölnu, hoteli u visokoj i višoj srednjoj kategoriji zabilježili su porast RevPAR-a za 8,9 % na 89,6 EUR. Navedeno povećanje rezultat je povećanja prosječne cijene smještaja za 9,2 % na 116,3 EUR i smanjenja popunjenosti za 0,2 %, na 77,0 %. U Nürnbergu su hoteli u visokoj i višoj srednjoj kategoriji zabilježili pad RevPAR-a za 3,4 %, na 77,3 EUR. Ovo smanjenje rezultat je smanjenja prosječne cijene smještaja za 4,0 %, na 105,0 EUR i porasta popunjenosti od 0,6 % na 73,6 %. U Mađarskoj, odnosno Budimpešti, nastavio se trend rasta rezultata poslovanja hotelskog tržišta visoke kategorije s povećanjem RevPAR-a za 5,6 % na 64,0 EUR. Taj rast rezultat je povećanja prosječne cijene soba za 8,9 % na 80,6 EUR unatoč smanjenju popunjenosti od 3,0% na 79,5 %.⁴³

⁴³ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 46.-53.

Slika 7.: Pregled poslovanja destinacija



Izvor: izrada autorice prema podacima službenih stranica Grupe.

4.3. Analiza šireg vanjskog okruženja – PESTLE analiza

Politički čimbenici

Stabilnost vlade

Republiku Hrvatsku su u 2019. i 2020. godini obilježili izbori, ponajprije u svibnju 2019. za Europski parlament, potom predsjednički u prosincu i naposljetku parlamentarni koji su mjesto zauzeli u srpnju tijekom COVID-19 pandemije. Premda je došlo do izmjene na čelu Predsjednika države, njegova funkcija u Republici Hrvatskoj izrazito je mala pa nema značajniju ulogu u donošenju odluka za hrvatsko gospodarstvo. Aktualna vlada odlučila je iskoristiti pozitivne izlazne ankete uslijed dobrog vođenja tijekom COVID-19 pandemije, čime su na ranijim izborima nego što je bilo planiralo, potvrdili svoju poziciju osiguravši si novi mandat formiranjem vlade bez prisilnog ulazaka u različite koalicije. Osim toga, Hrvatska je u razdoblju od 1. siječnja do 30. lipnja predsjedala Vijećem Europske unije. To ju je trebalo visoko pozicionirati među članicama Europske unije, međutim, uslijed COVID-19 pandemije

ono je palo u drugi plan. Kao uređena i razvijena zemlja, na taj način Hrvatska dodatno privlači turiste osiguravajući im temeljnu sigurnost. Navedena stabilnost u zemlji ogleda se i u povećanju zadovoljstva životom te povjerenja građana u institucije što indirektno utječe na pad broja mladih ljudi koji napuštaju zemlju, a koji su godinama unazad bilježili rast. Na taj način, turističkom se sektoru osigurava dostatan broj radne snage, te sigurnost u provođenju mjera i zakona, neutralizirajući ili smanjujući mogućnosti za nepredviđenim zakonskim promjenama te povjerenje za dodatno strano ulaganje i kretanje kapitala i ljudi. S druge strane, Mađarska, a posebice Njemačka glase za jedne od najrazvijenijih i najuređenijih država Europske unije, višeg standarda od Hrvatske što, također, pozitivno utječe na mobilnost te, u ovom kontekstu privlačenje turista.

Uloga države u gospodarstvu

O mjerama uslijed COVID-19 pandemije odlučuje krizni stožer pod izravnom upravom vlade. Zatvaranje granica, zabrana javnih okupljanja i festivala samo su dio niza ograničenja koji direktno utječu na poslovanje turističkog sektora u čemu ljetni mjeseci igraju ključnu ulogu. Stoga, uslijed izbijanja virusa COVID-19, državne intervencije i involviranost države u samo gospodarstvo imat će značajan utjecaj na razvoj događaja. Bitnu ulogu igraju i najvažnija emitivna tržišta poput Njemačke, Slovenije i Austrije, ali i Mađarske čije vlade kako bi zaštitile svoje građane, ali i vlastite turističke sektore, postavljaju dodatna ograničenja vezano za mobilnost unutar EU.

Makro i mikro čimbenici političkog rizika

Arena Hospitality Group je kompanija čiji se smještajni kapaciteti nalaze prvenstveno u Istri, ali i u Njemačkoj i Mađarskoj. Kao takva, AHG grupa pod utjecajem je mikroekonomskih – lokalnih i makroekonomskih političkih čimbenika. Prema Izvješću o globalnoj konkurentnosti Svjetskog ekonomskog foruma, Hrvatska je ocijenjena kao vrlo sigurna zemlja u kojoj je učestalost terorizma vrlo niska te zauzima 28. mjesto od 141 promatrane države. Za njome daleko ne zaostaje Mađarska na 48. mjestu, dok je Njemačka na dalekom 111. mjestu.⁴⁴

Članstvo u Europskoj uniji

Ulaskom Republike Hrvatske u Europsku uniju 1. srpnja 2013. godine, zakoni i propisi usklađuju se s regulativom Europske unije, a očekivani ulazak u Schengenski prostor, znatno će olakšati dolazak turista iz država članica Europske unije. Istarska županija, u kojoj se nalazi

⁴⁴ The Global Competitiveness Report 2019, World Economic Forum

većina smještajnih kapaciteta Arena Hospitality Group u samom je vrhu prema konkurentnosti među hrvatskim županijama, a prema statističkim indikatorima, prelazi prosjek Republike Hrvatske.⁴⁵ Njemačka i Mađarska članice su Schengenskog prostora od 1995., odnosno 2007. godine, te im njihov geografski položaj – centar Europe, dodatno olakšava protok ljudi i kapitala unutar zemalja članica.⁴⁶

Ekonomski čimbenici

Ekonomski rast

Bruto domaći proizvod Republike Hrvatske u 2019. godini iznosi 400 mlrd. HRK, a prema posljednjim podacima Svjetske banke iz 2018. godine Hrvatska je bila 75. ekonomija u svijetu.⁴⁷ Složena godišnja stopa rasta (CAGR) BDP-a za posljednjih 10 godina iznosi 2,14 %, a prema podacima IMF-a realni rast BDP-a u 2019. godini iznosio je 2,9 %.⁴⁸ Na godišnjoj razini, turizam u Hrvatskoj je porastao za 10 % i trenutno čini otprilike 24 % BDP-a.⁴⁹ BDP po stanovniku u Hrvatskoj u 2019. godini iznosio je 13.270 EUR što je čini 74. zemljom po BDP-u po stanovniku prema podacima Svjetske banke. Kontinuirani rast BDP-a po stanovniku vidljiv je nakon krize 2014. godine, a potvrda je sveukupnom ekonomskom rastu i oporavku zemlje.⁵⁰ Njemačka i Mađarska prema navedenim kriterijima stoje nešto bolje te s BDP-om po stanovniku od 46.259 EUR, odnosno 16.475 EUR zauzimaju 26. i 66. mjesto. Bruto domaći proizvod po stanovniku temelj je za usporednu životnog standarda među državama, a koji izravno utječe na raspoloživi dohodak kao ključnu komponentu u turizmu. Turizam kao luksuzno dobro ovisi o iznosu raspoloživog dohotka koji će njegovi potrošači iskoristiti. BDP po stanovniku EU 27 kroz godine se nije pretjerano mijenjao dok njezine članice ostvaruju tek zamjetan pad ili rast što osigurava protok kapitala i njegovo zadržavanje u Europskoj uniji.⁵¹

⁴⁵ Regionalni indeks konkurentnosti Hrvatske 2013, Nacionalno vijeće za konkurentnost

⁴⁶ europa.eu. Preuzeto s: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries_hr. [13. srpnja 2020.]

⁴⁷ GDP, Svjetska banka. Preuzeto s: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=HR> [20. srpnja 2020.]

⁴⁸ *World Economic Outlook (April 2020)*, IMF. Preuzeto s:

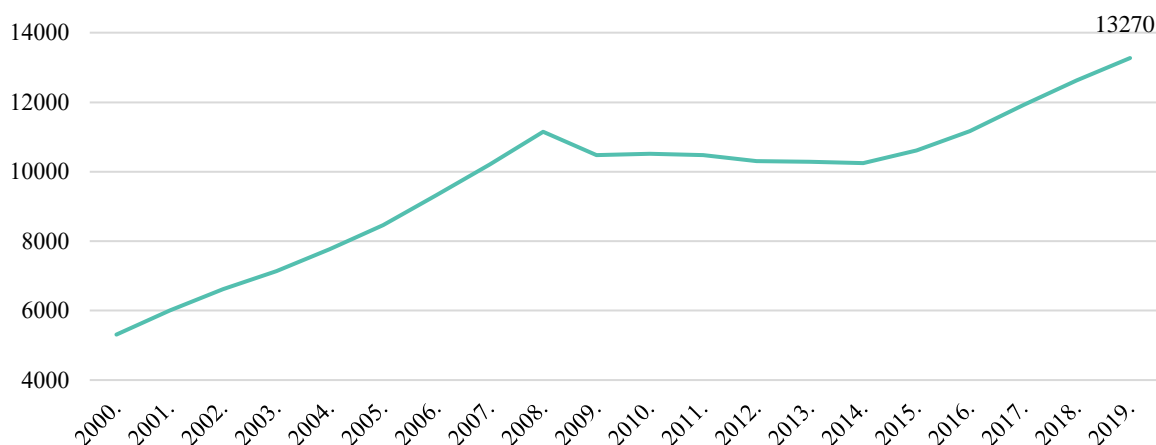
https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/HRV [20. srpnja 2020.]

⁴⁹ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group.

⁵⁰ GDP per Capita, Svjetska Banka. Preuzeto s: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=HR>. [21. srpnja 2020.]

⁵¹ europa.eu. Preuzeto s: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00114&language=en>. [21. srpnja 2020.]

Grafikon 3.: BDP po stanovniku u Republici Hrvatskoj u razdoblju 2000.-2019. (EUR)



Izvor: izrada autorice prema podacima DZS-a.

Hrvatska kao turistički orijentirana zemlja ovisi o gospodarskom stanju vodećih emitivnih tržišta. Vodeća turistički emitivna tržišta za Republiku Hrvatsku su Njemačka, Slovenija, Austrija, Italija i Češka. Sve navedene zemlje karakterizira pozitivna potrošačka klima, rast BDP-a i smanjenje nezaposlenosti. Izdaci za putovanja čine 4,3 % ukupne privatne potrošnje građana Njemačke.⁵² Njemačku karakterizira velik broj zaposlenih, stabilna primanja, visoka sklonost potrošnji te jaka valuta. Hrvatska je šesta omiljena destinacija njemačkog stanovništva, a na prvom je mjestu omiljenih destinacija u Italiji i Češkoj. Češka je zemlja s najnižom stopom nezaposlenosti u Europskoj uniji koja svoj gospodarski rast ostvaruje od pridruživanja Uniji 2004. godine.⁵³ Austrija je zabilježila najveći rast BDP-a unutar Europske unije, a njenim građanima Hrvatska je treća omiljena destinacija.⁵⁴ Stanovnici Italije⁵⁵ i Slovenije⁵⁶ unutar Republike Hrvatske najčešće kao svoju destinaciju biraju Istru zbog njezine blizine.

Fiskalna i monetarna politika

Javni dug Republike Hrvatske vrhunac je ostvario 2015. godine kad je iznosio 280.761 milijun HRK, odnosno 84,4 % BDP-a. Od tada, javni dug se u apsolutnom iznosu ne smanjuje značajnije, ali zbog porasta BDP-a, udio javnog duga u BDP-u je pao te je u 2019. godini iznosio 71,3 % BDP-a.⁵⁷ Kao nositeljice monetarne politike Republike Hrvatske, cilj Hrvatske narodne banke je održavanje stabilnosti cijena koja je preduvjet za gospodarski rast što znači

⁵² Njemačka - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica

⁵³ Češka - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica

⁵⁴ Austrija - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica

⁵⁵ Italija - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica

⁵⁶ Slovenija - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica

⁵⁷ Fiskalna politika RH. Preuzeto s: <file:///C:/Users/Josipa/Downloads/prezentacija-ppv-rh-i-ministra-financija-mari-a-fiskalna-politika-rh.pdf>. [21. srpnja 2020.]

održavanje inflacije na blago pozitivnoj razini u dužem razdoblju.⁵⁸ Niska i stabilna inflacija povećava transparentnost cijena, povećava sigurnost pred onim što donosi budućnost, potiče usmjeravanje sredstava u proizvodnju i utječe na stabilnost poreznog sustava. U 2018. godini prosječna godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj iznosila je 1,5 %.⁵⁹ Nominalno sidro Hrvatske narodne banke je stabilan tečaj kune prema euru.⁶⁰ S obzirom na visoku euroizaciju hrvatskoga bankovnog sustava, održavanjem stabilnosti tečaja kune prema euru HNB posredno postiže stabilnost cijena, ali i financijsku i makroekonomsku stabilnost zemlje. Hrvatska narodna banka provodi režim upravljanog fluktuirajućeg tečaja, što znači da kretanje valute odražava kretanja na deviznom tržištu uz povremene HNB-ove devizne intervencije u nominalni tečaj kune prema euru.⁶¹ U posljednjih 10 godina tečaj kune prema euru fluktuirao je vrlo malo; najniža razina bila je 7.12900 HRK za EUR, a najviša 7.72687 HRK za EUR što implicira stabilnost valute.⁶² Većina prihoda Arena Hospitality Group ostvaruje u stranim valutama, prvenstveno u eurima što rezultira nastajanjem valutnog rizika za Gruppu, ali i sva poduzeća unutar industrije. Ulazak Republike Hrvatske u europski tečajni mehanizam – ERM II u srpnju 2020. godine ključan je korak u procesu uvođenja eura kao službene valute kojim će neutralizirati ovaj rizik i ukinuti postojanje pozitivnih i negativnih tečajnih razlika koje se mogu odraziti na rezultate poslovanja poduzeća čiji su većinski prihodi u eurima.⁶³

Kamatne stope

IFIS indeks Ekonomskog instituta u Zagrebu je mjesečni indeks financijskih uvjeta koji pruža informacije o prosječnom financijskom stanju u ekonomiji. Nakon stabilizacije indeksa u 2018. godini, trend ublažavanja financijskih uvjeta prisutan je tijekom cijele 2019. godine, a znači poboljšanje uvjeta zaduživanja za Republiku Hrvatsku te stabilno kretanje ili blagi pad kamatnih stopa na kredite i depozite.⁶⁴ Osim toga, kamatne stope u Europskoj uniji godinama su na povijesno niskim razinama što turističkom sektoru zbog intenzivne potrebe za ulaganjima ide u korist. Arena Hospitality Group dobro je iskoristila tu mogućnost refinanciranjem svoja dva zajma u 2019. godini što je omogućilo povoljniju fiksnu kamatnu stopu.⁶⁵

⁵⁸ HNB. Preuzeto s: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi>. [22. srpnja 2020.]

⁵⁹ HNB. Preuzeto s: https://www.hnb.hr/documents/20182/2846539/hMKP_06.pdf. [22. srpnja 2020.]

⁶⁰ HNB. Preuzeto s: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>. [22. srpnja 2020.]

⁶¹ HNB. Preuzeto s: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>. [22. srpnja 2020.]

⁶² XE. Preuzeto s: <https://www.xe.com/currencycharts/?from=EUR&to=HRK&view=10Y>. [22. srpnja 2020.]

⁶³ Lider. Preuzeto s: <https://lider.media/poslovna-scena/hrvatska/hrvatska-usla-u-erm-ii-uvodimo-euro-za-najmanje-dvije-godine-po-tečaju-7-53-132350>. [22. srpnja 2020.]

⁶⁴ Ekonomski institut, Zagreb. Preuzeto s: <https://www.eizg.hr/indeksi-168/ifis-indeks/172>. [22. srpnja 2020.]

⁶⁵ Arena Hospitality Group d.d. (2019) *Godišnje izvješće 2018*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 41.

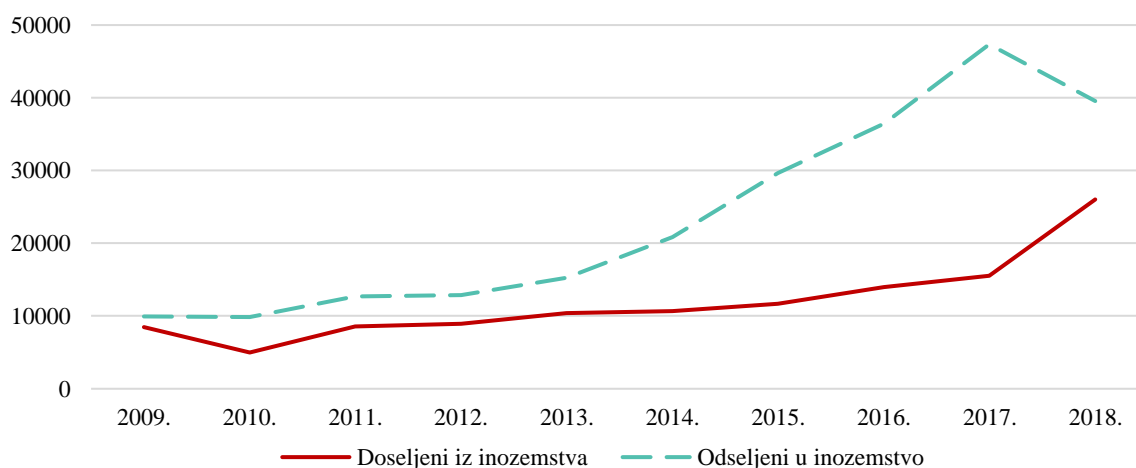
Društveni čimbenici

Pad stope nezaposlenosti uzrokovan iseljavanjem

Nezaposlenost u Hrvatskoj kroz povijest raste nakon krize 2008. godine, nakon čega počinje padati uoči oporavka 2014. godine te u 2019. doseže 6,6 %.⁴ Takav trend pogodan je za hrvatsko gospodarstvo, ali ujedno i iluzija uzme li se u obzir saldo migracije stanovništva Republike Hrvatske. Negativan saldo u Hrvatskoj prisutan je posljednjih 10 godina, a ubrzani rast vidljiv je sve do 2017. godine kada iznosi 31.799 iseljenih osoba više, nakon čega pada za više od 50 % i iznosi tek 13.486 iseljenih osoba više nego doseljenih. To potvrđuje kako država postaje privlačno mjesto za život i rad, a što turističkoj industriji omogućava dovoljno radne snage u održavanju daljnjeg poslovanja.⁶⁶

Pad nezaposlenosti građana Republike Hrvatske moguće je promatrati i kroz njezinu izraženu sezonalnost; naime broj nezaposlenih je u lipnju 2019. porastao s 112.169⁶⁷ na 121.597⁶⁸ u listopadu iste godine. Takve razlike posebno su izražene u županijama gdje je turizam primarna djelatnost, pa je primjerice u Istarskoj županiji gdje Arena Hospitality Group posluje, broj nezaposlenih osoba u lipnju 2019. godine bio 3.043 osobe, a izvan sezone, u siječnju, 4.983 osobe.⁶⁹

Grafikon 4.: Saldo migracije stanovništva Republike Hrvatske u razdoblju 2009.-2018.



Izvor: izrada autorice prema podacima DZS-a.

⁶⁶ Državni zavod za statistiku. Preuzeto s: https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2019/07-01-02_01_2019.htm. [22. srpnja 2020.]

⁶⁷ Mjesečni statistički bilten, lipanj 2019., Hrvatski zavod za zapošljavanje

⁶⁸ Mjesečni statistički bilten, listopad 2019., Hrvatski zavod za zapošljavanje

⁶⁹ Mjesečni statistički bilten, listopad 2019., Hrvatski zavod za zapošljavanje

S druge strane, Njemačka i Mađarska kao preostala tržišta na kojima Grupa posluje, bilježe jedne od najnižih stopa nezaposlenosti među članicama Europske unije od čak 3,1 %, odnosno 3,3 %, što još jednom potvrđuje prosperitet i ekonomsku stabilnost tih dviju zemalja.

Demografski čimbenici

Neprestano niske stope nataliteta i dulji očekivani životni vijek mijenjaju oblik dobne piramide u EU 27. Vjerojatno najvažnija promjena bit će znatan pomak prema mnogo starijoj strukturi stanovništva, što je već vidljivo u nekoliko država članica EU-a. Kao rezultat toga, smanjuje se udio radno sposobnog stanovništva u Uniji, dok se relativni broj umirovljenika povećava. Udio starijih osoba u ukupnom stanovništvu znatno će porasti u narednim desetljećima jer će više osoba iz poslijeratnog naraštaja „baby boom-a” ostvariti uvjete za mirovinu. To će pak dovesti do većeg opterećenja za radno sposobno stanovništvo kako bi se zajamčila sredstva za socijalne izdatke starijeg stanovništva za niz povezanih usluga.⁷⁰ Sva tri tržišta u kojima AHG operira imaju problem sa starenjem stanovništva. U usporedbi s prosjekom EU od 43,7 godina, prosječna starost stanovništva Republike Hrvatske, Njemačke i Mađarske redom je 44, 46 i 43 godine, a taj trend očekuje se dodatno povećavati.⁷¹

Dok broj stanovnika Europe raste po opadajućoj stopi, u Hrvatskoj se već godinama očituje smanjenje broja stanovnika izazvanog emigracijom i negativnim prirodnim prirastom.⁷² Navedene pojave utječu na smanjenje tržišta Arena Hospitality Group i na promjenu u strukturi gostiju. Naime, stanovništvo Hrvatske i čitave Europske unije obilježava trend starenja pa se sukladno tome prilagođava turistička ponuda te se razvija „turizam treće dobi“.⁷³ Ovaj segment karakterizira da „češće putuje, nerijetko bira destinacije udaljenije od svoga mjesta stalnog boravka, dulje ostaje na odmoru, kombinira dvije ili više destinacija na jednom putovanju, želi sudjelovati u različitim aktivnostima i troše više na putovanju.”⁷⁴ U skladu s tim su i istraživanja profila tržišta Hrvatske turističke zajednice koja ističu kako su njemački turisti povećali broj odlazaka na daleka putovanja koja imaju znatno dulji prosjek trajanja od ostalih.⁷⁵ Prema publikaciji Tomas ljetno 2017. povećava se udio turista više platežne moći što je i pozitivno

⁷⁰ europa.eu. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Population_structure_and_ageing/hr. [22. srpnja 2020.]

⁷¹ europa.eu. https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=demo_pjanind&lang=en. [22. srpnja 2020.]

⁷² Trading Economics. Preuzeto s: <https://tradingeconomics.com/croatia/population>. [22. srpnja 2020.]

⁷³ Eurostat. Preuzeto s: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Population_structure_and_ageing. [22. srpnja 2020.]

⁷⁴ Bartoluci, M., Čavlek, N., Kesar, O. (2011) *Turizam - Ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga, str. 74.

⁷⁵ Hrvatska turistička zajednica. Preuzeto s: https://htz.hr/sites/default/files/2020-02/Njemac%CC%8Cka_profil_2019.pdf, str. 19. [22. srpnja 2020.]

korelirano s višim stupnjem obrazovanja.⁷⁶ Također, u 2017. godini po prvi puta dominira dolazak u pratnji partnera, a ne obitelji. Isto istraživanje pokazalo je kako su pasivni odmor i opuštanje glavni motivi svih dobnih skupina za dolazak u Hrvatsku – zbog svakodnevnog užurbanosti, ljudi se žele opustiti i provesti odmor okruženi prirodom.⁷⁷ Hrvatska nudi i bogatstvo kulturno povijesnih znamenitosti i autohtonih specijaliteta koji čine privlačne faktore i obogaćuju turističku ponudu.

Ljudski razvojni indeks (*Human Development Index* – HDI) uveden je početkom prošlog stoljeća od strane UN-a kako bi rangirao države dijeleći im ocjene od 0,001 do 1,0 temeljene na očekivanoj životnoj dobi, dohotku i obrazovanju. Od ukupno 189 država, Hrvatska je u 2018. godini bila 46., Mađarska 43., dok je Njemačka zauzela visoko 4. mjesto.⁷⁸

Sezonalnost

Ranije spomenuta sezonalnost zaposlenosti hrvatskog stanovništva posljedica je izrazito kratke sezone koja je glavno obilježje hrvatskog turizma. Najrazvijeniji je ljetni turizam koji traje od lipnja do rujna kada je, prema Osnovnim podacima o turizmu u svijetu i Hrvatskoj u 2018. godini ostvareno 83,7 % od ukupnih noćenja.⁷⁹ Osim ljetnih mjeseci i poznatog Adventa u Zagrebu, ostatak godine siromašan je dolascima turista. Kako bi što više produžili sezonu i povećali atraktivnost destinacija koje nisu na obali, Hrvatska turistička zajednica pokrenula je program „Hrvatska 365“ čiji je cilj razvoj cjelogodišnjeg turizma u Hrvatskoj, razvoj destinacija, kreiranje novih proizvoda koji nisu samo „sunce i more“ i stvaranje doživljaja autentičnim pričama o destinacijama i lokalitetima.⁸⁰ Moglo bi se reći da je najveći rizik turističkog sektora oportunistički trošak koji je Arena Hospitality Group smanjila svojim međunarodnim ulaganjima u tržišta koja su neovisna o sezoni.

Tehnološki čimbenici

Ulaganje u istraživanje i razvoj

Prema ulaganjima u znanost i tehnologiju, Hrvatska se nalazi na samom dnu ljestvice ulažući tek 0,97 % BDP-a u 2018. godini. S druge strane, Njemačka je prepoznala važnost ulaganja u novu tehnologiju te prema podacima Eurostata ulaže čak 3,13 % vlastitog BDP-a. Mađarska u

⁷⁶ Stavovi i potrošnja turista u Hrvatskoj - Tomas ljetno 2017, Institut za turizam, str. 30.

⁷⁷ Stavovi i potrošnja turista u Hrvatskoj - Tomas ljetno 2017, Institut za turizam, str. 31.

⁷⁸ United Nations Development Program, Human Development Reports. Preuzeto s: <http://hdr.undp.org/en/data> [22. srpnja 2020.]

⁷⁹ Hendija, Z., Kesar, O., Bučar, J. (2020) *Osnovni podaci o turizmu u svijetu i Hrvatskoj u 2018. godini*. Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet.

⁸⁰ Može li hrvatski turizam 365? Preuzeto s: <http://www.turizam365.com/>. [22. srpnja 2020.]

istraživanje i razvoj ulaže 1,53 % svog BDP-a što je dalje puno bolje u odnosu na Hrvatsku. Visoka razina ulaganja predstavlja i visoku razinu spremnosti za implementaciju novih tehnologija što je ključna pretpostavka uspješnog poslovanja svakog poduzeća danas, ne isključujući i turističku industriju. Osim toga, ono igra značajnu ulogu u smanjenju razvojnih razlika između pojedinih zemalja što pozitivno utječe na privlačenje stranih investicija, posebice u turizam.

Pojave novih tehnologija

Postojanje web stranice i mogućnost online rezervacije više nisu samo opcija, već nužnost za poslovanje turističkih poduzeća u suvremenom društvu. Kako u svijetu, tako i u Hrvatskoj, sve su više prisutne platforme za online rezervaciju i plaćanje turističkog smještaja, kao što su *Booking.com*, *Airbnb* i *TripAdvisor*. Tehnologija je dio okruženja koje se najviše i najbrže mijenja i poduzeća imaju priliku iskoristiti sve prednosti koje im napredak tehnologije pruža. Mogućnost online rezervacije nužna je za poslovanje, kao i postojanje web stranice, a sve češće i profila na društvenim mrežama koji omogućavaju svakodnevnu neformalnu komunikaciju s postojećim i potencijalnim gostima.

Kako bi odgovorili na izazove s kojima se suočila turistička industrija u segmentu touroperatora, a koji su rezultirali povećanjem prodaje online agencija te time i njihovih provizija, AHG, kako navode u izvješću, posebnu je pažnju posvetila direktnoj prodaji i razvoju brenda Arena. Pokrenute su nove web stranice *arenacampsites.com* i *arenahotels.com*, zajedno s programom za web optimizaciju koji služi poboljšanju rangiranja u rezultatima online pretraživanja, što je popraćeno medijskim aktivnostima usmjerenim na prepoznatljivost brenda. Osim toga, na recepciji hotela Park Plaza Belvedere Medulin, uveli su sustav koji gostima omogućuje samostalan i brži *check-in*, odnosno jednostavniji i brži pristup njihovim sobama. Također, u svoju centralnu praonicu rublja, uveli su nove tehnologije što je dodatno doprinijelo produktivnosti poslovanja, ali i zaštiti okoliša.⁸¹

Sustav eVisitor Hrvatske turističke zajednice nacionalni je turistički informacijski sustav, koji se primjenjuje od 1. siječnja 2016. godine. eVisitor služi za prijavu i odjavu turista po vrstama smještajnih objekata, destinacijama i drugim parametrima, a kao krajnji *output* služi i za analizu turističkog prometa. O uspješnosti njegove inovacije svjedoči činjenica da je u 2018. godini osvojio treću nagradu Svjetske turističke organizacije – UNWTO-a u kategoriji turističkih

⁸¹ Arena Hospitality Group d.d. (2019) *Godišnje izvješće 2018*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 21.

inovacija i tehnologije što potvrđuje da je Hrvatska danas prepoznata kao jedna od vodećih turističkih zemalja svijeta.

Pravni čimbenici

Prema Izvješću o globalnoj konkurentnosti Svjetskog ekonomskog foruma, Republika Hrvatska nalazi se na 63. mjestu među 141 državom, a prema učinkovitosti pravnog okvira za rješavanje sporova na 140. mjestu od 141. Prema troškovima pokretanja posla, Hrvatska se nalazi na 69. mjestu, a prema vremenu potrebnom za pokretanje posla na 106.⁸² Upravo su to obeshrabrujući čimbenici koji odvraćaju investitore iz Republike Hrvatske i zbog kojih svoj novac ulažu u zemlje s boljom investicijskom klimom, stavljajući naglasak na turističku djelatnost. Od 2011. godine, u Republici Hrvatskoj osam se puta promijenio Opći porezni zakon, a od 1. siječnja 2020. godine ponovno je došlo do promjene stope PDV-a za pripremanje i usluživanje jela i slastica u i izvan ugostiteljskih objekata što predstavlja dodatne otegotne okolnosti poslovanju i planiranju poduzeća u turizmu.⁸³

Poznato je da Njemačka ima najstariji i najrazvijeniji sustav u kontinentalnoj Europi čija pravna tradicija ulijeva sigurnost svim postojećim i potencijalnim investitorima i partnerima. Njemački sustav smatra se visoko transparentnim dok je pravna sloboda na najvišim razinama u Europskoj uniji. S druge strane, najveći problem i dalje je izbjegavanje plaćanja poreza i pranje novca. Njemačka je u 2019. godini naišla na oštre kritike od strane Europske mreža za zaduženost i razvoj u njenom novom izvještaju o poreznim okvirima unutar EU. U svom izvještaju navode kako nekolicina članica, među kojima je i Njemačka, u svom zakonodavstvu i dalje nudi širok spektar opcija kako bi multinacionalne kompanije prikrile vlasništvo i „prali novac”.⁸⁴

S druge strane, Mađarska je ulaskom u Europsku uniju efikasno uskladila svoj pravni sustav sa zakonodavstvom Unije što je olakšalo poslovanje sa zemljama članicama, a smanjilo troškove uvoza i izvoza. Najveći problem Mađarske i dalje je prisutnost korupcije na svim razinama što svjedoči činjenica da se nalazi na samom dnu ljestvice članica EU prema indeksu percepcije korupcije za 2019. godinu.⁸⁵

⁸² The Global Competitiveness Report 2019, World Economic Forum

⁸³ Narodne novine. Preuzeto s: <https://narodne-novine.nn.hr/search.aspx?upit=izmjene+i+dopune+op%c4%87eg+poreznog+zakona&naslovi=da&sortiraj=1&kategorija=1&rpp=10&qtype=3&pretraga=da>. [5. kolovoza 2020.]

⁸⁴ [treasurers.org](https://www.treasurers.org/hub/treasurer-magazine/germany-and-luxembourg-havens-corporate-tax-dodging). Preuzeto s: <https://www.treasurers.org/hub/treasurer-magazine/germany-and-luxembourg-havens-corporate-tax-dodging>. [5. kolovoza 2020.]

⁸⁵ [transparency.hr](https://www.transparency.hr/hr/clanak/indeks-percepcije-korupcije-2019-47-bodova-63.mjesto/792). Preuzeto s: <https://www.transparency.hr/hr/clanak/indeks-percepcije-korupcije-2019-47-bodova-63.mjesto/792>. [5. kolovoza 2020.]

Dana 2. ožujka 2017. godine stupio je na snagu paket mjera „Od mjere do karijere”, a krajem prosinca iste godine i Smjernice za razvoj i provedbu aktivne politike zapošljavanja u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2018. do 2020. godine. Među tim mjerama, posebno se ističe „stalni sezonac” čiji je cilj „financijska podrška radnicima sezoncima u razdoblju kada ne rade, a kako bi se osigurala potrebna radna snaga poslodavcima iz svih djelatnosti koji tijekom godine imaju razdoblja smanjenog obujma posla zbog sezonskog obilježja poslovanja”, a posebice turizma.⁸⁶ Ovom se mjerom potiču zaposlenici koji rade sezonske poslove, ali i poslodavci čija je priroda poslovanja izraženo sezonalna.

Od 1. siječnja 2020. godine na snagu su stupila dva nova zakona vezana za turističku industriju, Zakon o turističkim zajednicama i promicanju hrvatskog turizma te Zakon o članarinama u turističkim zajednicama. Promjene koje zakoni donose su smanjenje broja obveznika te jednostavniji postupak obračuna i plaćanja članarine i turističke pristojbe. Kao rezultat ovih mjera, gotovo 15.000 poreznih obveznika bit će oslobođeno plaćanja članarine među kojima su IT sektor, računovodstvene djelatnosti i frizerski saloni, dok će za gotovo 2.000 poreznih obveznika iznos članarine biti smanjen, što Ministarstvo predviđa da će rasteretiti gospodarstvo za 6 %. Osim toga, uveden je i paušal turističke pristojbe za pomoćne krevete te paušal turističke članarine za privatne iznajmljivače koji će se obračunavati po krevetu s ciljem pojednostavljenja naplate.⁸⁷

Ekološki čimbenici

Izbijanje COVID-19 pandemije

Možda jedno od najbitnijih, a sigurno najaktualnijih, upravo je izbijanje COVID-19 pandemije. Virus se prvi put pojavio u prosincu 2019. godine u kineskom gradu Wuhanu, u provinciji Hubei, a smatra se da porijeklo vuče od životinje. U siječnju 2020. godine proširio se Kinom nakon čega prelazi u pandemiju i širi se diljem svijeta. Do početka kolovoza, u svijetu je zabilježeno preko 18 milijuna slučajeva dok je više od 700 000 ljudi izgubilo život.⁸⁸ Najpogođenije zemlje svijeta, SAD, Brazil i Indija broje milijune zaraženih te svakodnevno nastoje suzbiti daljnje širenje. Gotovo sve ekonomije svijeta postavile su striktno mjere kako bi očuvale zdravlje ljudi nauštrb velikim ekonomskim gubicima. Neminovno je istaknuti pad

⁸⁶ Mjere aktivne politike zapošljavanja iz nadležnosti Hrvatskoga zavoda za zapošljavanje - Uvjeti i načini korištenja sredstava za provođenje mjera u 2019. godini (2019). Hrvatski zavod za zapošljavanje

⁸⁷ Republika Hrvatska: Ministarstvo turizma i sporta. Preuzeto s: <https://mint.gov.hr/vijesti/usvojen-paket-turistickih-zakona/19115>. [5. kolovoza 2020.]

⁸⁸ worldometer. Preuzeto s: https://www.worldometers.info/coronavirus/?utm_campaign=homeAdvegas1. [5. kolovoza 2020.]

BDP-a svih zemalja uslijed zatvaranja granica, zabrana poslovanja, migracije ljudi i ostalih mjera donesenih od strana vodećih. Jedna od najranjivijih je turistička industrija čiji su se gubitci najznačajnije osjetili kod onih država koje se u najvećoj mjeri oslanjaju na prihode od turizma, a jedna od njih je upravo Hrvatska. Da bi zaštitili gospodarstvo, mnoge države bile su primorane otvoriti granice nauštrb riziku od dodatnog pogoršanja situacije i povećanja broja oboljelih. Svjetska ekonomija usporena je, dok je na državama teret na koji način će voditi svoje države u nastavku ovog izvanrednog stanja.

Ekološka mreža

Svako poduzeće koje posluje u turizmu, svoju ponudu, uz vlastite smještajne objekte, temelji na okruženju, odnosno prirodnim ljepotama. Dok je priobalno područje bogato plažama i uvalama, unutrašnjost Istre najveća je zelena oaza sjevernog Jadrana, bogata vegetacijom, vinogradima i srednjovjekovnim gradićima. Kako bi generacije u budućnosti mogle uživati u navedenim prirodnim bogatstvima, nužno ih je na što bolji način zaštititi. Europska unija propisuje formiranje nacionalne ekološke mreže – „sustav međusobno povezanih ili prostorno bliskih ekološki značajnih područja, koja uravnoteženom biogeografskom raspoređenošću značajno pridonose očuvanju prirodne ravnoteže i biološke raznolikosti”.⁸⁹

Sustav upravljanja zaštitom okoliša

Međunarodna organizacija za standardizaciju (ISO), među ostalim, propisuje i certificira Sustav upravljanja zaštitom okoliša koje svako poduzeće može implementirati kako bi uspostavilo ili poboljšalo vlastiti sustav upravljanja zaštitom okoliša. Osim toga, javlja se sve veća potreba za izgradnjom smještajnih objekata koji su u skladu s ekološkim zahtjevima. *TripAdvisor* je pokrenuo *GreenLeaders* program koji ističe *eco-friendly* smještajne objekte koji su taj status dobili zadovoljavajući određene uvjete: ušteda energije, recikliranje, štedljivi kućanski aparati, otpadne vode, nabava namirnica iz domaćeg uzgoja i slično. Ni u jednoj djelatnosti kao u turizmu, poduzeća uz vlastitu ponudu ne nude i vlastito okruženje, odnosno prirodna bogatstva uz koja su smještena. Dio smještajnih kapaciteta Arena Hospitality Group nalaze se u Istri koja, osim prekrasnih plaža i uvala, nudi mir u najvećoj zelenoj oazi sjevernog Jadrana.

Indeks kvalitete zraka

Hrvatska je svojom kvalitetom zraka potvrdila visoko mjesto poželjnih destinacija za putovanje, ali i život. Kao i sve visoko industrijalizirane zemlje, Njemačka ima velikih

⁸⁹ Javna ustanova za upravljanje zaštićenim dijelovima prirode na području Koprivničko-križevačke županije. Preuzeto s: <https://www.zastita-priode-kckzz.hr/ekoloska-mreza>. [5. kolovoza 2020.]

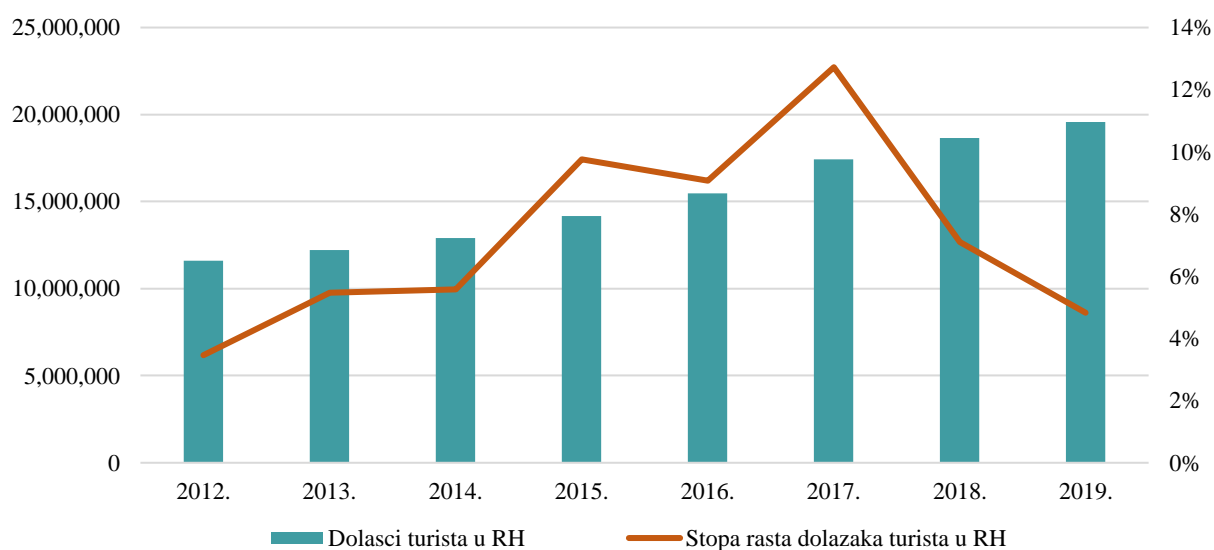
problema sa zagađenjem zraka, a navedeni trend raste. Ipak, ona je jedna od vodećih sila u borbi za smanjenje emisije CO2 te velik fokus stavlja na obnovljive izvore energije. Mađarska u pravilu ima nisku svijest javnosti o ekološkim problemima što dovodi do dodatnog usporavanja implementacije rješenja.⁹⁰ Time je visoka kvaliteta zraka, uz prirodne ljepote, još jedan od čimbenika privlačenja turista.

4.4. Analiza industrije

4.4.1. Analiza životnog vijeka industrije

Primjenjujući model životnog vijeka turističke industrije, moguće ga je smjestiti u fazu usporene stope rasta. Uzmu li se u obzir pozitivna kretanja dolazaka turista u Republiku Hrvatsku kao relevantnog čimbenika i promotri li se njegova stopa rasta, primjećuje se da je potražnja u konstantnom porastu, međutim po opadajućoj stopi. Prema Gantu, navedena sila karakteristična je fazi rasta, a dodatno je potvrđuju i usporavajuće stope rasta prihoda od turizma.

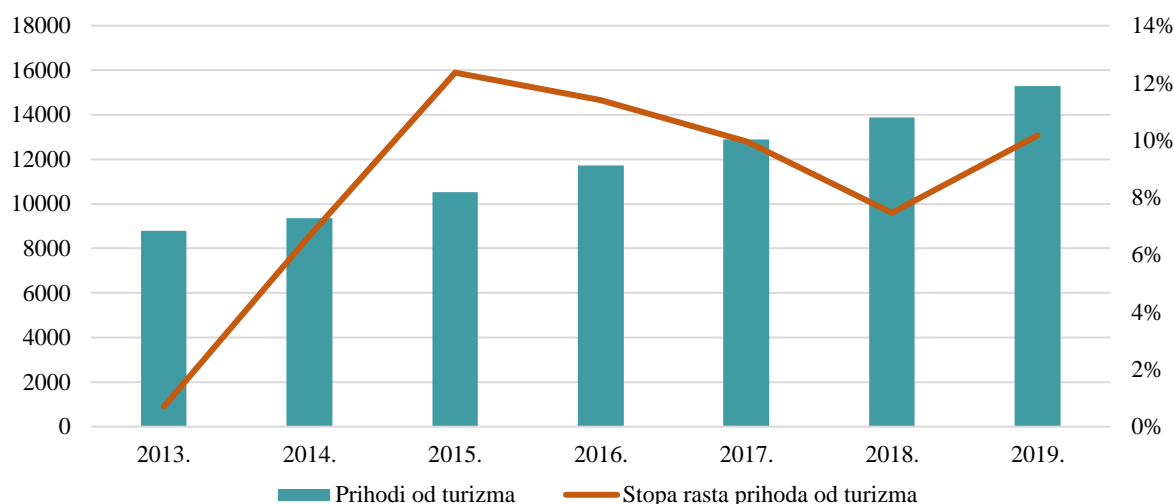
Grafikon 5.: Dolasci stranih i domaćih turista u Hrvatsku u razdoblju 2012.–2019.



Izvor: izrada autorice prema podacima Državnog zavoda za statistiku.

⁹⁰ waqi. Svjetsko onečišćenje zraka: Indeks kvalitete zraka u stvarnom vremenu. Preuzeto s: <https://waqi.info/hr/#/c/42.029/10.593/4.5z>. [5. kolovoza 2020.]

Grafikon 6.: Prihodi od turizma u razdoblju 2013.-2019. (mil. EUR)



Izvor: izrada autorice prema podacima Hrvatske narodne banke.

Vidljivo je da je u posljednjih nekoliko godina zabilježen snažan rast dolazaka i prihoda hrvatskog turizma praćeni još značajnijim brojem noćenja, kao i udjelom zaposlenih u turizmu, a i brojem stalnih postelja. Ipak, od 2016./2017. godine taj se rast ostvaruje po opadajućoj stopi u obje kategorije, što nadalje pokazuje da se radi o postepenom usporavanju rasta što se može pripisati oporavku najznačajnijih konkurentskih tržišta i velikim sportskim događajima koji su preoteli dio turističkih putovanja u Europi. Ovaj trend je uslijedio nakon višegodišnjeg ubrzanog rasta hrvatskog turizma što pokazuju i brojke prije 2013. godine.

Tablica 6.: Glavni sektorski pokazatelji

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Broj noćenja (u mil.)	64,6	66,3	71,4	77,9	86,2	89,7
Udio zaposlenih u turizmu (% ukupnog broja)	6,4	6,7	6,6	6,9	7,2	7,4
Broj stalnih postelja (u tisućama)	872,2	898,7	942,8	993,4	1.065,6	1.118,2

Izvor: izrada autorice prema podacima iz Sektorskih analiza Ekonomskog instituta Zagreb.

4.4.2. Analiza tržišne koncentracije i poslovanja konkurenata

Identifikacija poduzeća u strateškoj grupi

U tablici 7. prikazani su ključni pokazatelji poslovanja deset vodećih poduzeća iz hrvatskog turističkog sektora. Mjereno ukupnim prihodima, unutar deset vodećih društava turističkog sektora u 2018. godini nalaze se redom Valamar Riviera d.d., zatim Maistra d.d., dva društva u vlasništvu Grupacije Lukšić (Plava laguna d.d. i Jadranski luksuzni hoteli d.d.), Arena

Hospitality Group d.d., Solaris d.d. i Liburnia Riviera Hoteli d.d. Među deset vodećih poduzeća u 2018. godini nalaze se i društva Jadranka hoteli d.o.o., HUP-Zagreb d.d. i Sunčani Hvar d.d.

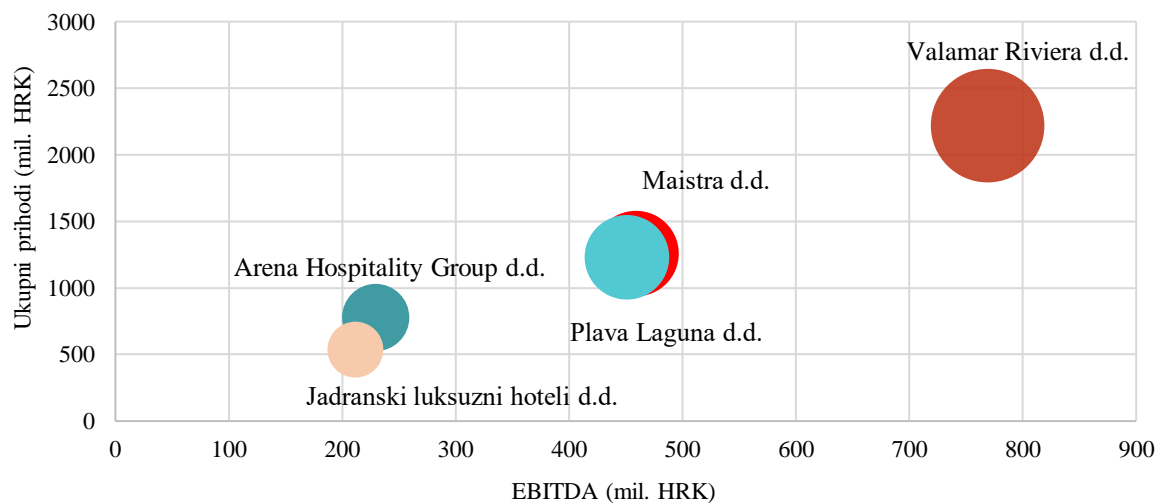
Tablica 7.: Odabrani pokazatelji najvećih trgovačkih društava prema prihodima u 2018. godini

	Ukupni prihodi (mil. HRK)	Bruto dobit (mil. HRK)	Koef. zaduženosti	Koef. tek. likvidnosti	Bruto marža	Produktivnost (u tis. HRK)
Valamar Riviera d.d.	1848,20	260,20	0,48	0,61	0,14	476,10
Maistra d.d.	1187,85	186,00	0,42	0,09	0,15	650,50
Plava laguna d.d.	1171,80	308,40	0,27	1,04	0,26	581,00
Jadranski luksuzni hoteli d.d.	535,20	106,90	0,43	1,03	0,20	644,80
Arena Hospitality Group d.d.	517,30	81,40	0,23	9,05	0,16	637,00
Solaris d.d.	351,00	-39,00	0,47	0,79	-0,11	497,90
Liburnia Riviera Hoteli d.d.	322,70	-16,70	0,18	0,89	-0,05	530,70
Jadranka hoteli d.o.o.	313,00	-20,20	0,42	0,24	-0,06	445,80
HUP-Zagreb d.d.	307,30	95,20	0,10	2,23	0,31	520,00
Sunčani Hvar d.d.	292,80	99,00	0,06	0,41	0,34	822,50

Izvor: izrada autorice prema podacima iz Sektorskih analiza Ekonomskog instituta Zagreb i financijskih izvještaja društava.

Pokazatelji su preuzeti iz publikacije Sektorske analize – Turizam Ekonomskog instituta u Zagrebu s posljednje dostupnom 2018. godinom. Tako opsežni pokazatelji nisu dostupni za 2019. godinu, međutim, u nastavku su (Grafikon 8.) prikazani podaci prvih pet vodećih turističkih poduzeća u Hrvatskoj za 2019. godinu u kojoj je Arena Hospitality Group s petog dospjela na četvrto mjesto zamijenivši Jadranske luksuzne hotele.

Grafikon 7.: Poslovni rezultati pet najvećih turističkih društava prema prihodima u 2019. godini



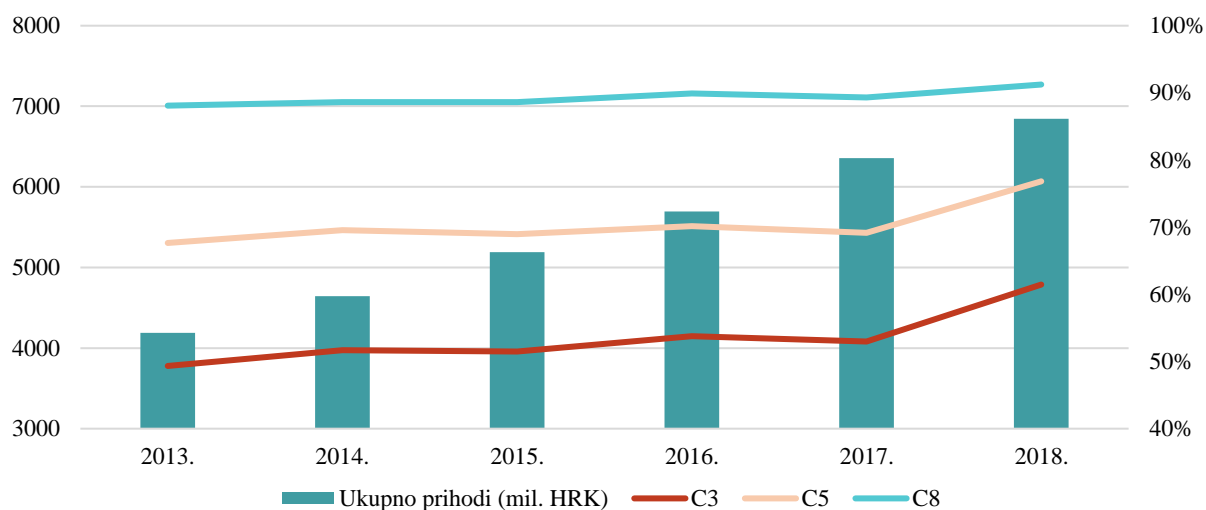
Izvor: izrada autorice prema podacima sa službenih internetskih stranica društava.

Koncentracija industrije

Turizam u Republici Hrvatskoj već godinama bilježi progresivne stope rasta i dolazaka turista. U 2018. godini, ukupni prihodi deset najvećih turističkih društava u Hrvatskoj iznosili su 6847,2 milijuna HRK što je u istoj godini činilo oko 50 % ukupnih prihoda u turizmu u RH. Budući da turizam kao industrija obuhvaća široku lepezu usluga te njegov velik dio predstavljaju privatni individualizirani smještaj i privatni mali poduzetnici, za analizu tržišne koncentracije promatrat će se samo trgovačka društva koja posluju u kategoriji „Hoteli i sličan smještaj“ prema podacima s Poslovne Hrvatske.⁹¹ Promatrajući tržišne udjele unutar deset najvećih hrvatskih trgovačkih društava koja posluju u toj kategoriji, tada najvećim poduzećima u industriji, odnosno Valamaru pripada 27 % tržišta, a Maistri i Plavoj laguni po 17 %. Time njihov koncentracijski omjer C3 gledan u odnosu na 10 najvećih društava u 2019. godini u RH iznosi 61 % (Grafikon 7.), a gledan u odnosu na cjelokupnu industriju 30 %. Vidljivo je da oni imaju uvjerljivo najveći utjecaj u hotelskoj industriji, ali je ona ipak još uvijek dovoljno disperzirana. Uključimo li u analizu iduća dva poduzeća, Arena Hospitality Group i Jadranski luksuzni hoteli, C5 koncentracijski omjer raste na 77 % što u usporedbi s cjelokupnom industrijom iznosi 40 %, a uvrstimo li u izračun i iduća tri poduzeća, koncentracijski omjer C8 raste na razinu od oko 91 %, odnosno 45 % gledano u odnosu na cjelokupnu industriju. Premda se navedeni postotak u usporedbi s drugih industrijama i njihovim vođama na tržištu čini velik, ne smije se zanemariti kako je turizam jedna od najznačajnijih industrija u Republici Hrvatskoj u kojoj sudjeluje velik broj ljudi i od koje svi nastoje profitirati. Glavna i nezaobilazna karakteristika hrvatskog gospodarstva je značaj turizma u BDP-u koji je prema podacima Hrvatske Narodne Banke za 2018. godinu iznosio 17 %. Isti udio očekuje se i u budućnosti što još jednom potvrđuje da je turizam jedna od najvažnijih gospodarskih grana Republike Hrvatske.

⁹¹ Sektorske analize – Turizam, studeni 2019., Ekonomski institut Zagreb

Grafikon 8.: Kretanje tržišne koncentracije (desno) i prihoda (lijevo) deset vodećih društava turističkog sektora u razdoblju 2013.-2018.



Izvor: izrada autorice prema podacima iz Sektorskih analiza Ekonomskog instituta Zagreb.

Analiza strateške grupe

Za identifikaciju poduzeća u strateškoj grupi odabrana su četiri vodeća, Valamar Riviera, Maistra, Plava laguna te Arena Hospitality Group. Valamar kao predvodnik industrije posjeduje najveći udio, ali se prostire šire od Istarskog područja koje je karakteristično za Plavu lagunu. Osim svojih smještajnih kapaciteta u Poreču, Puli i Rapcu, njegovi hoteli, ljetovališta i kamping ljetovališta nalaze se u Dubrovniku, na otocima Rabu i Krku te u Obertauernu u Austriji.⁹² Plava laguna je preuzimanjem poduzeća Istraturist Umag 2017. godine potvrdila svoju poziciju u tri vodeća trgovačka društva u industriji.⁹³ Njezini smještajni objekti nalaze se u Umagu i Poreču (Istra) te u Rijeci, što ga čini direktnim geografskim konkurentima Arena Hospitality Group. Maistrini kapaciteti nalaze se u neposrednoj blizini Grupe, u Rovinju i Vrsaru, međutim, nedavnim akvizicijama otvorili su dodatne hotele u Zagrebu, Splitu i Dubrovniku destinacijski diverzificirajući vlastiti portfelj. Jadranski luksuzni hoteli, iako ostvarenim ukupnim prihodima najbliži, ne čine izravnog konkurenta Arena Hospitality Group s obzirom na to da se njegovi smještajni kapaciteti nalaze najvećim dijelom u Dubrovniku, te na Mljetu.

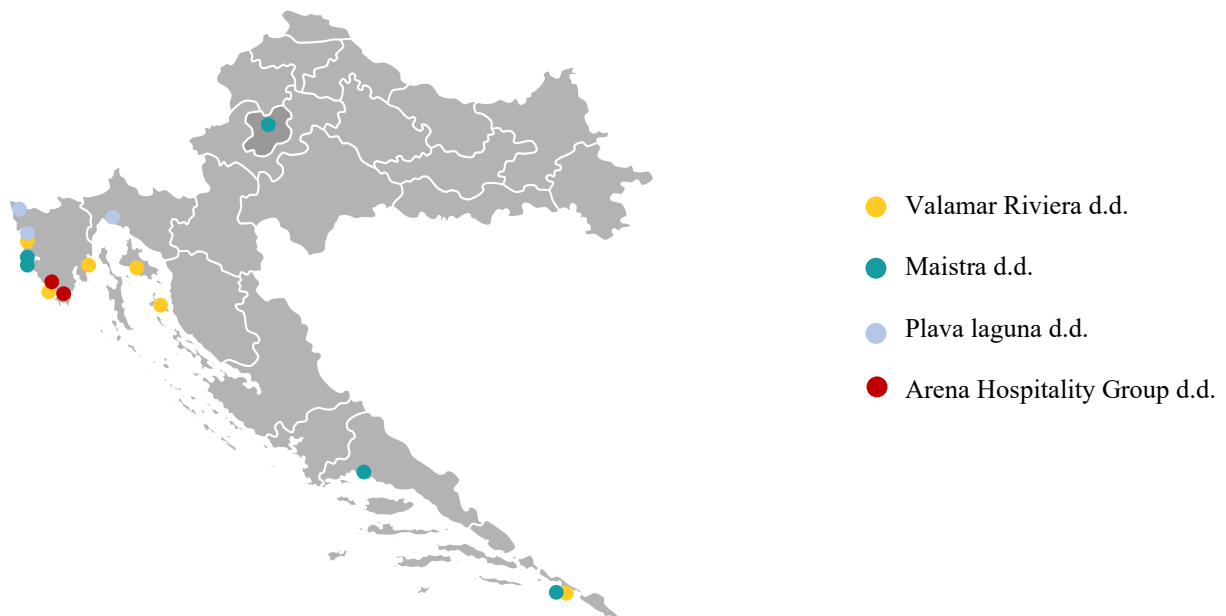
Na slici 8. grafički je prikazana koncentracija smještajnih objekata u Republici Hrvatskoj odabrane strateške grupe. Smještajni objekti prostiru se najvećim dijelom u Istri, zatim na otocima Rabu i Krku te u Dubrovniku. Valamar se probio izvan promatranog geografskog

⁹² Valamar-riviera.com. Preuzeto s: <https://valamar-riviera.com/hr/brendovi-i-portfelj/>. [5. kolovoza 2020.]

⁹³ biz.plavalaguna.hr. Preuzeto s: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama>. [5. kolovoza 2020.]

područja što još jednom potvrđuje njegovu veličinu, ali i ne utječe direktno na Arena Hospitality Group. Objekti Arena Hospitality Group nalaze se u Puli i Medulinu te su jedini u tim gradovima u usporedbi s konkurencijom. Nešto sjevernije nalaze se objekti Plave lagune, u Poreču i Umagu, te Maistre, u Vrsaru i Rovinju koji su svoj portfelj nedavnim akvizicijama proširili na Zagreb, Split i Dubrovnik. Slično Maistri, Valamar je svoj portfelj diversificirao duž cijele Istre i Kvarnera, a u Poreču stvara direktnu konkurenciju Plavoj laguni. Premda Arena Hospitality Group d.d. ne posjeduje izravnog konkurenta u navedenim gradovima, moglo bi se reći da je Istra od strane turista gledana u cjelini. Malo geografsko područje, bez obzira na lokaciju smještaja, prijevoznim je sredstvom moguće obići u jednom danu. Time je strateška grupa postavljena vrlo temeljito te su iznesene ključne spojne točke u razlikama, odnosno sličnostima promatranih društava.

Slika 8.: Geografski položaj smještajnih objekata četiriju vodećih društava u industriji u Republici Hrvatskoj



Izvor: izrada autorice prema podacima sa službenih internetskih stranica društava.

Strukturu turističkih smještajnih kapaciteta među četiri vodeća društva obilježava dominacija hotela. Slijede ih resorti, kampovi te na kraju apartmani. Apartmane pretežito posjeduju privatni smještaji te su kao takvi vrlo popularni. Sukladno tome, mogao bi se napomenuti noviji trend u kojem velik broj Hrvata sve više i više pretvara svoje domove u smještajne objekte u želji za dodatnom zaradom.

Tablica 8.: Ponuda smještajnih objekata triju vodećih društava strateške grupe

	Hoteli	Resorti	Kampovi	Apartmenti
Valamar Riviera d.d.	25	13	15	
Maistra d.d.	18	8	6	3
Plava laguna d.d.	25	4	13	13
Arena Hospitality Group	7 + 7 inozemnih	4	8	

Izvor: izrada autora prema podacima sa službenih internetskih stranica društava.

Budući da su prihodi Valamara za više od pola veći od drugog i trećeg u strateškoj grupi, može se promatrati kao vođa. Svojom diversifikacijom smještajnih objekata te raznolikom ponudom namijenjenom gostima različite potražnje i platežne moći, povećao je mogućnosti generiranja kapitala. Mogli bismo zaključiti da strani turisti Istru vide kao jednu geografsku cjelinu, a ostatak Dalmacije kao dvije ili tri manje. Time je Valamar Riviera obuhvatila one turiste kojima je svejedno gdje će odsjesti u Istri, ali i one koji biraju isključivo primjerice Dubrovnik. Naravno, brojnost smještajnih objekata također ide u korist Valamaru, a ne smije se ni zanemariti činjenica da generira velik broj radnih mjesta izvan, ali i tijekom sezone koji su u 2019. godini prelazili više od 7000 radnika. Time je Valamar Riviera d.d. još jednom potvrdila status najveće turističke kompanije u Hrvatskoj.⁹⁴ Maistra svoju drugu poziciju čvrsto drži već godinama. S ukupnim prihodima od 1,188 milijardi HRK vidljivo je da društvo održava stabilnu ravnotežu uzimajući u obzir prihode i broj zaposlenih. Plava laguna d.d. godinama je na trećem mjestu, međutim, kupnjom Istraturista postaje prijetnjom. Time se s iznosa od 0,586 milijardi HRK prihoda na 1,172 približila Maistri i potvrdila svoje treće mjesto. Portfelj Plave lagune diverzificiran je i prema ponudi sličan Valamaru što ih čini ozbiljnim konkurentima Grupi, dok se Maistra profilirala isključivo u *Upscale* i *Premium* segmentu.

4.4.3. Porterov model pet sila

Opasnost od ulaska novih konkurenata

Budući da se većina kapaciteta Grupe nalazi u Istarskoj županiji, naglasak analize stavljen je na potencijalni ulazak novih konkurenata na tom području. Najveći broj hrvatskih turističkih postelja, ali i postelja u hotelskom smještaju nalazi se u Istri čime je opasnost od ulaska novih konkurenata visoka, pogotovo uzevši u obzir velik rast kapaciteta u privatnom smještaju na godišnjoj razini.⁹⁵

⁹⁴ tportal.hr. Preuzeto s: <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/valamar-dogurao-do-brojke-od-7000-zaposlenih-pogledajte-kako-ce-im-se-kompanija-oduziti-za-uspjesno-odraden-prvi-dio-sezone-foto-20190726>. [7. kolovoza 2020.]

⁹⁵ Turizam u brojkama 2018., Hrvatska turistička zajednica

Međutim, opasnost ulaska velikih konkurenata, tj. onih koji mogu konkurirati svojom veličinom, sveobuhvatnom ponudom, luksuznim uslugama i naglaskom na *high-end* segment potrošača puno je manja. Prva ulazna barijera koju poduzeća susreću je davanje koncesija na turistička zemljišta koja su u vlasništvu ili suvlasništvu Republike Hrvatske. Tu je važno napomenuti da su za većinu atraktivnih lokacija uz more već podijeljene dugoročne koncesije postojećim konkurentima, poglavito Maistri, Plavoj laguni i Valamaru. Nadalje, izgradnja novih hotelskih zdanja ograničena je prostornim i urbanističkim planovima gradova. Naime, svi gradovi imaju barem jednogodišnje, a većina i do petogodišnje planove zbog kojih najčešće ne postoji mogućnost vrlo brze izgradnje i realizacije tako velikih investicijskih projekata. Kad bi se navedene dvije prepreke zanemarile, izgradnja hotela i turističkih naselja iziskuje iznimno velika kapitalna ulaganja zbog čega ulazak u industriju nije toliko jednostavan. Iako postoji mogućnost izgradnje manjih hotela visoke ponude, poput *boutique* hotela i resorta koji bi privukli jednaki ciljani segment, manjak njihovih prihvatnih kapaciteta od 10 do 50 soba ne predstavlja značajnu prijetnju poslovanju. Uzevši sve navedeno u obzir, opasnost od ulaska novih konkurenata relativno je niska.

Opasnost od ulaska supstituta (i komplementa)

Iako je teško pronaći supstitute tradicionalnoj turističkoj usluzi i smještaju, u posljednjih nekoliko godina vidljive su promjene trendova u svjetskom turizmu, poput naglaska na češća i kraća putovanja i putovanja vezana uz sportska događanja i specijalne interese potrošača. Povezano s time, potrošači često koriste nove usluge poput *Airbnb*-a ili *couchsurfing*-a koji se javljaju kao alternativa hotelskim uslugama. U većini slučajeva ih se ipak ne može smatrati potpunim supstitutima jer ne nude sveobuhvatnu uslugu (smještaj, hrana, piće, zabava) i najčešće ne pripadaju u luksuzni segment. Ipak, danas ponuda na *Airbnb*-u varira od modernih *penthouse*-a u centru gradova do *premium* apartmanskog smještaja s 4 ili 5 zvjezdica koji u organizaciji domaćina mogu uključivati i druge spomenute usluge. Drugi sličan supstitut mogla bi biti krstarenja kruzerima koja također privlače imućne turiste, ali je i ovdje moguće zaključiti kako isti tip potrošača vjerojatno neće birati dvotjedno putovanje kruzerom ili dvotjedan boravak u jednoj destinaciji/hotelu. Zaključno, iako su navedene usluge prisutne već nekoliko godina u Republici Hrvatskoj, hotelski i premium smještaj nije osjetio negativne posljedice u smislu popunjenosti kapaciteta. To je vjerojatno rezultat hrvatske jake pozicije na europskom turističkom tržištu, dobre geografske pozicije i snažne ponude najvećih turističkih kompanija. Zbog toga, opasnost od ulaska supstituta relativno je niska.

Snaga i dinamika promjene pregovaračke moći kupaca

Kad se govori o kupcima usluga smještaja, s jedne strane postoje krajnji kupci i potrošači koji djeluju individualno i zasebno, a s druge strane turoperatorima i turističke agencije koje zakupljuju određeni dio smještajnih kapaciteta unutar turističkih kompanija.

Promatrajući tipičnu uslugu ponude smještaja, individualni kupci nemaju posebnu pregovaračku moć zato što je cijena unaprijed određena, nema velikog manevarskog prostora za njezine promjene, a pojedinci i njihove obitelji su iznimno diverzificirani. To posebno vrijedi u visoko sezonskim mjesecima kad je potražnja najčešće veća od ponude. Izvan sezone je pregovaračka moć nešto viša jer kompanije brzo reagiraju na slabi *booking* odobravanjem dodatnih popusta kupcima ili posebnim cijenama kako bi ih potaknuli na kupnju usluge.

Ipak, u slučaju prodaje smještajnih kapaciteta turoperatorima i turističkim agencijama s kojima se ugovaraju fiksne cijene unaprijed, poslovni subjekti s druge strane zbog svoje veličine i prepoznatljivosti imaju veću pregovaračku moć. To posebno vrijedi kad se kompanije žele pozicionirati na tržištima na kojima još nisu prisutne (npr. tržište Velike Britanije) gdje je lakše dobiti kupce putem posredničkih kanala. Prema tome, moguće je zaključiti kako postoji određena pregovaračka moć velikih kupaca, dok je ona kod individualnih potrošača niska.

Snaga i dinamika promjene pregovaračke moći dobavljača

Dobavljači u turizmu opskrbljuju kompanije hranom, pićem, sitnim inventarom, uslugama održavanja, potrošnim materijalom i osnovnim sredstvima. Najčešće se radi o manjim lokalnim dobavljačima čime se kod prehrambenih proizvoda nastoji poboljšati kvaliteta i svježina namirnica, a ujedno i smanjiti transportni troškovi. Osim toga, teži se ostvarenju dobrih odnosa s lokalnom zajednicom i postizanjem sinergijskih efekata na lokalnom području. Kompanije poput Arena Hospitality Group dobavljačima su vrlo privlačne zbog visoke likvidnosti, statusa sigurnog platiše i visoke potražnje za proizvodima i uslugama. Sve to navodi na zaključak kako Grupa ima iznimno jaku pregovaračku moć te zbog svoje veličine može s dobavljačima ispregovarati povoljne cijene i uvjete, a njima ne ostavlja veliki prostor za promjene istih.

Intenzitet konkurencije među etabliranim konkurentima

Najznačajniji konkurenti za promatrano poduzeće su Maistra koja se ističe pojačanom kvalitetom usluge te naglaskom na luksuzni hotelski smještaj i premium segment, hotelska grupacija Plava laguna koja je 2014. godine preuzela poduzeće Istraturist Umag čime je dodatno ojačala svoju poziciju na turističkom tržištu, te Valamar Riviera kao konkurent koji je 2018. godine ostvario najviše prihode od svih turističkih društava u Hrvatskoj (1,85 milijardi

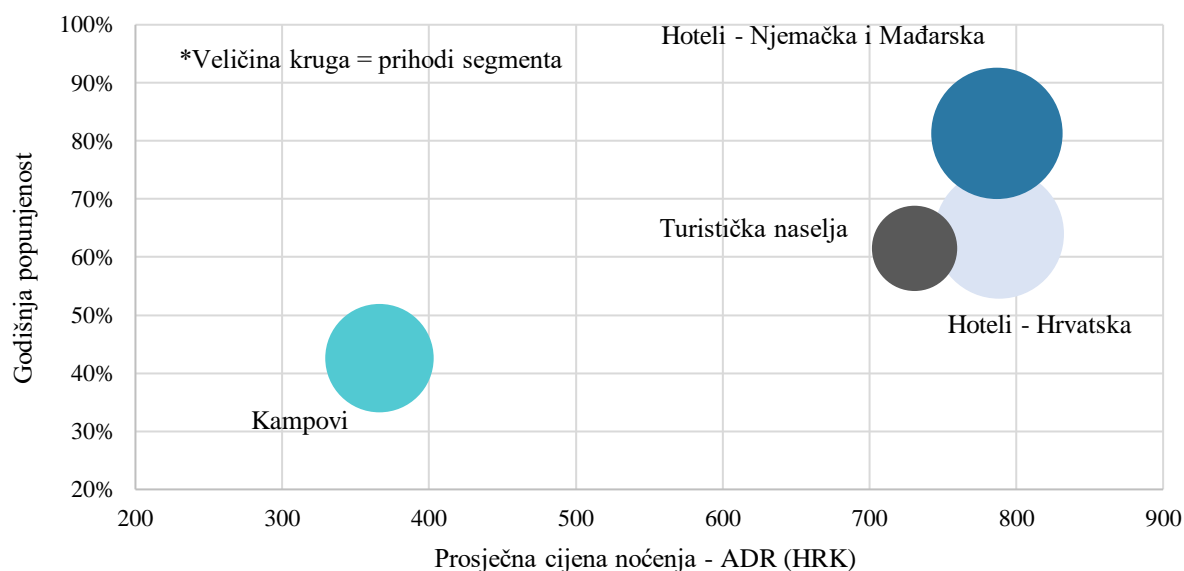
HRK). Posljednja dva društva karakterizira visoka raznovrsnost ponude i diferencirani portfelj od hotelskih kapaciteta različite kategorizacije, kampova, turističkih naselja do apartmana što ih svojom ponudom čini najbližijim poslovanju Arena Hospitality Group. Radi se o četiri najveća turistička društva u državi koja većinu svojih kapaciteta imaju u Istarskoj županiji. Iako je broj konkurenata sam po sebi velik, visoke stope industrije iz godine u godinu omogućavaju korporativni rast poduzeća zbog rasta industrije, a ne zbog preuzimanja tržišnog udjela konkurentima. Osim u Hrvatskoj, bitno je spomenuti i druge visoko segmentirane konkurente u Njemačkoj i Mađarskoj koji brendovima Grupe Parka Plaza® i art'otel® predstavljaju direktne konkurente, a to su Hilton Hotels & Resorts, Hyatt Hotels Corporation, Marriott International, InterContinental Hotels i drugi. Prema tome, stupanj intenziteta konkurencije među etabliranim konkurentima srednje je razine te se kreće prema višoj zbog čega će u budućnosti biti potrebno snažnije diferencirati svoj proizvod čemu se Arena Hospitality Group već prilagodila svojim ulagačkim aktivnostima.

4.5. Analiza poduzeća

4.5.1. Analiza konkurentske strategije poduzeća

4.5.1.1. Analiza stratejskih poslovnih jedinica

Grafikon 9.: Usporedba segmenata poslovanja prema popunjenosti i prosječnoj cijeni u 2019. godini



Izvor: izrada autorice prema podacima Grupe iz Godišnjeg izvješća 2019.

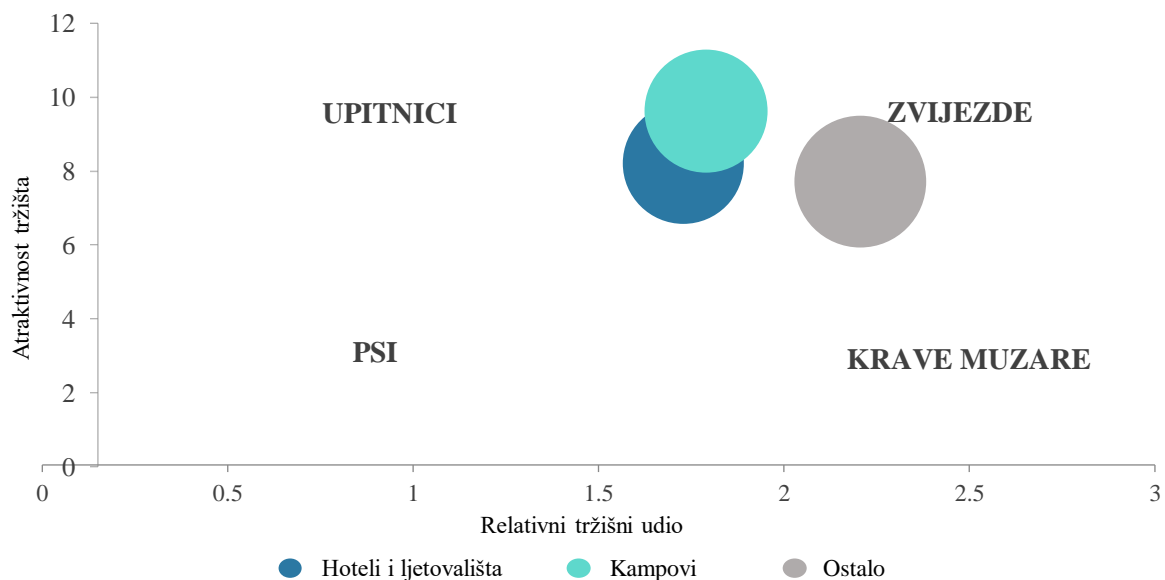
S obzirom na to da konkurenti o svojim segmentima ne izvještavaju na usporediv način, na temelju iznesenih podataka Arena Hospitality Group, moguće je zaključiti da hoteli predstavljaju pravi primjer „zvijezda”. Podaci o popunjenosti Hotela na svim tržištima

pokazuju visoku popunjenost, stavljajući naglasak na hotele u Mađarskoj i Njemačkoj čija popunjenost iznosi visokih 81,3 %. Hoteli na navedenim tržištima pretežito ciljaju potrošače više i visoke platežne moći, a navedena kategorija goleme prihode generira na dobro poznatoj visokoj marži. S druge strane, popunjenost hotela na hrvatskom tržištu nešto je niža, gdje AHG operira u visokom i srednjem segmentu. Prema tome, moguće je zaključiti da postojeći srednji segment hotela, kao i turistička naselja srednje kategorizacije predstavljaju „krave muzare”. Iako „kampovi” bilježe nisku popunjenost, ne smije se zanemariti priroda njihova poslovanja koja u ponudi bilježi izrazito velik broj raspoloživih jedinica (po osobi), više od jednog milijuna.

BCG matrica

Turistička poduzeća iz promatrane strateške grupe svoje poslovne prihode raspoređuju uglavnom prema „hotelima i ljetovalištima”, „kampovima”, te „ostalo” koje najvjerojatnije obuhvaća prihode od praonica, centralnih službi, agencija, kuhinja i slično. Prema tome, u nastavku je izrađena BCG matrica četiriju najvećih konkurenata Arena Hospitality Group: Valamara, Plave lagune i Maistre. Premda AHG grupa prihode hotela i ljetovališta objavljuje odvojeno, preostala društva nemaju takvu sistematizaciju zbog čega su u matrici prikazani zajedno.

Grafikon 10.: BCG matrica po segmentima poslovanja



Izvor: izrada autorice prema podacima iz financijskih izvještaja Arena Hospitality Group, Valamara, Plave lagune i Maistre za 2018. i 2019. godinu.

Na osi ordinata prikazana je atraktivnost tržišta, odnosno tržišni rast, dok os apscisa predstavlja relativni tržišni udio. BCG matrica izračunata je prema prihodima četiriju vodećih turističkih

kompanija podijeljenih na tri segmenta: „hoteli i ljetovališta”, „kampovi”, te „ostalo”. Budući da je segment „ostalo“ upotrijebljen samo kako bi se u obzir uzeli svi poslovni prihodi kompanija, vjerojatno nije precizan te ga se neće posebno interpretirati. Preostala dva segmenta pripadaju zvijezdama dok kampovi bilježe veću stopu rasta u promatranom periodu. Iako su neke od pretpostavki pri izradi matrice poput segmentiranja prihoda vjerojatno utjecale na položaj, matrica ipak ima smisla jer se u segment hotela i ljetovališta intenzivno ulaže u posljednjih pet godina, a oni ujedno donose i najviše prihode. U slučaju preokreta rasta ovog segmenta, on će postepeno prijeći u krave muzare. Slična situacija vidljiva je i kod kampova čiju kategorizaciju Arena Hospitality Group već dugo podiže na višu razinu, pretvarajući ga u luksuzne kampove.

4.5.1.2. Analiza lanca vrijednosti

Primarne aktivnosti

1. **Ulazna logistika** u turističkoj industriji poprima nešto drugačiji oblik s obzirom na to da je glavni input za pružanje usluge zaposlenik koji uslužuje gosta i sam objekt u kojem je on smješten. Ipak, među ostalim bitnim inputima ističu se namirnice, pića, tiskani materijal, rezervni dijelovi i materijal za održavanje. Budući da kompanija surađuje s kako poslovnim partnerima na operativnoj razini, tako i poslovnim partnerima uključenima u investicijske projekte, adekvatna ulazna logistika je bitan faktor kreiranja konačnog turističkog proizvoda. S obzirom na to da su smještajne jedinice u Hrvatskoj locirane na istarskom području, te u Njemačkoj i Mađarskoj u velikim urbanističkim središtima, to ne zadaje znatne logističke prepreke.
2. **Proizvodnja i izlazna logistika** ključne su karike lanca vrijednosti u turizmu jer se cjelovita usluga sastoji od niza zasebnih dijelova i aktivnosti koje su međusobno povezane. U slučaju Arena Hospitality Group promatraju se zajedno jer se procesi poput pripreme hrane i smještajnih jedinica, održavanja okoliša, praćenja kvalitete vode i mora i brojnih aktivnosti u ponudi odvijaju simultano i kontinuirano za vrijeme boravka gostiju.
3. **Marketing i prodaja** čine jednu od divizija unutar organizacijske strukture Arena Hospitality Group koja centralizirano organizira i planira bitne marketinške aktivnosti za sve smještajne kapacitete. Osim konvencionalnog oglašavanja koje je primarno koncentrirano u blizini destinacija, goste privlače najvećim dijelom direktnom prodajom putem vlastitih portala, online oglasima, promocijom u katalogima i brojnim drugim aktivnostima. S obzirom na dislociranost ciljne skupine i turističkog tržišta,

jasno je kako kompanija mora osigurati snažnu *online* komunikaciju, kao i prisutnost na svim kanalima koje gosti koriste.

4. **Service** je moguće opisati kroz mjerenje kvalitete proizvoda i usluga koji se prvenstveno putem Grupinog godišnjeg upitnika pod nazivom „Indeks angažiranosti zaposlenika”, reklamacija i žalbi, prijedloga zaposlenika i internih i eksternih *audita*. Dobiveni rezultati koriste se kao smjernice u planiranju poslovnih aktivnosti. Primjedbe, reklamacije i žalbe odmah se razmatraju i uglavnom rješavaju na licu mjesta na zadovoljstvo gostiju, što je još jedna od posebnosti industrije u kojoj Grupa djeluje.

Sekundarne aktivnosti

1. **Infrastruktura** koja podupire funkcioniranje cijelog poduzeća uključuje na najvišoj razini Upravu, zatim Nadzorni odbor, Revizorski odbor, Odbor za imenovanja i nagrađivanja, a zatim i niz divizija potrebnih za poslovanje turističkog poduzeća. Bitno je napomenuti da Grupa u svojim izvješćima ne navodi organizacijsku strukturu zbog čega će se u ovom kontekstu izostaviti.
2. **Upravljanje ljudskim resursima** ključna je aktivnost jer u Grupi smatraju da su upravo zaposlenici „autori” u njihovom poslovanju. Arena Hospitality Group u 2019. godini zapošljavala je 1.482 osobe, od kojih 480 stalno zaposlenih (žene: muškarci; 53 %: 47 %). Grupacija godišnje nudi četiri stipendije srednjoškolcima iz Škole za turizam, ugostiteljstvo i trgovinu te usko surađuje s Fakultetom ekonomije i turizma u Puli privlačeći sve veći broj mladih kao potencijalnih zaposlenika. Osim toga, intenzivno ulaže u zaposlenike nizom obrazovnih edukacija i programa, te je u 2019. godini održala 62 programa edukacije koje je pohađalo 826 članova tima, na kojima se, osim edukativne naravi, provode i predavanja mentalnog zdravlja s ciljem promicanja zdravlja i poboljšanja radnog mjesta. Na godišnjoj razini, ispituju Indeks angažiranosti zaposlenika pozivajući članove tima da iskažu svoje mišljenje o poslu, timovima i nadređenima koji je na vrlo visokom nivou od 83,8 % (odaziv od 87 %).⁹⁶
3. **Tehnološki razvitak** temelj je budućnosti poslovanja Arena Hospitality Group kroz strategiju inovacija i digitalizacije poslovanja. Kao najvažnije elemente koji unaprjeđuju postojeću uslugu moguće je istaknuti: otvaranje novih web stranica arenacampsites.com i arenahotels.com, zajedno s programom za web optimizaciju koji

⁹⁶ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 20., 31., 62.

služi poboljšanju rangiranja u rezultatima online pretraživanja, a što je popraćeno medijskim aktivnostima usmjerenim na prepoznatljivost brenda.⁹⁷

4. **Nabava** je jedna od strateških funkcija u kompaniji kojoj je cilj usko surađivanje s lokalnom zajednicom. Želja je pružanje kvalitetnih proizvoda i hrane koja se nabavlja od lokalnih proizvođača što izravno promiče i potiče gospodarski rast i razvoj lokalne zajednice.

4.5.1.3. Analiza generičkih strategija

Arena Hospitality Group na tržištu se profilirala strategijom konkurentske diferencijacije ponudom namijenjenom gostima različite platežne moći. Međutim, veliki zaokret u provođenju ove strategije prisutan je tek u posljednjih nekoliko godina. Od 2011. godine, Grupa je započela s repozicioniranjem portfelja prema ponudi i uslugama visoke dodane vrijednosti preuređivanjem smještajnih objekata pod novim brendom Park Plaza. Intenzivno se počela širiti 2016. godine nakon što je PPHE Hotelska grupacija preuzela 88 % udjela u Sugarhill grupi u zamjenu za uvrštenje dionica. Time je Arena Hospitality Group dobila pravo upravljanja osam Park Plaza i jednim art'otel hotelom u Njemačkoj i Mađarskoj. Osim toga, Grupa je dobila i pravo upravljanja brendom Park Plaza u 18 zemalja Srednje i Istočne Europe što je omogućilo daljnji razvoj portfelja. Grupa ističe da njihova strategija razvoja proizvoda i sadržaja obuhvaća širenje portfelja unutar tržišta srednje i istočne Europe i to ponudom visokokvalitetnog proizvoda po atraktivnim cijenama. Dodatan iskorak u odnosu na najveće konkurente, Arena Hospitality Group je napravila preuzimanjem objekata na širem geografskom području, a osim Hrvatske, Njemačke i Mađarske, u 2019. godini sklopili su ugovor o kupnji hotela s 4 zvjezdice 88 Rooms u iznosu od 47 milijuna HRK koji je smješten nedaleko od starogradske jezgre Beograda, glavnog grada Srbije. Sve to upućuje na određenu preorijentaciju kompanije u viši segment turističke ponude, uz nastojanja da kao jedna od vodećih hrvatskih hotelskih kompanija bude prisutna u svim bitnim destinacijama. Kao dio investicijskog plana od oko 500 mil. HRK Grupa je u 2020. godini započela s repozicioniranjem hotela Brioni u luksuzni hotel s 227 soba, te razvojem kampa Arena Kažela Campsite u proizvod s 4 zvjezdice, započetog u listopadu 2019. godine. Osim toga, sklopljen je i ugovor o dugogodišnjem najmu (45 godina) zgrade u centru Zagreba koja se namjerava preurediti u Hotel. Hoteli u Zagrebu i Beogradu pridonijet će portfelju gradskih hotela, što je u skladu sa strategijom stvaranja uravnoteženijeg portfelja, koji omogućuje cjelogodišnje poslovanje. Svojim visokim i višim segmentom svakako konkurira Maistri koja svoj portfelj gradi uglavnom na luksuznoj ponudi te cilja gotovo

⁹⁷ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 21.

isključivo turiste izrazito visoke platežne moći i Valamaru čije investicije unatrag par godina stavljaju fokus na isključivo *upscale* i *premium* dio portfelja, i to u segmentima hotela i ljetovališta te kampova. S druge strane, konkurent Plava laguna je pretežito koncentriran na turiste niže i srednje platežne moći te za usporedbu ima samo jedan objekt s 5* čije je vlasništvo stekla tek akvizicijom Istraturista Umag, a kao takva predstavlja konkurenta u dijelu poslovanja Arena Hospitality Group, brendovima Arena Hotels & Apartments srednje kategorije. U skladu sa strategijom diferencijacije, Arena Hospitality Group bi vjerojatno trebala ispitati oportunitet podizanja kvalitete tog smještaja na višu razinu, ili možda njegove rasprodaje. U slučaju da se zadrži status quo, moguće je da će kompanija ipak odabrati neku vrstu hibridne strategije za različite segmente, ali tu se javlja rizik odabira nejasne dugoročne strategije poslovanja.

4.5.2. Analiza fundamentalnih činitelja vrijednosti iz proteklih financijskih izvještaja

Analiza fundamentalnih činitelja vrijednosti poslužit će kao glavni izvor definiranja, a onda i razumijevanja poslovanja Arena Hospitality Group. Uvidom u financijske izvještaje te provođenjem vertikalne i horizontalne analize financijskih izvještaja dolazi se do informacija značajnih za razumijevanje financijske uspješnosti promatrane Grupe, a koji će poslužiti prilikom identifikacije rizika, posebice kod izrade *pro forma* financijskih izvještaja.

Analiza bilance i računa dobiti i gubitka Arena Hospitality Group temelji se na financijskim izvještajima posljednjih pet godina, odnosno u razdoblju 2015. – 2019. godine.

Analiza bilance

Vertikalna analiza bilance

Promatrajući aktivu, najveći udio kroz svih pet promatranih godina ima dugotrajna imovina na razini od 80 % s naglaskom na 2015. godinu kad je dugotrajna imovina dosegla čak 90 % ukupne aktive. Udio dugotrajne imovine se kroz promatrano razdoblje smanjio uslijed niza akvizicija kojom je Grupa dobila pravo upravljanja i razvijanja nekolicinom brendiranih hotela. Unutar stavke dugotrajne imovine, najznačajniji udio čini materijalna imovina koja fluktuirala između 92 % i 99 % posebice zbog investicijskih ciklusa i općenitog povećanja ove stavke bilance, što će pokazati i horizontalna analiza bilance. Velik udio dugotrajne materijalne imovine vrlo je karakterističan za poduzeća koja posluju u sektoru turizma s obzirom na njihovu srž poslovanja u hotelima, turističkim naseljima, kampovima i ostalim objektima koji pripadaju spomenutoj kategoriji. U 2016. godini, udio financijske imovine natprosječno je činio 6 % dugotrajne imovine kao rezultat stjecanja udjela i zajmova u zajedničkom pothvatu novo

pripojene Sugarhill grupe. Ostale stavke poput nematerijalne imovine i potraživanja koje se nalaze unutar dugotrajne imovine čine tek oko 1 % ili manje ukupne aktive. Kratkotrajna imovina kreće se u intervalu od 10 % u 2015. godini do iznimke od 30 % u 2017. godini gdje ostaje na istoj razini. Udio i kretanje kratkotrajne imovine potaknuto je njegovom najznačajnijom stavkom novac u banci i blagajni koja na razini od oko 90 % u promatranom razdoblju čini još jednu od karakteristika u poslovanju u turističkom sektoru. S obzirom na to da je njihovo poslovanje sezonskog karaktera, a prihodi se ostvaruju u ljetnom razdoblju, većina turističkih poduzeća pa tako i Arena Hospitality Group, znatan dio novca ostavlja na računima u banci kako bi im bio lako dostupan za razna financiranja tijekom godine. Riječ je o operativnoj poluzi koja je prisutna kod onih poduzeća koja imaju velik udio fiksne imovine, odnosno gdje postoje veliki troškovi održavanja tijekom cijele godine, a prihodi, naravno, ne prate nastajanje navedenih troškova. Najveći udio u strukturi pasive odnosi se na kapital i rezerve koji u prosjeku čine oko 56 % ukupnih izvora imovine. Promatrajući dugoročne obveze, one kroz promatrano razdoblje fluktuiraju u intervalu 32 – 36 %, a većinu dugoročnih obveza čini stavka obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama, što ukazuje da su banke i ostale financijske institucije glavni kreditori Grupe. Kratkoročne obveze u svim se godinama kreću oko 5 %, osim u 2016. gdje su uslijed realizacije kredita od Zagrebačke banke d.d. u ukupnom iznosu od 149,8 milijuna HRK dosegle 16 %, te se navedena stavka primarno odnosi na obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama, obveze prema poduzetnicima unutar grupe, obveze prema dobavljačima, obveze za predujmove, obveze prema zaposlenicima te obveze prema državi kroz poreze, doprinose i slična davanja.

Horizontalna analiza bilance

Kako bi se dobio bolji uvid o kretanjima stavki bilance, provodi se horizontalna analiza. Kroz promatrano razdoblje ukupna imovina bilježi stabilan rast te je u petogodišnjem razdoblju narasla za čak 110,10 % potaknuta povećanjem njezine najznačajnije stavke, dugotrajne imovine, i to s 1,314 na 2,349 milijarde HRK što predstavlja povećanje od 78,81 % u promatranom razdoblju. Unutar stavke dugotrajne materijalne imovine, najznačajniji rast zabilježili su građevinski objekti, postrojenja i oprema, zemljišta te materijalna imovina u pripremi što potvrđuje aktivan investicijski ciklus Grupe, ali i obećava daljnji rast aktive u budućem razdoblju. Povećanje dugotrajne financijske imovine u drugoj godini rezultat je danog zajma u iznosu od 4,0 milijuna eura uz kamatnu stopu LIBOR +2,5 % godišnje, a koji dospijeva 7. lipnja 2023. godine. Kratkotrajna imovina kroz promatrano razdoblje fluktuirajući ostvarujući petogodišnji rast sa 159 mil. HRK na 746 mil. HRK koji se direktno pripisuje rastu stavke novca

u banci i blagajni od 386,4 %. Takav trend nije nimalo neuobičajen s obzirom na to da općenito povećanje obujma poslovanja turističkih poduzeća zahtijeva jednako povećanje novčanih sredstava u banci kako bi se pokrili već spomenuti troškovi „hladnog pogona“. Zbog većeg obujma poslovanja povećavaju se i stavke zaliha sirovina i materijala (u petogodišnjem razdoblju 60,85 %), kao i potraživanja, najvećim dijelom od kupaca i države koji su u istom razdoblju ostvarili rast za 151,51 %. Promatrajući pasivu, stavka kapital i rezerve, kao vlastiti izvori financiranja, povećavaju se kroz godine, s naglaskom na 2017. nakon izdavanja 1.091.250 novih redovnih dionica Grupe, po jediničnoj cijeni dionice od 421,54 HRK i ukupnoj vrijednosti od 460.005.525 HRK kao naknada za stjecanje 88 % udjela u Sugarhill grupi.⁹⁸ Od ostalih stavki bitno je spomenuti petogodišnji rast dobiti koja je s iznosa od 17,9 mil. HRK u 2015. narasla na 149 mil. HRK u 2019. godini, uslijed vrijednosnog usklađenja dugotrajne imovine o kojoj će biti riječi u analizi računa dobiti i gubitka. Uz vlastite izvore financiranja, povećavaju se i tuđi u vidu dugoročnih obveza koji su u promatranom razdoblju rasli za 118,58 % na razinu od 1,129 milijarde HRK. Unutar dugoročnih obveza, najznačajnija stavka su obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama koja, već spomenuta, obuhvaća sve dugoročne obveze Grupe. Kratkoročne obveze osciliraju kroz promatrano razdoblje te su u petogodišnjem razdoblju narasle za 147,18 %. One se primarno odnose na obveze prema bankama i ostalim financijskim institucijama te, naravno, obveze prema dobavljačima koje su u promatranom razdoblju narasle za 231 %. Rast ostvaren kroz promatrano petogodišnje razdoblje primarno se ogleda kroz investicijske projekte u dugotrajnu imovinu te je prije svega generiran dugoročnim zaduživanjem, ali i korištenjem vlastitih sredstava nastalih konstantnim povećanjem dobiti koja u poduzeću ostaje kroz zadržane zarade.

Analiza računa dobiti i gubitka

Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka

Prema računu dobiti i gubitka, najznačajniji izvor prihoda Arena Hospitality Group jesu poslovni prihodi. Poslovni prihodi odnose se na prihode od prodaje koji čine oko 99 % ukupnih prihoda kroz petogodišnje razdoblje, dok u posljednjoj promatranoj godini, 2019. ukupno dosežu 778 mil. HRK. Poslovni rashodi prate rast prihoda te u 2019. godini iznose 650 milijardi HRK. Unutar kategorije poslovnih rashoda, najznačajnije stavke su materijalni troškovi koji čine oko 26,9 % ukupnih poslovnih rashoda, troškovi osoblja oko 34,5 %, te amortizacija oko 13,7 %. Financijski prihodi u usporedbi s poslovnim prihodima ostvaruju iznimno mali izvor

⁹⁸ Arena Hospitality Group d.d. (2017) *Godišnje izvješće 2016*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 75.

prihoda s manje od 1 % ukupnih prihoda. Financijski rashodi kroz godine veći su od prihoda te iznose 6,5 % ukupnih rashoda u prosjeku. Bitno je napomenuti da najvažniju stavku financijskih rashoda čine rashodi od kamata za postojeće kredite banaka. Prema strukturi ukupnih prihoda i ukupnih rashoda, Grupa je u promatranom razdoblju, izuzev 2016. godine uslijed vrijednosnog usklađenja imovine, poslovala s dobitkom. Ukupni rashodi poduzeća u 2015. godini čine 94,1 % ukupnih prihoda, dok je u posljednje analiziranoj godini, 2019. taj udio pao na 86,2 % čime se dobit u petogodišnjem razdoblju povećala s 18 milijuna HRK na 149 milijuna HRK.

Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka

Grupa Arena Hospitality Group je u promatranom razdoblju 2015. – 2019. godine ostvarila izniman korporativni rast. Produljivanje sezone, porast broja smještajnih jedinica, te povećanje broj turista što inozemnih tako i tuzemnih doveli su do iznimnim financijskih rezultata. U promatranom razdoblju, poslovni prihodi vođeni prihodima od prodaje, povećali su se s 403 mil. HRK na 778 mil. HRK u 2019. godini što predstavlja 93,2 %-tni petogodišnji rast. Najznačajniji porast vidljiv je u 2017. godini stjecanjem već spomenutog 88 %-tnog udjela u Sugarhill grupi i ostvarivanjem prava upravljanja brendom Park Plaza. Iako je Grupa svoje udjele stekla u prosincu 2016. godine, rezultati novostečenih hotela u Njemačkoj i Mađarskoj konsolidirani su u računu dobiti i gubitka u idućoj 2017. godini. Porast prihoda u 2019., u odnosu na prethodnu godinu rezultat je porasta stupnja popunjenosti za 100 bp na 55,1 % i više prosječne cijene smještaja za 5,2 % koja je s razine od 576,2 HRK porasla na 606,2 HRK.⁹⁹ Srazmjerno povećanom opsegu poslovanja, došlo je i do povećanja poslovnih rashoda za 88,05 % u promatranom razdoblju te u 2019. godini iznose 650 milijardi HRK. Stavke najvećeg rasta upravo su one operativnog tipa, troškovi osoblja u vidu plaća i nadnica te materijalni troškovi, odnosno troškovi sirovina i materijala. S povećanjem broja hotela, rast troškova sirovina i materijala potpuno je opravdan, a time i rast amortizacije. Grupa je tijekom 2019. godine smanjila troškove najma za 22,8 milijuna, povećala troškove amortizacije za 20,3 milijuna HRK i povećala troškove kamata za 4,6 milijuna HRK. Time je priznala 215,0 mil. HRK imovine s pravom upotrebe i 222,0 mil. HRK obveze za zakup na dan 31. prosinca 2019. godine.¹⁰⁰ Glavnim razlozima povećanja mogu se pripisati konsolidacija društava u Njemačkoj i Mađarskoj, porastu materijalnih troškova zbog porasta jedinične cijene energenata i povećanog obujma poslovanja, te porastu ukupnih troškova vezanih za zaposlenike. Financijski prihodi zanemarivi su u svom u iznosu od 849 tisuća HRK u 2019. godini, međutim, početkom

⁹⁹ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 42.

¹⁰⁰ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 41.

poslovanja Grupe na međunarodnom tržištu u 2017. godini, iznosili su 6 mil. HRK, uslijed ostvarivanja pozitivnih tečajnih razlika. S druge strane, financijski rashodi čine značajniju stavku, u petogodišnjem razdoblju blago fluktuiraju te u 2019. godini imaju vrijednosti od 30 mil. HRK. Primarno se odnose na kamate i financijske troškove na dugoročne kredite banaka uslijed financiranja intenzivno-kapitalnih investicija. Grupa je u gotovo svim promatranim godinama, izuzev 2016., ostvarila pozitivan poslovni rezultat. Promatrajući bruto dobit, ona kroz četverogodišnje razdoblje pozitivnih rezultata oscilira, dok je neto dobit ostvarila stabilan rast. Tako je dobit Grupe nakon oporezivanja, u odnosu na prethodnu godinu, u 2019. povećana za 68 % na 149 mil. HRK, a povećanje je nastalo kao rezultat poreznih olakšice za investicijske programe Grupe u Hrvatskoj.¹⁰¹ Kumulativni rast neto dobiti u petogodišnjem razdoblju ostvario je rast od visokih 730,52 %, što još jednom potvrđuje uspješnost poslovanja Grupe.

¹⁰¹ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 43.

Tablica 9.: Skraćeni oblik bilance za razdoblje 2015. – 2019.

mHRK	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
DUGOTRAJNA IMOVINA	1.314	1.469	1.852	1.934	2.349
Nematerijalna imovina	4	1	1	1	1
Materijalna imovina	1.302	1.353	1.785	1.858	2.236
Dugotrajna financijska imovina ¹⁰²	1	85	37	51	53
Potraživanja	0	0	0	0	0
Odgođena porezna imovina	6	30	28	24	59
KRATKOTRAJNA IMOVINA	159	178	824	827	746
Zalihe ¹⁰³	2	4	4	3	3
Potraživanja	9	43	20	21	24
Potraživanja od kupaca	4	21	13	14	14
Ostala potraživanja	5	22	7	7	10
Kratkotrajna financijska imovina	0	0	0	0	0
Novac u banci i blagajni	148	130	800	803	719
UKUPNO AKTIVA	1.473	1.647	2.676	2.761	3.095
KAPITAL I REZERVE	838	804	1.566	1.648	1.756
Temeljni (upisani) kapital	44	44	103	103	103
Kapitalne rezerve	0	460	1.143	1.143	1.143
Rezerve iz dobiti	774	372	330	329	317
Rezerve fer vrijednosti	0	0	-3	-5	-9
Zadržana dobit ili preneseni gubitak	2	20	-94	-9	54
Dobit ili gubitak poslovne godine	18	-114	88	89	149
Manjinski (nekontrolirajući) interes	0	23	0	0	0
REZERVIRANJA¹⁰⁴	51	57	63	69	43
DUGOROČNE OBVEZE	516	528	882	894	1.129
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	369	521	807	892	1.122
Ostale dugoročne obveze	147	8	75	2	6
KRATKOROČNE OBVEZE	68	257	166	149	167
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	24	135	38	46	78
Obveze prema dobavljačima	11	43	24	20	29
Ostale kratkoročne obveze	33	78	104	83	60
UKUPNO PASIVA	1.473	1.647	2.676	2.761	3.095

Izvor.: izrada autorice prema podacima iz financijskih izvještaja Grupe.

¹⁰² Odnose se na dane zajmove, depozite i slično.

¹⁰³ Gotovo u cijelosti odnosi se na zalihe sirovina i materijala.

¹⁰⁴ Odnose se na rezerviranja za započete sudske sporove, te za koncesijsku naknadu za zemljišta.

Tablica 10.: Skraćeni oblik računa dobiti i gubitka za razdoblje 2015. – 2019.

mHRK	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
POSLOVNI PRIHODI	403	436	717	758	778
Prihodi od prodaje	403	436	703	745	774
Ostali poslovni prihodi	0	0	14	13	4
POSLOVNI RASHODI	345	533	567	615	650
Materijalni troškovi	25	29	239	258	245
Troškovi osoblja	117	126	217	233	251
Amortizacija	60	74	62	69	99
Ostali troškovi	135	141	0	0	0
Vrijednosna usklađenja	0	149	0	0	0
Rezerviranja	0	0	0	1	0
Ostali poslovni rashodi	9	15	48	54	54
FINANCIJSKI PRIHODI	0	0	6	1	1
FINANCIJSKI RASHODI¹⁰⁵	34	41	44	31	30
UDIO U DOBITI OD DRUŠTAVA POVEZANIH SUDJELUJUĆIM INTERESOM	0	0	0	1	2
UDIO U GUBITKU OD ZAJEDNIČKIH POTHVATA	0	0	1	0	0
UKUPNI PRIHODI	403	436	723	760	789
UKUPNI RASHODI	379	574	612	646	680
DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	24	-138	112	114	109
POREZ NA DOBIT	6	-24	23	25	-40
DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	18	-114	88	89	149

Izvor.: izrada autorice prema podacima iz financijskih izvještaja Grupe.

¹⁰⁵ Najvećim dijelom odnose se na rashode s osnove kamata.

Analiza financijskih pokazatelja

Za ocjenu financijskog položaja i stabilnosti Arena Hospitality Group, provodi se analiza standardnih financijskih pokazatelja. Tablica 11. prikazuje dinamiku temeljnih veličina poslovnih aktivnosti Grupe u posljednjih 5 godina.

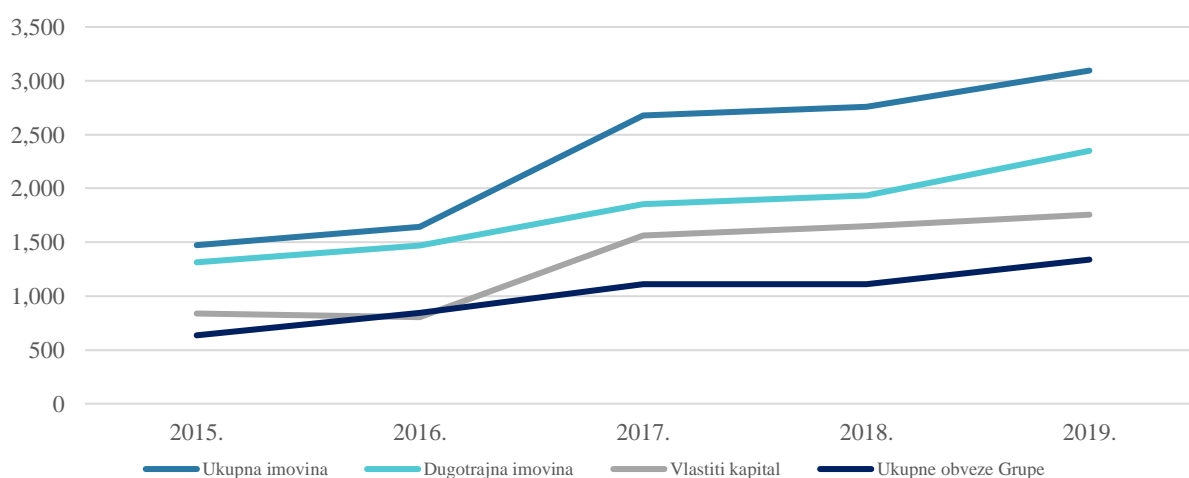
Tablica 11.: Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Arena Hospitality Group

u mil. HRK	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Ukupna imovina	1.473	1.647	2.676	2.761	3.095
Dugotrajna imovina	1.314	1.469	1.852	1.934	2.349
Vlastiti kapital	838	804	1.566	1.648	1.756
Ukupne obveze Grupe	636	842	1.111	1.113	1.339
Poslovni prihodi	403	436	717	758	778
Dobit prije poreza	24	-138	112	114	109
Dobit nakon poreza	18	-114	88	89	149

Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

Poduzeće u promatranom razdoblju značajno ulaže u proširenje poslovanja i postojećih objekata što je primarno vidljivo kroz povećanje ukupne imovine. Također, treba istaknuti kako čak 80 % aktive čini dugotrajna materijalna imovina što će značajno utjecati na pojedine financijske pokazatelje te ukazuje na snažno korištenje operativne poluge u poslovanju. Velik dio aktivnosti Grupe financirano je zaduživanjem što se vidi i u povećanju ukupnih obveza. Moglo bi se reći da Grupa osigurava stabilan rast, dok je vidljivo povećanje gotovo svih stavaka u 2017. godini bilo prekretnica prilikom preuzimanja dijela poslovanja stjecanjem društava u Njemačkoj i Mađarskoj te konsolidacija istog.

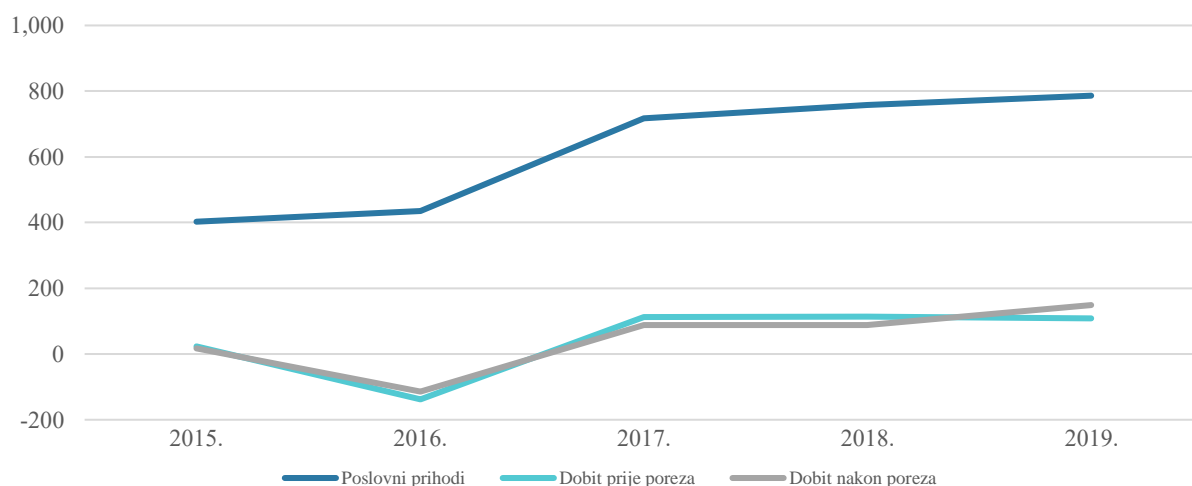
Grafikon 11.: Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Arena Hospitality Group



Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

Primjetan je stabilan rast prihoda koji se u prosjeku nalazi na razini 6 % godišnje, zanemarivši iznimku u 2017. godini prilikom konsolidacije rezultata pripojenih društava. Navedena konsolidacija suprotno je utjecala na sve stavke Grupe u 2017. godini zbog čega će se njezino objašnjenje u daljnjim analizama najčešće izostaviti. Osim iznimke u 2017. godini, na grafikonu je vidljiv pad bruto, odnosno neto dobiti u 2016. godini kao rezultat vrijednosnog usklađenja materijalne imovine. U odnosu na 2018. godinu, dobit prije oporezivanja je u 2019. smanjena za 5 milijuna HRK na iznos od 109 milijuna HRK prvenstveno zbog snažnog pritiska povećanih troškova rada, troškova gospodarenja otpadom i komunalne naknade te provizija online agencija. Osim toga, na smanjenje su utjecali i pojedini jednokratni troškovi vezani uz naknade radnicima, otpremnine i s tim povezani troškovi.¹⁰⁶ Usprkos padu dobiti prije poreza, dobit nakon poreza u 2019. godini u odnosu na prethodnu godinu povećana je za 68 % na 149,0 milijuna HRK, a navedeno povećanje nastalo je kao rezultat poreznih olakšice za investicijski program Grupe u Hrvatskoj.

Grafikon 12.: Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Arena Hospitality Group



Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

Pokazatelji poluge

Sljedeća tablica prikazuje analizu poluge poduzeća uz pomoć relevantnih pokazatelja. Pokazatelji koeficijenta vlastitog i tuđeg financiranja (stupanj zaduženosti) kreću se oko 60 %, odnosno 40 % kroz cijelo promatrano razdoblje pa se zaključuje da Arena Hospitality Group uspješno upravlja svojim izvorima financiranja. Drugim riječima, zaključno s 2019. godinom Grupa financira 57 % svoje aktive vlastitim izvorima, odnosno 43 % tuđim izvorima. Odnos

¹⁰⁶ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 42.

duga i glavnice u nešto je nezavidnijoj situaciji i kreće se od 0,54 do 0,66 kroz promatrano razdoblje. Prema konzervativnom pravilu određivanja zaduženosti 1:1 po kojem se poduzeće ne bi smjelo zaduživati iznad vrijednosti glavnice, Grupa pokazuje visoku neprimjerenu zaduženost vlastitog poslovanja. Grupa iz zarada prije kamata i poreza u 2019. godini može 8,09 puta pokriti rashode od kamata. Kroz godine, taj pokazatelj je fluktuirao, dok u 2016. ostvaruje negativnih 0,97 čemu je razlog već spomenuto negativno poslovanje u istoj godini. Prema stupnjevima pokrića I i II moguće je zaključiti kako Grupa poštuje tzv. „zlatno pravilo financiranja“ s obzirom na to da se sveukupno 123 % dugotrajne imovine financira vlastitim kapitalom i dugoročnim obvezama. Taj iznos zahvalniji je i od poželjnog 100 %-tnog pa je neosporno da poduzeće izvrsno upravlja izvorima financiranja. Moguće je zaključiti da Grupa kroz višegodišnji rast obujma poslovanja uspijeva održati ravnotežu u vanjskom financiranju i rentabilnosti vlastitog kapitala te time smanjiti rizik ulaganja u samo poduzeće, međutim, ne treba zanemariti ni intenzitet vlastitog zaduživanja.

Tablica 12.: Pokazatelji poluge 2015. – 2019.

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Koeficijent vlastitog financiranja	0,57	0,49	0,59	0,60	0,57
Stupanj zaduženosti	0,43	0,51	0,41	0,40	0,43
Odnos duga i glavnice	0,62	0,66	0,56	0,54	0,64
Pokriće kamata	6,50	-0,97	5,86	7,69	8,09
Stupanj pokrića I	0,64	0,55	0,85	0,85	0,75
Stupanj pokrića II	1,03	0,91	1,32	1,31	1,23

Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

Pokazatelji likvidnosti

Tablica 13. prikazuje izračunate pokazatelje likvidnosti. Prema pokazateljima tekućeg i brzog omjera Grupa je u mogućnosti svoje kratkoročne obveze pokriti novcem i unovčivom imovinom. Prema tome, Grupa zasigurno upravlja likvidnošću na adekvatan način te se u svakom trenutku osigurava dostatna količina novčanih sredstava.

Osim toga, prema novčanom omjeru, ponovno je moguće zaključiti kako Grupa ima dovoljnu pokrivenost kratkoročnih obveza svojom najlikvidnijom imovinom, tj. novčanim sredstvima, a koja je do 2019. porasla dvostruko. Negativan neto obrtni kapital u 2016. godini rezultat je povećanja rashoda na kamate dugoročnih kredita banaka uslijed financiranja intenzivno-kapitalnih investicija. Istim kreditima, nakon 2016. godine osigurana je dovoljna količina novaca i novčanih sredstava za poslovanje, posebice održavanje „hladnog pogona“, a čija se vrijednost ogleda u visokom neto obrtnom kapitalu koji je zaključno s 2019. godinom iznosio

579 mil. HRK. Prema tome, analiza pokazuje kako su koeficijenti tekuće likvidnosti na vrlo povoljnoj razini, s obzirom na to da su takvi pokazatelji u turističkoj industriji izrazito nezahvalni što je povezano sa sezonskim poslovanjem, visokim udjelom fiksne imovine i djelovanjem operativne poluge.

Tablica 13.: Pokazatelji likvidnosti 2015. – 2019.

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Tekući omjer	2,36	0,69	4,98	5,55	4,46
Brzi omjer	2,33	0,68	4,95	5,53	4,45
Novčani omjer	2,19	0,51	4,83	5,38	4,30
*Neto obrtni kapital (u mil. HRK)	92	-79	659	678	579

Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

Pokazatelji aktivnosti

U tablici 14. prikazani su pokazatelji aktivnosti koji ukazuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovanju. U promatranom razdoblju vidljive su izrazite fluktuacije svih izračunatih koeficijenata obrtaja. Prema tome, moguće je općenito zaključiti kako zbog niske razine upotrebe kratkotrajne imovine u poslovanju i niskih zaliha koje se većinom odnose na sirovine i materijal u obliku hrane i pića, koeficijenti obrtaja ovih oblika imovine su prilično visoki. Prema financijskih izvještajima Grupe, kroz godine došlo je do značajnih fluktuacija u pojedinim stavkama svakih od navedenih pokazatelja. Pad koeficijenta obrtaja potraživanja u promatranom razdoblju rezultat je više od proporcionalnog povećanja potraživanja od kupaca, posebice u 2016. godini. Navedeni pokazatelj govori da su se 2019. godine potraživanja u prosjeku naplaćivala svaki jedanaesti dan. U 2019. godini vidljivo je povećanje obrtaja zaliha uslijed povećanja poslovnih prihoda, budući da je razina zaliha neprimjetno rasla kroz promatrane godine. Vidljiva je i značajna fluktuacija obveza prema dobavljačima, vjerojatno zbog povećanja obveza uslijed povećane poslovne i investicijske aktivnosti. Konačno, operativni ciklus je 2019. godine iznosio 13 dana što je iznimno kratko te zajedno s drugim pokazateljima ukazuje na efikasno operativno poslovanje.

Tablica 14.: Pokazatelji aktivnosti 2015. – 2019.

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
KO potraživanja	42,83	10,07	36,64	36,31	33,24
Vrijeme naplate potraživanja	8,52	36,25	9,96	10,05	10,98
KO zaliha	203,21	114,74	163,14	235,12	253,21
Vrijeme obrtaja zaliha	1,80	3,18	2,24	1,55	1,44
KO obveza prema dobavljačima	37,09	10,14	30,35	37,99	27,34
Vrijeme obrtaja obveza prema dobavljačima	9,84	36,01	12,03	9,61	13,35
Operativni ciklus	10,32	39,43	12,20	11,60	12,42

Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

Pokazatelji profitabilnosti

U nastavku će se prikazati analiza profitabilnosti poduzeća pomoću relevantnih pokazatelja. Pokazatelji profitabilnosti najvažnija su skupina pokazatelja za vlasnike poduzeća jer daju informacije o uspješnosti poslovanja poduzeća. Promatrajući pokazatelje profitabilnosti vidljivo je kako poduzeće upravlja iznimno uspješno. Bruto i neto profitna marža kreću se pozitivno, izuzev već spomenute 2016. godine dok su razlike u kretanjima pojedinih godina, 2017., 2018. i 2019. velikim dijelom rezultat odgođene porezne imovine. Jednako stabilni trendovi vidljivi su u izračunu povrata na imovinu i povrata na kapital. U pravilu, profitabilnost imovine veća je od profitabilnosti vlasničke glavnice, međutim, s obzirom na to da se Arena Hospitality Group pretežito financira eksternim izvorima, vrijednost glavnice niža je od očekivanog. Na razini EBITDA marže Grupa ostvaruje pozitivnu profitabilnost koja se nalazi nešto ispod prosjeka industrije. Stabilna u promatranom periodu ukazuje na dobru troškovnu strukturu poduzeća. Prema tome, moguće je zaključiti kako je profitabilnost Arena Hospitality Group vrlo optimistična te ona posluje izrazito uspješno.

Tablica 15.: Pokazatelji profitabilnosti 2015. – 2019.

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Marža kontribucije	14,24 %	-22,28 %	20,97 %	18,79 %	17,38 %
Bruto profitna marža	29,03%	-5,32%	29,68%	27,93%	29,30%
Neto profitna marža	4,45%	-26,21%	12,28%	11,70%	19,15%
Profitabilnost ukupne imovine - ROA	7,94%	-1,41%	7,95%	7,67%	7,36%
Profitabilnost vlasničke glavnice - ROE	2,14%	-14,21%	5,63%	5,38%	8,48%
EBITDA marža	29,03 %	-5,31 %	29,43 %	27,86 %	29,95 %

Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

Pokazatelji investiranja

Sljedeća tablica prikazuje nekoliko pokazatelja investiranja. Grupa je u 2019. godini prvi put isplatila dividendu iznosu od 5,00 HRK kad je ujedno započela s programom otkupa vlastitih dionica. Time je tijekom 2019. godine dioničarima vraćeno ukupno 41,9 mil. HRK putem isplate dividendi i otkupa vlastitih dionica čime je broj dionica u odnosu na prethodno razdoblje umanjen za 11.350. Knjigovodstvena vrijednost po dionici manja je od tržišne, 343,24 HRK u odnosu na 370,00 HRK što ukazuje na precijenjenost. Grupa ujedno bilježi porast neto zarada po dionici kroz petogodišnje razdoblje što je rezultat povećanja poreznih olakšica vezanih uz investicije Grupe. Rast zarada popraćen je i rastom prosječne cijene dionice na Zagrebačkoj burzi u proteklih 5 godina uz iznimke u 2016. i 2017. godini uslijed već spomenutih akvizicija. Uzevši sve navedeno u obzir, moguće je zaključiti kako je poduzeće financijski uspješno i stabilno, ali je potrebno pratiti pokazatelje koji pokazuju značajnija odstupanja od poželjnih vrijednosti.

Tablica 16.: Pokazatelji investiranja 2015. – 2019.

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Zarade po dionici (EPS)	8,22	-52,36	20,99	17,29	29,11
Cijena po dionici (PPS)	339,98	468,50	450,00	340,33	370,00
Prinos od dividendi					0,01
Odnos cijene i zarada (P/E)	41,36	-8,95	21,44	19,69	12,71
Odnos isplate dividendi					0,17
Dividende po dionici (DPS)					5,00
Knjigovodstvena vrijednost po dionici	383,87	368,53	373,16	321,39	343,24
Ponderirani prosječni br. dionica	2.182.331	2.182.331	4.195.990	5.128.721	5.117.371

Izvor: izrada autorice prema financijskim izvješćima poduzeća Arena Hospitality Group.

4.5.3. SWOT analiza

Tablica 17.: SWOT analiza

SNAGE

- Velik tržišni udio
- Međunarodnost poslovanja: Njemačka i Mađarska
- Snaga brenda
- Implementirano upravljanje rizicima Grupe
- Likvidnost dionice
- Financijska stabilnost
- Uspješna dokapitalizacija
- Odlična geografska pozicija
- Uspješne inozemne i tuzemne akvizicije
- Visoka razina organizacijskog znanja
- Razvijen lanac vrijednosti domaćih dobavljača
- Ulaganje u nove tehnologije ključne za ostvarivanje konkurentskih prednosti
- Niske ulazne barijere u hotelsku industriju

PRILIKE

- Investiranje u destinacije koje nisu visoko konkurentne
- Porast broja dolazaka i noćenja na svjetskoj razini
- Mogućnost širenja poslovanja
- Suvremena i *big data* tehnologija
- Razvoj kongresnog i *wellness* turizma
- Produljenje turističke sezone uslijed stvaranja dodatnog sadržaja s lokalnom zajednicom
- Kamatne stope na povijesno niskim razinama
- Društveno odgovorno poslovanje
- Društveno umrežavanje dolaskom novih generacija (generacija Z)

SLABOSTI

- Sezonalnost poslovanja
- Visoki troškovi rada posebice izvan sezone
- Manjak uposlivog kadra
- Centraliziranost turizma Republike Hrvatske
- Kompleksnost upravljanja uslijed novih akvizicija i širenja na nove destinacije
- Indirektna komunikacija s gostima
- Visoko koncentrirana industrija
- Visoka vrijednost sudskih sporova
- Visoka zaduženost

PRIJETNJE

- Usporavanje rasta turističke industrije
- Promjene klimatskih uvjeta
- Visoki porezni nameti i česte promjene regulative
- Neriješeno pitanje zakonodavnog sustava - koncesijskih dozvola
- Jačanje internetskog marketinga
- Snaženje pregovaračke moći turoperatora i turističkih agencija
- Pad svjetskog gospodarstva uslijed COVID-19 pandemije
- Bestrategijski rast turizma na području Republike Hrvatske
- Prevlad najvećeg konkurenta – Valamar
- Jačanje intenziteta suparništva u strateškoj grupi

Izvor: izrada autorice.

4.6. Procjena slobodnih novčanih tokova u poduzeću Arena Hospitality Group

4.6.1. Izrada *pro forma* financijskih izvještaja

Izrada *pro forma* Računa dobiti i gubitka

Arena Hospitality Group svoje poslovanje, odnosno prihode dijeli u tri segmenta, Hotele, Turistička naselja i Kampove. Najveći dio poslovanja dolazi od Hotela i Kampova kao ključnih segmenata poduzeća u koja Grupa intenzivno ulaže posljednje tri godine. Procjene prihoda po segmentima rađene su prvenstveno suočene s COVID-19 pandemijom kojom je upravo turistička industrija jedna od najpogođenijih industrija na svijetu. Iako su vrhunci sezone u 2020. godini ostvarili i preko 70 % lanjskog prometa, prema podacima Ministarstva za turizam i promet, turizam je od 1. siječnja do 31. srpnja ostvario manje od 15 % prošlogodišnjih rezultata.¹⁰⁷ Grupa je, kao i mnogi drugi, zatvorila svoje smještajne objekte uslijed velikog broja otkazivanja rezervacija i zatvaranja granica nastojeći minimizirati troškove. Dio rezervacija zakazan je za 2021. godinu, a s obzirom na prirodu krizne situacije, u usporedbi s financijskom krizom 2008. godine, ona nema toliko dugotrajan karakter. Osim utjecaja pandemije, kod svih segmenata procjenjuje se pad rasta prihoda temeljen na usporavanju hrvatskog turizma kao zaključka izvedenog iz fundamentalne analize. Pretpostavke rasta, osim izvedene iz očekivanih trendova, temelje se i na kretanju prihoda segmenata u prošlosti. U pravilu, poduzeća sazrijevanjem ulaze u područje nižeg rasta što je prikazano smanjenjem stopa rasta kroz petogodišnje razdoblje. Uzevši u obzir mjesec kolovoz koji je neočekivano ostvario 50 % lanjskog prometa, a s druge strane i pad cijena smještaja za 30 %, te zatvaranje dijela kapaciteta, pad prihoda u 2020. godini projiciran je za oko 80 %. Prihode Grupe također čine i ostali prihodi vezani za prihode od ukidanja rezervacija, osiguranja, prefakturiranja i drugih. Buduće da su mnogi od ovih prihoda vezani uz same prihode od prodaje, isti su projicirani temeljem postotka prodaje, a na svaku stavku značajno je utjecalo zatvaranje smještajnih objekata i poslovanja Grupacije čime se značajan pad implementirao kroz čitav izvještaj. Stavke rashoda prognozirane su kao postotak prodaje pod pretpostavkom da su rashodi i njegova kretanja vezana uz prihode poduzeća. Postoci u projekcijama uzeti su ili kao prosjek povijesnih podataka ili kao nastavak trendova vidljivih u povijesnim podacima. S obzirom na to da je Grupa u 2016. godini ostvarila značajnu integraciju s međunarodno poznatim hotelskim lancima, a što je jasno vidljivo u financijskim izvještajima kao iznimka, prosjek povijesnih podataka nekih od stavaka u računu dobiti i gubitka uzet je od posljednje tri godine. Također, dio projekcija temeljen je na

¹⁰⁷ Republika Hrvatska: Ministarstvo turizma i sporta. Preuzeto s: <https://mint.gov.hr/vijesti/prvog-kolovoza-u-dubrovniku-vise-od-devet-tisuca-turista/21558>. [7. kolovoza 2020.]

očekivanim kretanjima ili informacijama navedenim u izvještaju Grupe. Primjerice, razlog naglog pada amortizacije je u izrazito visokim razinama kao posljedice investicijskog ciklusa u kojem se poduzeće nalazi. Budući da se takvo stanje ne može očekivati u nekom dugom roku, amortizacija je postepeno snižena na razine prikladnije dugom roku, a sam iznos baziran je prema podacima multinacionalnih zrelih premium hotelskih grupacija u inozemstvu (Hyatt, Marriott, Hilton, itd.). Jedino su rashodi od kamata projicirani kao postotak ukupnog duga, a za pretpostavku je uzeta prosječna ponderirana kamatna stopa na dug poduzeća od 2,5 %.

Tablica 18.: *Pro forma* Računa dobiti i gubitka

	Povijesni					Projekcije				
	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
Prihodi od prodaje	401.375,0	434.415,0	706.106,0	747.001,0	769.673,0	151.917,6	358.235,4	610.796,6	812.439,9	874.444,4
Ostali prihodi	1.383,8	1.455,7	11.056,6	10.711,3	8.431,0	1.450,8	3.421,2	5.833,1	7.758,8	8.351,0
Poslovni prihodi	402.758,8	435.870,7	717.162,6	757.712,3	778.104,0	153.368,4	361.656,6	616.629,7	820.198,7	882.795,4
Materijalni troškovi	24.787,4	28.672,6	239.363,8	257.595,5	244.772,1	84.321,6	120.933,3	147.992,5	183.548,2	197.556,4
Troškovi osoblja	117.232,4	125.890,2	217.395,6	233.319,1	250.834,9	46.425,7	109.475,9	186.658,0	248.279,7	267.228,1
Amortizacija	59.586,3	73.927,2	62.471,0	69.241,9	99.499,3	25.826,0	42.988,2	54.971,7	56.870,8	61.211,1
Ostali poslovni rashodi	143.799,1	304.481,5	47.540,2	55.160,8	54.431,9	10.730,0	25.696,7	43.383,3	57.788,6	62.344,6
Poslovni rashodi	345.405,2	532.971,5	566.770,6	615.317,3	649.538,2	167.303,2	299.094,2	433.005,5	546.487,3	588.340,2
Dobitak iz poslovanja (EBIT)	57.353,6	(97.100,8)	150.392,0	142.395,0	128.565,8	(13.934,8)	62.562,4	183.624,2	273.711,4	294.455,2
Financijski prihodi	57.353,6	136,0	6.060,9	823,3	848,9	546,3	1.288,3	2.196,6	2.921,7	3.144,7
Financijski rashodi	(33.682,6)	(41.007,3)	(43.946,0)	(30.579,6)	(30.238,5)	(25.444,4)	(26.287,6)	(26.407,6)	(26.960,0)	(27.369,6)
Neto financijski rezultat	23.671,0	(40.871,3)	(37.885,1)	(29.756,3)	(29.389,5)	(24.898,0)	(24.999,3)	(24.211,1)	(24.038,3)	(24.224,9)
Udio u dobiti od društava povezanih sudjelujućim interesom	-	-	-	1.205,3	1.508,8	-	-	-	-	-
Udio u gubitku od zajedničkih pothvata	-	-	962,3	-	-	-	-	-	-	-
Dobit prije poreza	81.024,6	(137.972,1)	111.544,6	113.844,0	100.685,0	(38.832,8)	37.563,0	159.413,1	249.673,1	270.230,3
Porez na dobit	5.792,7	(23.715,8)	23.462,0	25.176,9	(40.204,6)	-	(6.761,3)	(28.694,4)	(44.941,2)	(48.641,5)
Neto dobit	75.232,0	(114.256,2)	88.082,6	88.667,0	140.889,7	(38.832,8)	30.801,7	130.718,8	204.732,0	221.588,8

Izvor: izrada autorice.

***Izrada pro forma* Balance**

S obzirom na prirodu poslovanja, vrlo bitna stavka svakog poduzeća koje djeluje u turističkom sektoru su nekretnine, postrojenja i oprema koji čine značajan dio njegove imovine. Promjene nekretnina, postrojenja i opreme izračunate su kao stanje iz prethodnog razdoblja uvećanih za razliku između amortizacije i ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu (CAPEX) korigirane za obustavljene investicije u 2020. godini. Ostala dugotrajna imovina projicirana je u odnosu na povećanje, odnosno smanjenje poslovnih prihoda. Nematerijalna imovina, dugotrajna financijska imovina i odgođena porezna imovina projicirane su kao konstante s obzirom na to da ih je nezahvalno procjenjivati. Obveze su izračunate kao prosjek najčešće trogodišnjeg razdoblja s obzirom na to da se kreću na vrlo sličnim razinama. Ostale stavke povezane su sa stavkama iz RDG-a s obzirom na to da se imovina i obveze u pravilu mijenjaju kako se mijenja i poslovanje poduzeća. Dani kod obrtaja zaliha, prosječnog vremena naplate i prosječnog vremena plaćanja računati su kao umnožak postotka od RDG stavke i broja dana u godini. Projekcije su većinom uzete kao prosjek vrijednosti iz budućnosti dok je dio temeljen i na

prošlim kretanjima. Uz pretpostavku da se temeljni kapital, rezerve i manjinski interesi ne mijenjaju, dionička glavnica je računata kao početno stanje uvećano za neto dobit.

Tablica 19.: *Pro forma* Bilance

	Povijesni					Projekcije				
	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
Nekretnine, postrojenje i oprema	1.279.065,0	1.305.518,0	1.751.483,0	1.797.683,0	1.932.043,0	2.089.376,0	2.091.645,1	2.143.394,2	2.281.978,3	2.505.121,1
Ostala dugotrajna materijalna imovina	23.294,3	47.189,3	33.967,6	60.104,4	304.416,3	20.981,3	49.475,8	84.357,0	112.206,0	120.769,4
Nematerijalna imovina	4.017,8	1.387,0	1.335,2	1.369,9	1.065,4	1.065,4	1.065,4	1.065,4	1.065,4	1.065,4
Dugotrajna financijska imovina	1.337,0	84.734,2	37.322,6	50.591,0	53.288,9	53.288,9	53.288,9	53.288,9	53.288,9	53.288,9
Odgodena porezna imovina	6.204,3	29.990,6	27.990,3	24.278,2	58.650,3	58.650,3	58.650,3	58.650,3	58.650,3	58.650,3
Dugotrajna imovina	1.313.918,4	1.468.819,0	1.852.098,7	1.934.026,6	2.349.464,0	2.223.362,0	2.254.125,6	2.340.755,8	2.507.188,9	2.738.895,2
Zalihe	1.982,0	3.798,6	4.396,0	3.222,7	3.105,0	1.151,9	1.656,6	2.027,3	2.514,4	2.698,9
Potraživanja	9.404,5	43.287,8	19.573,1	20.865,6	23.653,6	4.362,5	10.315,3	17.587,7	23.394,0	25.110,6
Kratkotrajna financijska imovina	171,2	208,4	205,3	198,8	220,7	200,9	200,9	200,9	200,9	200,9
Novac i novčani ekvivalenti	147.786,8	130.405,7	800.100,7	802.514,2	718.890,6	642.852,5	642.852,5	642.852,5	642.852,5	642.852,5
Kratkotrajna imovina	159.344,5	177.700,5	824.275,2	826.801,3	745.869,8	648.567,8	655.025,3	662.668,4	668.961,8	670.862,9
Ukupna aktiva	1.473.263,2	1.646.519,8	2.676.374,3	2.760.828,1	3.095.334,3	2.871.929,8	2.909.150,858	3.003.424,3	3.176.150,6	3.409.758,0
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	369.463,3	520.811,4	807.055,0	891.590,3	1.122.480,9	995.931,4	999.997,9	916.147,2	843.117,1	840.614,9
Ostale dugoročne obveze	147.017,6	7.661,5	75.136,0	2.497,7	6.441,8	8.172,5	14.610,3	21.151,6	26.695,1	28.739,5
Dugoročne obveze	516.480,9	528.473,0	882.191,0	894.088,0	1.128.922,7	1.048.103,9	1.014.608,2	937.298,9	869.812,2	869.354,4
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	23.545,7	135.431,8	38.221,2	46.178,9	77.889,0	20.062,1	35.865,7	51.923,6	65.531,7	70.550,5
Obveze prema dobavljačima	10.858,1	43.001,1	23.632,8	19.943,2	28.757,7	6.536,5	11.550,4	16.776,0	21.647,5	23.236,0
Obveze za plaće	5.757,3	6.378,5	16.091,4	16.107,9	15.942,6	4.412,0	7.887,5	11.419,0	14.411,6	15.515,3
Ostale kratkoročne obveze	27.432,4	72.084,8	87.732,8	66.810,6	44.488,7	18.507,4	33.086,4	47.900,0	60.453,6	65.083,4
Kratkoročne obveze	67.593,5	256.896,2	165.678,3	149.040,7	167.078,0	49.518,0	88.390,1	128.018,6	162.044,5	174.385,3
Ukupne obveze	584.074,5	785.369,2	1.047.869,3	1.043.128,7	1.296.000,7	1.097.621,9	1.102.998,3	1.065.317,5	1.031.856,7	1.043.739,6
Kapital i rezerve	837.727,6	804.244,0	1.565.756,4	1.648.303,8	1.756.464,5	1.717.631,7	1.748.433,3	1.880.225,0	2.087.385,6	2.311.607,4
Rezerviranja	51.461,1	56.906,6	62.748,6	69.395,6	42.869,1	56.676,2	57.719,2	57.881,8	56.908,4	54.410,9
Ukupna pasiva	1.473.263,2	1.646.519,8	2.676.374,3	2.760.828,1	3.095.334,3	2.871.929,8	2.909.150,9	3.003.424,2	3.176.150,6	3.409.758,0

Izvor: izrada autorice.

4.6.2. Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala

S obzirom na to da je krajnji cilj vrednovanja Arena Hospitality Group izračun vrijednosti temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeća, u radu će se koristiti prosječni ponderirani trošak kapitala koji će predstavljati diskontnu stopu prilikom diskontiranja budućih novčanih tokova. Prosječni ponderirani trošak kapitala od 6,92 % izračunat je kao ponderirani prosjek troška obične glavnice i troška duga, a čiji udjeli ovise o tržišnoj vrijednosti glavnice i dugu Grupe.

Tablica 20.: Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Tržišna vrijednost glavnice (u mil. HRK)	1395
Cijena dionice na dan 17. srpnja 2020.	272,00
Broj dionica na dan 17. srpnja 2020. (u milijunima)	5,13
Dug	1339
Ponder glavnice	0,5103
Ponder duga	0,4897
Trošak obične glavnice	11,60 %
Nerizična kamatna stopa	0,96 %
Beta	1,10326603
Tržišna premija rizika	9,64 %
Trošak duga nakon poreza	2,05 %
Trošak duga prije poreza	2,50 %
Stopa poreza na dobit	18 %
Prosječni ponderirani trošak kapitala	6,92 %

Izvor: izrada autorice.

Tržišna vrijednost glavnice, kao i dug predstavljaju tržišnu vrijednost, odnosno iznos duga Arena Hospitality Group na datum 17. srpnja 2020. godine. S obzirom na pad cijene dionice uslijed nepovoljnih uvjeta za turistički sektor, omjer dviju stavki kreće se oko 50 % čime ponder glavnice iznosi 0,5103, a ponder duga 0,4897.

Za izračun troška obične glavnice u iznosu 11,60 % korišten je pristup teorije tržišta kapitala, odnosno CAPM model. Prema formuli, CAPM je definiran kao zbroj nerizične kamatne stope i umnoška bete kao mjere tržišnog rizika i tržišne premije rizika predstavljene razlikom očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope. Nerizična kamatna stopa predstavlja prinos na posljednje izdanu jedanaestogodišnju državnu obveznicu Republike Hrvatske. Obveznica pod nazivom „RHMF-O-297A” izdana je 9. srpnja 2018. godine u iznosu od 10 mlrd. HRK uz kamatni kupon od 2,375 % i s rokom dospjeća 9. srpnja 2029. Prinos do dospjeća na datum 17. kolovoza 2020. godine iznosi 0,96 % što predstavlja nerizičnu kamatnu stopu u izračunu troška glavnice. S obzirom na to da je izračun tržišne premije rizika izrazito zahtjevan, ista je preuzeta sa službenih stranica profesora Aswatha Damodarana koja na datum 1. srpnja 2020. godine za Republiku Hrvatsku iznosi 9,64 %.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Nyu.edu. Preuzeto s: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. [20. kolovoza 2020.]

Tablica 21.: Izračun beta koeficijenta

DATUM	ARNT	CROBEX	r_{ARNT}	r_{CROBEX}
20/08/2015	339,78	1787,32		
21/08/2015	346	1783,55	0,018140426	-0,002111531
24/08/2015	324,99	1731,51	-0,062644362	-0,0296119
25/08/2015	332,1	1739,97	0,021641716	0,004874012
26/08/2015	330	1736,51	-0,006343474	-0,00199052
27/08/2015	338,99	1750,49	0,026877954	0,008018397
28/08/2015	328,01	1750,7	-0,032926513	0,000119959
01/09/2015	337,77	1737,21	0,029321095	-0,00773533
02/09/2015	334	1734,87	-0,011224198	-0,001347895
04/09/2015	335,54	1738,66	0,004600181	0,002182219
07/09/2015	331,1	1733,71	-0,01332073	-0,002851081
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
			ARNT	CROBEX
σ			0,018434656	0,008515841
σ^2			0,000339837	0,000072520
cov (ARNT, CROBEX)			0,000083625	
ρ			0,533146599	
Povijesna beta			1,15412840	
Prilagodena beta			1,10326603	

Izvor: izrada autorice.

U analizi, za izračun bete korišteni su povijesni podaci o zadnjim dnevnim cijenama dionica Arena Hospitality Group (ARNT) i tržišnog indeksa CROBEX u periodu od 20. kolovoza 2015. do 20. kolovoza 2020. godine. Povijesna beta od 1,1651284 dobivena je umnoškom odnosa standardnih devijacija dionice ARNT i tržišnog indeksa CROBEX te njihova koeficijenta korelacije. S obzirom na to da je takva beta orijentirana na prošlost, a investitore zanima rizik dionice u budućnosti, stvorena je *prilagodena beta* temeljena na istraživanju Marshalla E. Blume, koji je pokazao da stvarne bete pokazuju tendenciju konvergiranja ka jedan tijekom vremena. S obzirom na to da je beta Arena Hospitality Group veća o jedan, ona pokazuje da je tržišni rizik Grupe veći od prosjeka što uzrokuje značajniju volatilnost cijene dionice od samog tržišta.

Za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala potrebno je izračunati i trošak u obliku ponderiranog prosječnog troška duga koji poduzeće plaća na svoje dugove. Prosječna ponderirana kamatna stopa na dug poduzeća iznosi 2,5 %, a procijenjena je temeljem povijesnih podataka odnosom rashoda od kamata i iznosa duga. Stopa poreza na dobit u Republici Hrvatskoj u 2019. godini iznosila je 18 % što predstavlja trošak duga nakon poreza od 2,05 %.

4.6.3. Izračun i procjena vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća

Izračunu slobodnih novčanih tokova poduzeća moguće je pristupiti na nekoliko načina. U radu je za isti korišten model zasnovan na dobiti prije kamata i poreza koji se nakon odbitka poreza na dobit uvećava za amortizaciju, a umanjuje za promjene obrtnog kapitala i kapitalnih investicija. Promjene obrtnog kapitala predstavljaju razliku u neto obrtnom kapitalu dviju godina, a računaju se kao zbroj stavki zaliha i potraživanja od kupaca umanjenih za obveze prema dobavljačima i plaće radnika. U tom smislu, povećanje neto operativnog obrtnog kapitala predstavlja odljev novca, dok njegovo smanjenje predstavlja priljev. Kapitalne investicije predstavljaju dvogodišnju promjenu u stavki dugoročne operativne imovine koje poduzeće koristi u redovitom poslovanju.

Tablica 22.: Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća

mHRK	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
Dobit prije kamata i poreza * (1 - porezna stopa)	(13,9)	55,8	154,7	228,2	245,2
Amortizacija	25,8	43,0	55,0	56,9	61,2
Promjene obrtnog kapitala	12,5	(2,0)	(1,1)	(1,6)	(0,8)
Kapitalne investicije	157,3	2,3	51,7	138,6	223,1
Slobodni novčani tokovi poduzeća	(157,9)	98,6	159,0	148,1	84,1

Izvor: izrada autorice.

Za izračun sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća primijenjena je diskontna stopa izračunata kao prosječni ponderirani trošak kapitala od 6,92 %. ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova za projicirano petogodišnje razdoblje iznosi 242,1 mil. HRK.

Tablica 23.: Izračun ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća

	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
Broj razdoblja	1	2	3	4	5
Diskontni faktor	0,935272	0,874733	0,818114	0,765159	0,715632
Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću (mHRK)	-147,7	86,2	130,1	113,3	60,2
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeća (mHRK)			242,1		

Izvor: izrada autorice.

U posljednjem koraku, za procjenu vrijednosti Grupe, potrebno je izračunati rezidualnu vrijednost. Dugoročna stopa rasta pretpostavljena je prema dugoročnoj stopi rasta BDP-a Europske unije od oko 2,0 %. Iako se uslijed pandemije očekuje snažan pad u 2020., 2021. godina donijet će značajan zaokret. Brz oporavak rezultirat će povratkom na jednaku stabilnu stopu rasta u dugom roku. Rezidualna vrijednost potom se računa kao odnos slobodnog novčanog toka u 2024. godini uvećanog za dugoročnu stopu rasta, te razlike između troška

kapitala i navedene stope. Procijenjena vrijednost dobivena je kao zbroj diskontirane rezidualne vrijednosti od 1.247,5 mil. HRK i ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova u iznosu 242,1 mil. HRK. Vrijednost poduzeća Arena Hospitality Group procijenjena na temelju slobodnih novčanih tokova iznosi 1.489,6 mil. HRK.

Tablica 24.: Procijenjena vrijednost poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeća

mHRK	
Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	1.247,5
Slobodni novčani tok na kraju promatranog razdoblja (2024.)	84,1
Dugoročna stopa rasta	2,0%
Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)	6,92%
Rezidualna vrijednost	1.743,2
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeća (mHRK)	242,1
Procjena vrijednosti poduzeća na temelju slobodnih novčanih tokova	1.489,6

Izvor: izrada autorice.

4.7. Identifikacija, kvantifikacija i upravljanje rizicima na primjeru poduzeća Arena Hospitality Group

Informacije dobivene u sveobuhvatnoj analizi makroekonomskog okruženja, analizi industrije, konkurentskog položaja i financijskoj analizi, te u procjeni vrijednosti poduzeća podloga su za identifikaciju rizika, njihovu subjektivnu i objektivnu kvantifikaciju, mapiranje te definiranje mjera upravljanja rizicima. Podaci i znanja o poduzeću prikupljena u „*top-down*” analizi od ključnog su značaja za razumijevanje poslovanja poduzeća, te upućuju na prijetnje, odnosno prisustvo rizika s kojima se Arena Hospitality Group u svom poslovanju susreće.

Bitne sastavnice kvantifikacije unutar metode rizičnih novčanih tokova jesu analiza scenarija te analiza osjetljivosti. Analiza scenarija, kao kvalitativna metoda nastoji opisati nastup mogućih rizika uspoređujući ih s postojećim sličnim scenarijima, dok se analizom osjetljivosti, kao kvantitativnom metodom utvrđuje osjetljivost pojedine varijable na promjene određenih parametara. Kruga analize rada predstavljena je rizičnim novčanim tokovima koji će metodama analize scenarija i analize osjetljivosti prikazati utjecaj nastupa pojedinog rizika na promjenu vrijednosti slobodnih novčanih tokova. Postotna promjena vrijednosti takvih neto generiranih novčanih tokova odredit će razinu značajnosti, a uz kvantificiranje razine vjerojatnosti služit će mapiranju rizika, važnom alatu za razumijevanje značaja rizika i potrebe za upravljanjem nad njime.

4.7.1. Identifikacija strateških, financijskih i operativnih rizika

Prilikom kvantifikacije rizika korištene su već spomenute ljestvice značajnosti i vjerojatnosti, a koje su još jednom naglašene u nastavku. Rizici se prema značajnosti, odnosno utjecaju na

vrijednost novčanih tokova, zarada i vrijednost poduzeća, ocjenjuju ocjenom od 1 do 5 pri čemu 1 predstavlja rizik s najmanjim utjecajem na poduzeće, a 5 s najvećim. Vjerojatnostima nastupanja pridružuju se ocjene od 1 do 5, gdje ponovno najniža ocjena pretpostavlja da je nastupanje štetnog događaja gotovo nemoguće, a ocjena 5 daje se riziku s najvećom vjerojatnosti realizacije.

Tablica 25.: Pregled razina i pripadajućih značajnosti rizika

ZNAČAJNOST ZA SMANJENJE VRIJEDNOSTI	RAZINA
Pad vrijednosti < 5 %	1
Pad vrijednosti ≥ 5 % < 10 %	2
Pad vrijednosti ≥ 10 % < 15 %	3
Pad vrijednosti ≥ 15 % < 20 %	4
Pad vrijednosti ≥ 20 %	5

Izvor: izrada autorice prema nastavnim materijalima kolegija Upravljanje rizicima.

Tablica 26.: Pregled razina i pripadajućih vjerojatnosti rizika

VJEROJATNOST	RAZINA
< 5 %	1
≥ 5 % < 25 %	2
≥ 25 % < 65 %	3
≥ 65 % < 95 %	4
≥ 95 %	5

Izvor: izrada autorice prema nastavnim materijalima kolegija Upravljanje rizicima.

Rizik gubitka kupaca

Rizik gubitka kupaca sveprisutan je u turističkoj industriji, dijelom zbog velikog broja konkurenata na uskom obalnom području Republike Hrvatske, a dijelom zbog različite vrijednosti usluga koje pojedini hotelski lanci, fizičke osobe s privatnim smještajima i drugi dionici u turizmu nude. Analizom industrije nisu identificirani isključivo strateški konkurenti s kojima se Grupa povezuje na temelju veličine, prihoda i strategije, već i velik broj pojedinaca i manjih hotela koji nude direktniji i autentičniji pristup u pružanju usluga povezanih sa smještajem. Snaga kupaca, odnosno turista ogleda se u njihovoj velikoj moći prilikom izbora široke ponude smještaja, a koja ovisi o željama za specifičnim proizvodima i uslugama te potrebama za sigurnosti. Navedeni rizik u turističkoj industriji moguće je povezati i s nizom drugih, poput ekološkog rizika, niza tržišnih rizika te reputacijskog rizika. S obzirom na to da na rizik gubitka kupaca, osim ljudskog utječe i niz drugih faktora, koji na jednak način mogu preusmjeriti kupce, odnosno turiste konkurenata ka Grupi, vjerojatnost za jednosmjernim djelovanjem određena je na razini 1.

Rizik brzo mijenjajućih turističkih trendova

Hotelska se industrija značajno promijenila posljednjih godina, posebice zbog promjena u obilježjima putovanja, pojave niskotarifnih zrakoplovnih kompanija i online agencija, novih tehnologija te promjena navika gostiju prilikom organizacije putovanja i rezervacija. Prema predviđanjima, očekuje se nastavak takvog trenda, ali i porast utjecaja online agencija i ostalih dominantnih posrednika, poput internetskih pretraživača i društvenih mreža. Sukladno njezinim izvješćima, Grupa navodi veliku izloženost takvim rizicima u obliku dominacije jedne od strana, gubitka kontrole nad određivanjem vlastitih cijena te izazovima vezanim uz držanje koraka s tržišnim trendovima. S obzirom na to da su takvi trendovi već vidljivi, vjerojatnost nastupa ovog rizika ocijenjena je ocjenom 5.

Rizik nastavka COVID-19 pandemije

Pojavu COVID-19 pandemije moguće je konkretizirati u obliku karantene koja direktno utječe na stagnaciju cjelokupnog gospodarstva, a donošenjem mjera u ograničavanju kretanja, turizam je pretrpio najveću štetu. Rizik koji je uzrokovala spomenuta pandemija već je duboko ukorijenjen u poslovanje svake kompanije danas, a ključni rizik koji se spominje u ovom kontekstu je rizik od nastavka COVID-19 pandemije, odnosno nepronalazak odgovarajućeg cjepiva i nesuzbijanje globalne krize. Razvoj medicine danas omogućio je ubrzanje pronalaska cjepiva za pojedine bolesti. Svjetska utrka za otkrivanjem cjepiva očekuje svoj cilj ostvariti do 18 mjeseci od pojave virusa. Međutim, ukoliko se takav scenarij ne ostvari, utoliko će nastavak krize dodatno pogoditi svjetsko gospodarstvo, a posebice turističku industriju. S obzirom na pozitivne prognoze te sve češće objave o pronalasku cjepiva, vjerojatnost od nastavka navedenog rizika ocijenjena je s 1.

Ekološki rizik u obliku održivog poslovanja

S obzirom na to da je turizam industrija čiji uspjeh ovisi o kvaliteti okruženja u kojem funkcionira, ne smiju se zanemariti utjecaji visoke fluktuacije ljudi na okoliš i domaće stanovništvo neke destinacije. Budući da su europski turisti, kao glavno emitivno tržište, među ekološki osvještenijim nacijama¹⁰⁹ te im je sve važniji način pružanja usluga, a ne samo krajnja usluga, očekivanja od turističkih kompanija za održivim upravljanjem resursima sve su veća. Tako su Ujedinjeni narodi postavili Ciljeve održivog razvoja (*Sustainable Development Goals*) koji bi do 2030. trebali usmjeriti brojne industrije, pa tako i turizam u održivom smjeru.

¹⁰⁹ Horwath HTL (2019.) How to encourage sustainable tourism? A short guide for international donors. Industry report. Dostupno na: <https://cdn.horwathhtl.com/wp-content/uploads/sites/2/2019/05/Industry-Report-Sustainable-Tourism.pdf>. [7. kolovoza 2020.]

Nacionalno i europsko zakonodavstvo, ali još važnije potrošači očekivat će poštivanje ciljeva poput efikasnije upotrebe energije i prelaska na obnovljive izvore što doprinosi smanjenju emisije stakleničkih plinova i negativnih klimatskih promjena. Kompanije će morati implementirati odgovornu potrošnju i proizvodnju uzimajući u obzir energiju, potrošnju vode, zbrinjavanje otpada i cirkularnu ekonomiju. Turistička mjesta i ekonomski subjekti koji ne uspiju u implementaciji održivih mjera u svoje aktivnosti, ne samo da će kratkoročno izgubiti djelić posjetitelja, nego će onemogućiti razvoj djelatnosti za brojne buduće generacije. Ekološki značaj u turizmu je velik i nezanemariv, te kao takav ne predstavlja potencijalni rizik, već postojeći rizik kojemu je vjerojatnost ocijenjena visokom ocjenom 4.

Tehnološki rizik

Nove tehnologije u potpunosti su se uklopile u današnji način života što se odrazilo na stalni kontakt pojedinaca s tehnologijom putem interneta, pametnih telefona i navigacijskih sistema. Kako je napredak tehnologije snažno djelovao na ostale industrije na isti način se odrazio i na turizam mijenjajući princip na koji turisti traže, otkrivaju i doživljavaju putovanja.¹¹⁰ Turizam se mora prilagoditi promjenama i preoblikovati svoje strategije primjerene novim tehnologijama što se ogleda u sve većoj robotizaciji u području održavanja i odnosima s kupcima. Nove tehnologije unaprijedile su povezivanje gostiju i turističkih lokacija čime se povećava njihovo zadovoljstvo i privrženost. Iako je tehnološka revolucija do sada snažno djelovala na turizam za očekivati je da će se taj trend nastaviti i u budućnosti, stoga uspjeh svih koji djeluju u turizmu ovisi o brzini prilagođavanja promjenama koje će se nastaviti događati. Kao takav, on ne predstavlja samo rizik, već i šansu da Arena Hospitality Group, ali i ostali hoteli u budućnosti intenzivnije koriste prednosti novih tehnologija koje će im omogućiti smanjivanje troškova poslovanja, bolje povezivanje s korisnicima usluga te bolje prilagođavanje njihovim potrebama. Vjerojatnosti navedenog rizika se zbog svoje nezaobilaznosti daje ocjena 3.

Rizik ekspanzije na nove destinacije

Pogrešna procjena razvojnih mogućnosti mogla bi dovesti do loših odluka o investiranju i utjecati na sposobnost Grupe za rast i stvaranje dugoročne vrijednosti. Grupa je u posljednjih nekoliko godina proširila svoje poslovanje izvan Hrvatske, pozicionirajući se u velikim gradovima Njemačke i Mađarske, poput Kölna, Nürnberga, Berlina i Budimpešte. Time je produljila period poslovanja koji je dotad bio pod velikim utjecajem sezonalnosti u Hrvatskoj.

¹¹⁰ Tourism Megatrends - 10 things you need to know about the future of Tourism 2015, Horwath HTL

Navedene akvizicije pokazale su se uspješnim povećavajući vrijednost Grupe i ostvarivanjem pozitivne EBITDA-e prvi put tijekom cijele godine poslovanja. U dugoročnoj strategiji Grupe planira se nastavak ekspanzije na nova tržišta, konkretnije u Zagrebu, Hrvatska i Beogradu, Srbija stvarajući nove rizike koji se manifestiraju kroz mogući nedostatak transparentnosti vlastitih financijskih izvješća, nedovoljno informacija, slabe komunikacije te pogrešne procjene imovine i/ili vrijednosti. Uzevši sve u obzir, vjerojatnost nastupa navedenog rizika ocijenjena je ocjenom 2.

Reputacijski rizik

Reputacijski rizik u turističkoj industriji najčešće se ogleda kroz nezadovoljstvo gostiju tijekom njihova boravka u nekoj od destinacija. Ono može biti potaknuto uslugom pruženom ispod određenih očekivanja, propustom ili neprofesionalnim ponašanjem djelatnika, ili nastupom nekog incidenta koji mogu ozbiljno narušiti imidž organizacije. Bitno je napomenuti da se reputacijski rizik najčešće povezuje s drugim rizicima, primjerice financijskih i operativnih, generirajući se međusobno i stvarajući sinergijski učinak na poduzeće. Tako primjerice poduzeće s lošom reputacijom ima problema u privlačenju radne snage i ostvarivanju poslovnih partnerstava. S obzirom na to da Grupa provodi velik broj edukacija svojim zaposlenicima, a osim toga provodi i godišnje upitnike o angažiranosti i zadovoljstvu vlastitih zaposlenika, pretpostavlja se visoka razina uključenosti kompanije u kvalitetu radnog osoblja čime smanjuje vjerojatnost nastanka navedenog rizika, te se ona ocjenjuje ocjenom 2.

Valutni rizik

Zbog međunarodnosti poslovanja na tržištima Hrvatske, Njemačke i Mađarske, Grupa je izložena rizicima promjene deviznih tečajeva. Uzme li se u obzir da svako od navedenih tržišta posjeduje vlastitu valutu, posljedice do kojih dolazi pojavom valutnog rizika postaju sve značajnije. Devizni tečajevi između valute ovisnih društava Grupe koja djeluju unutar Eurozone, eura, forinte i hrvatske kune mogu znatno oscilirati, utječući na financijske rezultate Grupe. Osim toga, Grupa može biti izložena riziku prilikom deviznih transakcija u slučaju da jedno od društava Grupe izvrši transakciju koristeći se nekom drugom, a ne vlastitom funkcionalnom valutom. S obzirom na činjenicu da je glavni cilj Hrvatske narodne banke stabilnost tečaja, a osim toga u analizi vanjskog okruženja istaknut je i ulazak Hrvatske u europski tečajni mehanizam kao ključan korak u uvođenju eura, vjerojatnost nastupa valutnog rizika ocijenjen je ocjenom 2 zbog još uvijek čestih, ali ne pretjeranih fluktuacija EUR/HRK.

Kamatni rizik

Kamatni rizik definira se kao rizik, odnosno opasnost od promjene kamatnih stopa. Do pojave kamatnog rizika dolazi prilikom ugovaranja fiksnih i/ili promjenjivih kamatnih stopa, a nepovoljna kretanja kamatnih stopa mogu dovesti do značajnih gubitaka. Arena Hospitality Group dio je turističke industrije koju karakteriziraju intenzivni investicijski ciklusi financirani eksternim zaduživanjem. S obzirom na to da Grupa u poslovanju pretežito koristi fiksne kamatne stope na dug, novčani tokovi nisu osjetljivi na moguću promjenu kamatnih stopa. Međutim, potencijalne promjene mogu utjecati na njegov kapital s obzirom na to da se fer vrijednost korištenih izvedenica namijenjenih zaštiti od promjena kamatnih stopa mijenja s promjenama kamatnih stopa. Usprkos svim naporima Grupe da obuzda izloženost kamatnom riziku, učestale promjene u kretanjima intenziviraju vjerojatnost njegovog nastanka te se ocjenjuje ocjenom 3.

Cjenovni rizik

Cjenovni rizik predstavlja rizik gubitka uslijed negativne promjene cijene. Prije njegove kvantifikacije bitno je identificirati događaje koji su prouzročili njegov nastanak. Pojava pandemije i zatvaranje granica uzrokovali su kriznu neravnotežu na tržištu u kojoj smanjena potražnja nije udovoljila silnoj ponudi zbog čega su pružatelji usluga drastično smanjili cijene smještaja. Borba za svakim gostom rezultirala je više od 50 %-tnog smanjenja cijena smještaja isključujući marže i nastojeći pokriti fiksne troškove. Na cjenovni rizik najvećim dijelom ipak utječe brojnost konkurenata identificirana kroz analizu industrije, a s obzirom na nedavne događaje, vjerojatnost njegove pojave ocijenjena je ocjenom 3.

Rizik kibernetičke sigurnosti

Kibernetička sigurnost odnosi se na skup procesa, mjera i standarda kojima se jamči određena razina pouzdanosti pri korištenju proizvoda i usluga, odnosno u kontekstu turizma, dijeljenja osobnih podataka i posebice podataka računa banaka. Rizik kibernetičke sigurnosti bilježi rast na globalnoj razini brojeći sve veći broj napada koji godinama postaju sve sofisticiraniji i složeniji utječući na nesigurnost poslovanja svake, na bilo koji način tehnološki ovisne kompanije. Iz istog je razloga bitno osvijestiti njezinu prisutnost i pravodobno se od nje zaštititi. Grupa je uočila rast takvog trenda osiguravajući postojanje baze osobnih podataka klijenata u skladu sa zakonom, koju dijele s partnerima Grupe, koji je i preuzimaju te posljedično zahtijevaju određeni stupanj zaštite. Takve informacije mogu biti zloupotrebene od strane zaposlenika Grupe, njezinih partnera ili ostalih trećih osoba izvan poslovanja. Bez obzira na

porast kibernetičkih napada, daljnji razvoj informacijske tehnologije omogućio je suvremenije i sigurnije odgovore u obliku novih zaštitnih sustava smanjujući njegovu vjerojatnost pojave pri čemu joj se dodjeljuje ocjena 3.

Rizik sezonalnosti

Poslovanje Grupe u Hrvatskoj ima izuzetno sezonski karakter te se većina dolazaka gostiju realizira od lipnja do rujna. S obzirom na to da čini sastavni dio turističkog poslovanja, ono samo po sebi ne predstavlja rizik, međutim, visoka razina sezonalnosti prihoda na hrvatskom tržištu povećava utjecaj određenih vremenskih prilika na rezultate poslovanja Grupe. Na dolaske gostiju u smještajne kapacitete Grupe u Hrvatskoj, posebice u kampove i turistička naselja, utječu vremenske prilike te broj toplih i kišnih dana tijekom ljetne sezone. Na taj način, učestale promjene vremenskih prilika, dovode do neusklađenosti planirane i ostvarene turističke sezone negativno djelujući na dolaznost turista te skraćivanje sezone uslijed skraćivanja odmora i povratka u vlastitu destinaciju. Vjerojatnost takvog događaja procijenjena je na razini 3, s obzirom na to da je sezonalnost glavno obilježje hrvatskog turizma.

Intelektualni rizik

Intelektualni rizik može se javiti ako poduzeće ne bude u mogućnosti zaposliti, razviti i zadržati dovoljan broj radnika potrebnih u redovitom poslovanju. Tijekom visoke sezone u Hrvatskoj često se javljaju teškoće oko zapošljavanja dovoljnog broj ljudi što preusmjerava napore na potragu za radnicima iz različitih regija. Međutim, ponuda iskusnih radnika u hotelskoj industriji i drugih kvalificiranih radnika rijetko je dovoljna za zadovoljavanje trenutne ili očekivane potražnje. Otvaranje novih hotela može prouzročiti dodatan pritisak na potražnju i sposobnost Grupe da privuče i zadrži dovoljan broj kvalificiranih radnika, a ne bude li u stanju privući i zadržati radnike s potrebnim znanjima i iskustvom, Grupa će morati snositi dodatne troškove obuke. Nedostatak radne snage ili povećani troškovi rada mogu narušiti sposobnost Grupe da realizira svoje poslovne strategije i planove rasta. Nađe li se Grupa u situaciji da nema dovoljan broj radnika na bilo kojem od svojih tržišta, to može imati negativan učinak na poslovanje, financijski položaj i poslovne rezultate Grupe. S obzirom na smanjenje obujma poslovanja uslijed pojave pandemije, ponuda radnika premašila je potražnju, a isto se očekuje u srednjem roku, što ocjenjuje vjerojatnost nastanka ovog rizika ocjenom 1.

Zakonski rizik

Zakonski rizik proizlazi iz situacija poput nemogućnosti izvršenja poslovnih ugovora, nepostupanja u skladu sa zakonima, pogreškama u interpretaciji ugovora, te neprepoznavanja

pravnih prijetnji.¹¹¹ U svom poslovanju, Grupa se suočava s brojnim zakonima vezanim za turističku industriju, a konkretnije, u svojim izvještajima navode nesređene ugovore o koncesijama za turistička zemljišta namijenjena kampovima i turističkim naseljima. Od donošenja Zakona o turističkom i ostalom građevinskom zemljištu neprocijenjenom u postupku pretvorbe i privatizacije 2010. godine, u Republici Hrvatskoj nije sklopljen niti jedan ugovor o koncesiji zbog nejasnoća u formulaciji Zakona i srodnih propisa. Vlada Republike Hrvatske je u 2018. godini pokrenula i intenzivno nastavila raditi na novom zakonu i odgovarajućim podzakonskim aktima koji bi zamijenili navedeni Zakon, a isto se očekuje do kraja 2020. godine.¹¹² Osim toga, Grupa je izložena riziku sudskih sporova koji traju nekoliko godina zbog nesuglasica oko prava korištenja nekretnina i zemljišta. S obzirom na sređenost pravnih država u kojoj Grupa posluje, vjerojatnosti nastanka zakonodavnog rizika daje se ocjena 2.

Rizik neodgovarajuće marketinške komunikacije

Utjecaj generacije Z koja se trenutno kreće u dobi od 6 do 20 godina tek će eskalirati. Smatra se da je generacija Z potpuno drugačija od dosadašnjih, utoliko što već imaju veći pristup informacijama, dinamičniji način života, viši stupanj obrazovanja, ubrzano usvajaju promjene i brže troše. Generacija Z očekuje informacije u stvarnom vremenu, kratke, ali snažne poruke uglavnom poslane slikama, videozapisima i kanalima koji im omogućuju interakciju, stvaranje i razmjenu informacija.¹¹³ Mnogi pružatelji usluga u turizmu morat će naučiti nov specifični jezik kako bi mogli komunicirati s njima. Kako bi plasirale usluge generaciji Z, poduzeća će morati ispričati svoju priču na više platformi, predstaviti svoje vrijednosti i stvoriti smislene marke, biti društveno odgovorne, govoriti svojim jezikom, tretirati ih kao odrasle, poštivati njihovo mišljenje i omogućiti im komunicirati i stvarati. Vjerojatnost njihovog nastanka velika je, međutim, zbog svoje dualnosti kojom predstavlja i rizik i šansu novih potrošača, ocijenit će se ocjenom 4.

Rizik nejasne dugoročne strategije

Analizom poslovanja Grupe i njezine konkurentske strategije, uočena je nejasno definirana politika poslovanja koja se formirala u rizik nejasne dugoročne strategije. Intenzivnim ulaganjem u *high* segment, Grupa navodi da se želi pozicionirati među goste visoke i više platežne moći. S druge strane, velik broj kampova, turističkih naselja i hotela pod brendom

¹¹¹ Miloš Sprčić, D., Puškar, J. & Zec, I. (2019) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima – Zbirka poslovnih slučajeva. Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu, str. 73.

¹¹² Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 35.

¹¹³ Tourism Megatrends - 10 things you need to know about the future of Tourism 2015, Horwath HTL

Arena Hotels & Apartments i Arena Campsites djeluju u srednjoj kategoriji. Navedena turistička naselja ostvaruju pad prihoda, a u dugoročnoj strategiji Grupe ne postoje naznake za dodatnim ulaganjima ili repozicioniranjem istog u profitabilniji segment. Gubici od nastupa takvog rizika ogledaju se u smanjenju zarada poduzeća i povećanju nekontrolabilnosti troškova poslovanja uslijed fragmentiranosti segmenata. Vjerojatnosti ovog rizika daje se ocjena 3 s obzirom na to da je već dijelom prisutan u poduzeću.

4.7.2. Kvantifikacija rizika primjenom metode rizičnih novčanih tokova

Rizik gubitka kupaca

Rizik gubitka kupaca izravno se odražava na smanjenje prihoda uslijed smanjenja broja noćenja gostiju kao primarnih poslovnih prihoda Grupe. Poslovni prihodi smanjeni su za 2,5 % za pretpostavljenu stopu zadržavanja, odnosno odlazaka gostiju, tzv. *retention rate* koja se kreće između 2 % i 3 %. Ona je projicirana temeljem trogodišnjih stopa promjena turista koji dolaze s različitih emitivnih tržišta. Utjecaj na pad vrijednosti poduzeća iznosi 0,43 % što značajnosti ovog rizika daje ocjenu 1.

Tablica 27.: Kvantifikacija nastupa rizika gubitka kupaca

Rizik gubitka kupaca	
Δ Prihodi od prodaje	- 2,5 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 0,43 %

Izvor: izrada autorice.

Rizik brzo mijenjajućih turističkih trendova

Rizik brzo mijenjajućih turističkih trendova manifestira se kroz sve prisutniji utjecaj online agencija i ostalih posrednika u obliku internetskih pretraživača i društvenih mreža koji svojom sve značajnijom dominacijom preuzimaju kontrolu nad određivanjem cijena. Zahtijevajući proviziju za svoje usluge koje je zbog osvajanja tržišnog udjela u posredovanju prilikom organizacije putovanja nemoguće izbjeći, ono utječe na smanjenje cijena. S obzirom na to da online agencije zahtijevaju prosječno 10 % zarade, poslovni prihodi smanjeni su za isti postotak. Procijenjena vrijednost poduzeća se posljedično smanjila za 1,73 %, što određuje značajnost na razini 1.

Tablica 28.: Kvantifikacija nastupa rizika brzo mijenjajućih turističkih trendova

Rizik brzo mijenjajućih turističkih trendova	
Δ Prihodi od prodaje	- 10 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 1,73 %

Izvor: izrada autorice.

Rizik nastavka COVID-19 pandemije

U radu se rizik nastavka COVID-19 pandemije promatra kroz neuspjeh u suzbijanju globalne pandemije koja posljedično dovodi do dubljeg pada svjetskog gospodarstva. U tom slučaju, scenarij iz 2020. godine ponovio bi se u narednom razdoblju pogađajući turističku industriju s jednakim padom od otprilike 70 %. Time su prihodi od prodaje smanjeni za 70 %, a s obzirom na smanjenje potrebe za zalihama i materijalima te osobljem, smanjuju se i operativni troškovi u istom postotku. U konačnici, ono utječe na pad vrijednosti poduzeća za 5,10 % zbog čega je značajnost rizika određena na razini 1. Takav scenarij realan je, a dogodio se upravo pojavom COVID-19 pandemije, međutim, mogućnost višegodišnje pandemije smatrat će se nemogućom uzevši u obzir pojavu dosadašnjih poznatih virusa i gripa i njihove dugotrajnosti, kao i napredak medicine.

Tablica 29.: Kvantifikacija nastupa rizika nastavka COVID-19 pandemije

Rizik nastavka COVID-19 pandemije	
Δ Prihodi od prodaje	- 70 %
Δ Materijalni troškovi i troškovi osoblja	- 70 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 4,86 %

Izvor: izrada autorice.

Ekološki rizik u obliku održivog poslovanja

Iako se ekološki značaj za prirodu i buduće generacije ne može kvantificirati, kao ekološki rizik može se manifestirati kroz kratkoročni gubitak dijela posjetitelja, ali i dugoročno smanjenje kvalitete uslijed onečišćenja mora, plaža i prirode. Gubitak dijela posjetitelja utjecat će na pad noćenja, odnosno pad poslovnih prihoda. Prema OECD-u, procjena međunarodnih dolazaka turista potaknutih eko-turizmom iznosi 7 %. S obzirom na to da se radi o gruboj procjeni, navedeni postotak ponderirat će se s 0,5 što predstavlja projicirani pad prihoda. Ono će se odraziti na pad procijenjene vrijednosti poduzeća za 28,79 %, zbog čega značajnost ovog rizika iznosi 5.

Tablica 30.: Kvantifikacija nastupa ekološkog rizika

Ekološki rizik u obliku održivog poslovanja	
Δ Prihodi od prodaje	- 3,5 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 28,79 %

Izvor: izrada autorice.

Tehnološki rizik

Tehnološki rizik prvenstveno utječe na pad prihoda s obzirom na to da gosti prilikom odsjedanja u smještajnim objektima traže pristupačnost i suvremenu tehnologiju koja odgovara njihovim

potrebama i povećava njihovo zadovoljstvo. Potrebe za tehnologijom veće kod mlađe generacije koja u dobi od 15 do 24 godine čini otprilike 12 % hrvatskih turista. Pretpostavka je da ono neće utjecati na cjelokupnu generaciju, pa je isti postotak subjektivno ponderiran s 0,3. Sveukupni utjecaj na procijenjenu vrijednost poduzeća je pad od 29,79 %, čime je značajnost ovog rizika određena na razini 5.

Tablica 31.: Kvantifikacija nastupa tehnološkog rizika

Tehnološki rizik	
Δ Prihodi od prodaje	- 3,6 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 29,79 %

Izvor: izrada autorice.

Rizik ekspanzije na nove destinacije

Rizik ekspanzije na nove destinacije izravno utječe na rast operativnih troškova koji se, zbog potrebe za intenzivnim ulaganjima uslijed ekspanzije na nove destinacije, ali i popratne fiksne troškove, nalaze na visokoj razini. S obzirom na brojnost smještajnih objekata Grupe u odnosu na troškove, rast je projiciran na razini od 8,448 %, dok, pogrešnom procjenom tržišnog potencijala rast prihoda nije ostvario istu razinu, već tek subjektivno određenih 3 %. Takav pad gledan je s obzirom na čitavo projicirano razdoblje uzevši u obzir dugotrajne posljedice koje navedeni rizik ostavlja sa sobom. U slučaju nastupa navedenog rizika utjecalo na pad procijenjene vrijednosti poduzeća od 17,17 % i značajnost na razini 4.

Tablica 32.: Kvantifikacija nastupa rizika ekspanzije na nove destinacije

Rizik ekspanzije na nove destinacije	
Δ Prihodi od prodaje	3 %
Δ Troškovi općeg poslovanja	8,448 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 17,17 %

Izvor: izrada autorice.

Reputacijski rizik

Reputacijski rizik manifestira se kroz pad prodaje uzrokovan padom povjerenja u poduzeće od strane njegovih gostiju i poslovnih partnera. S obzirom na djelovanje iz dvaju smjerova, pad prihoda od prodaje pretpostavljen je na razini od 15 % uspoređujući ga s događajima gdje su poznate svjetske kompanije izgubile isti udio prihoda uslijed brojnih incidenata povezanih s reputacijskim rizikom. Pad prihoda utjecao je na smanjenje vrijednosti poduzeća od 2,76 %, što mu daje značajnost 1.

Tablica 33.: Kvantifikacija nastupa reputacijskog rizika

Reputacijski rizik	
Δ Prihodi od prodaje	- 15 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 3,39 %

Izvor: izrada autorice.

Valutni rizik

Valutni rizik naprosto implicira povećanje financijskih troškova uslijed negativnih tečajnih razlika. Financijski rashodi ne čine integralni dio formule za izračun slobodnog novčanog toka. Međutim, zbog prirodnog hedžinga kojim se Grupa štiti, ali i samim ulaskom Hrvatske u europski tečajni mehanizam, značajnost se određuje na razini 2. Slično je ocijenjen i u financijskim izvještajima Grupe u kojima se dodatno objašnjava da je navedeni rizik umanjen činjenicom da je pretežiti dio prihoda ugovoren u eurima.¹¹⁴

Kamatni rizik

Kamatni rizik direktno se manifestira kroz porast kamatnih stopa u odnosu na prosječnu ponderiranu kamatnu stopu Grupe od 2,5 %. Grupa je ugovorila dio kredita s fiksnom, te dio s promjenjivom kamatnom stopom, no, stvarajući najgori mogući scenarij, pretpostavlja se negativan utjecaj na oboje. Najveći mogući porast kamatne stope procijenjen je za 3 postotna poena usporedbom kretanja kamatnih stopa posljednjih nekoliko godina. Povećanjem kamatne stope na 5,5 %, prosječni ponderirani trošak porastao je s razine od 6,92 % na 8,13 %, što kao krajnji utjecaj ima pad vrijednosti poduzeća od 21,00 %. Naposljetku, prema izvješćima, politika Grupe je u korištenju fiksnih kamatnih stopa. Da bi upravljala troškovima kamata, Grupa ulazi u kamatni swap u kojem pristaje zamijeniti, u određenim intervalima, razliku između fiksne i varijabilne kamatne stope izračunate u odnosu na nominalni iznos glavnice.¹¹⁵

Tablica 34.: Kvantifikacija nastupa kamatnog rizika

Kamatni rizik	
Δ Trošak duga prije poreza	3 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 21,00 %

Izvor: izrada autorice.

Cjenovni rizik

Cjenovni rizik u identifikaciji objašnjen je kroz utjecaj brojnosti konkurenata, ali i sve većeg utjecaja posrednika – online agencija, kao i turoperatera. U procjeni cjenovnog rizika u obzir

¹¹⁴ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 142.

¹¹⁵ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 142.

se uzima brojnost konkurenata i njihova strategiju troškovnog vodstva. Arena Hospitality Group, osim u visokom i višem segmentu, posjeduje dio hotela srednje kategorizacije koju karakteriziraju niže kompetitivne cijene. Na isti način ponašaju se i konkurenti zbog čega je pad cijena procijenjen na uobičajenih 15 %. Navedeni pad prihoda ponderiran je s 0,55 s obzirom na to da Grupa posjeduje otprilike 55 % kapaciteta srednje kategorizacije. U konačnici, pad prihoda od 8,25 % utjecao je na smanjenje vrijednosti od 1,97 %, što mu daje značajnost 1.

Tablica 35.: Kvantifikacija nastupa cjenovnog rizika

Cjenovni rizik	
Δ Prihodi od prodaje	- 8,25 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 1,42 %

Izvor: izrada autorice.

Rizik kibernetičke sigurnosti

Pod pretpostavkom da se dogodi kibernetički napad na Grupu, ono će izravno utjecati na pad prihoda, prvenstveno zbog potrebe za kratkotrajnom obustavom poslovanja u vidu rezervacija, a zatim i dijelom kroz nesigurnost od strane gostiju. Po uzoru na kibernetički napad na hrvatsku naftnu kompaniju INA-u čiji su prihodi u prvom tromjesečju 2020. godine kratkoročno pali za 7 %, a isključivši iz toga i početak pandemije i donošenje mjera vezanih za zabranu kretanja, pad prihoda projiciran je na 5 %. U slučaju nastupa navedenog rizika, to bi utjecalo na pad vrijednosti od 0,86 % i značajnost na razini 1.

Tablica 36.: Kvantifikacija nastupa rizika kibernetičke sigurnosti

Rizik kibernetičke sigurnosti	
Δ Prihodi od prodaje	- 5 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 0,86 %

Izvor: izrada autorice.

Rizik sezonalnosti

Rizik sezonalnosti s obzirom na broj toplih i kišnih dana tijekom turističke sezone utječe na brojnost gostiju, i posljedično poslovne prihode. Značajnost rizika sezonalnosti vrlo je teško procjenjiva, ali ju je nužno spomenuti zbog prirode turizma kao industrije i njezinog snažnog utjecaja na nju samu. Uzevši navedeno u obzir, društva koja djeluju u turističkoj industriji, kao i pojedine fizičke osobe s privatnim kapacitetima 90 % svojih prihoda ostvaruju isključivo u ljetnim mjesecima. Iz tog razloga, izračun rizičnih novčanih tokova u obliku rizika sezonalnosti zamijenit će subjektivna procjena značajnosti 4.

Intelektualni rizik

Grupa sveukupno broji 1.482 zaposlenika od kojih su 480 stalno zaposleni. Kao najgori mogući scenarij predviđeno je da Grupa ne uspije zaposliti 10 % kvalitetnih sezonskih radnika što utječe na smanjenje prihoda u istom postotku. Sukladno tome, vrijednost Grupe smanjila se za 1,73 %, što određuje značajnost na razini 1.

Tablica 37.: Kvantifikacija nastupa intelektualnog rizika

Intelektualni rizik	
Δ Prihodi od prodaje	- 10 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 1,73 %

Izvor: izrada autorice.

Zakonski rizik

Zakonski rizik manifestira se ponajprije kroz troškove rezerviranja za sudske sporove, međutim, u kvantifikaciji će se za najgori mogući slučaj u obzir uzeti gubitak svih sporova u kojima Grupa sudjeluje. Maksimalni iznos spomenutog sudskog spora koji traje još od 1997. godine iznosi 66 milijuna HRK. Povećanje troškova za 66 milijuna HRK utječe na pad procijenjene vrijednosti za 3,48 %, što značajnosti ovog rizika daje ocjenu 1.

Tablica 38.: Kvantifikacija nastupa zakonskog rizika

Zakonski rizik	
Izvanredni troškovi	66 mil. HRK
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 3,48 %

Izvor: izrada autorice.

Rizik neodgovarajuće marketinške komunikacije

Nastupom rizika neodgovarajuće marketinške komunikacije dolazi do pada prihoda od prodaje zbog neuspjeha povezivanja potražnje i ponude te povećanja troškova u vidu naknadnih marketinških napora. Pad prihoda od prodaje projiciran je na 2 %, dok su marketinški troškovi povećani za 15 %. S obzirom na to da marketinški troškovi čine otprilike 5,5 % poslovnih rashoda, isti postotak koristi se kao ponder. Malen pad prihoda od prodaje, odnosno izdašni marketinški troškovi rezultat su kašnjenja kojim se u kratkom roku nastoje popraviti rezultati. Zajednički utjecaj na vrijednost je pad od 0,46 %, čime je značajnost ovog rizika određena na razini 1.

Tablica 39.: Kvantifikacija nastupa rizika neodgovarajuće marketinške komunikacije

Rizik neodgovarajuće marketinške komunikacije	
Δ Prihodi od prodaje	- 2 %
Δ Poslovni rashodi	0,825 %
Pad procijenjene vrijednosti poduzeća	- 0,57 %

Izvor: izrada autorice.

Rizik nejasne dugoročne strategije

Rizik nejasne dugoročne strategije manifestira se kroz gubitak moguće dobiti koju je Grupa mogla ostvariti podizanjem kategorizacije vlastitog smještaja te homogenošću vlastitog poslovanja. S obzirom na kompleksnost mjerenja, subjektivnom kvantifikacijom značajnost rizika procijenjena visokom ocjenom 5 uzevši u obzir najgori mogući scenarij, ali i dugotrajne posljedice koje navedeni rizik ostavlja.

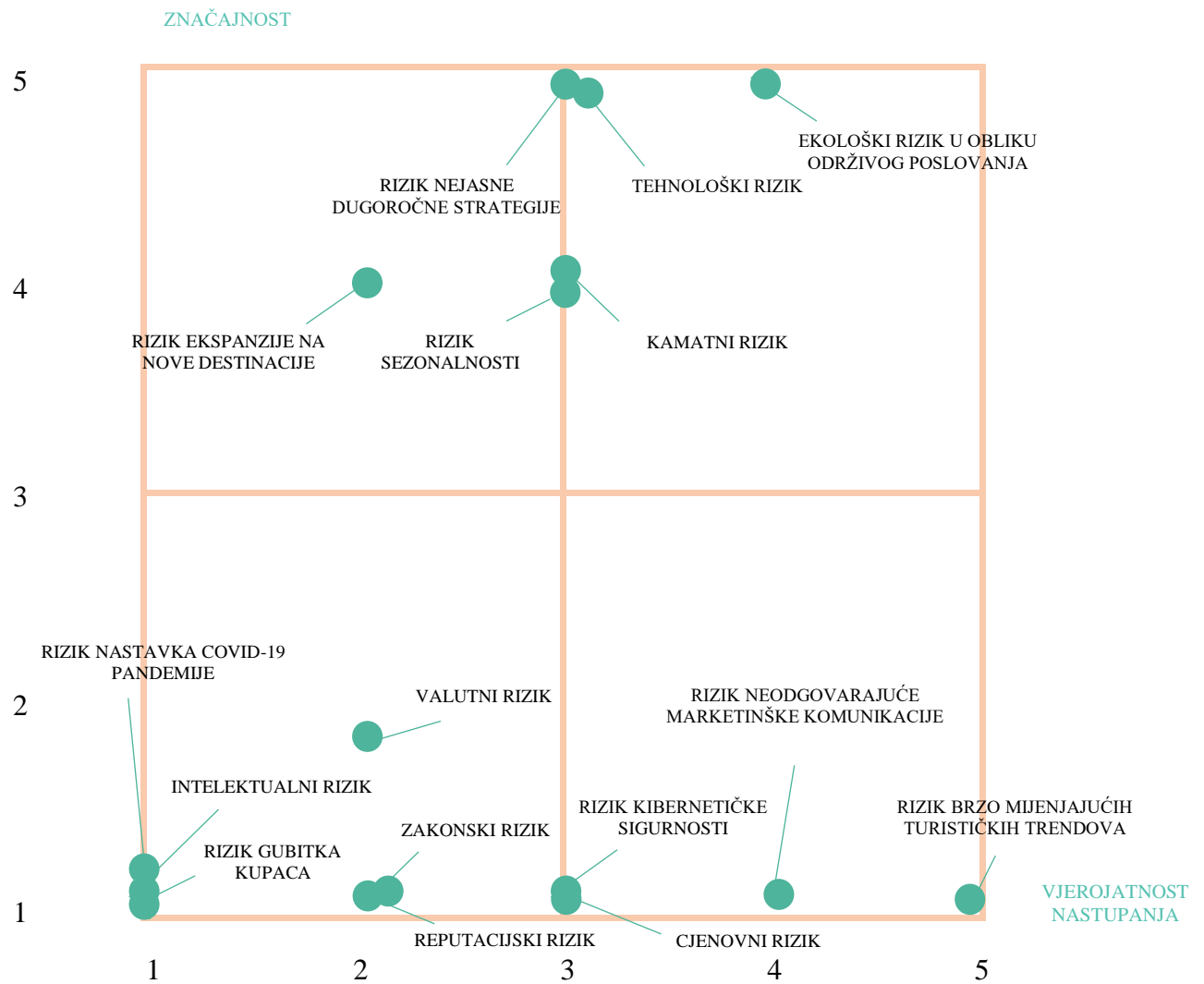
4.7.3. Mapiranje rizika

Tablica 40.: Pregled pripadajućih rizika s pripadajućom vjerojatnosti i značajnosti

Br.		VJEROJATNOST	ZNAČAJNOST
1.	Rizik gubitka kupaca	1	1
2.	Rizik brzo mijenjajućih turističkih trendova	5	1
3.	Rizik nastavka COVID-19 pandemije	1	1
4.	Ekološki rizik u obliku održivog poslovanja	4	5
5.	Tehnološki rizik	3	5
6.	Rizik ekspanzije na nove destinacije	2	4
7.	Reputacijski rizik	2	1
8.	Valutni rizik	2	2
9.	Kamatni rizik	3	4
10.	Cjenovni rizik	3	1
11.	Rizik kibernetičke sigurnosti	3	1
12.	Rizik sezonalnosti	3	4
13.	Intelektualni rizik	1	1
14.	Zakonski rizik	2	1
15.	Rizik neodgovarajuće marketinške komunikacije	4	1
16.	Rizik nejasne dugoročne strategije	3	5

Izvor: izrada autorice.

Slika 9.: Mapa rizika poduzeća Arena Hospitality Group



Izvor: izrada autorice.

4.7.4. Cjelovita strategija upravljanja rizicima

Rizik gubitka kupaca

Prije pristupanja upravljanju rizikom gubitka kupaca, potrebno je razumjeti njihove individualne preferencije i očekivanja u vidu zadovoljavanja njihovog iskustva. Temeljna karakteristika turizma upravo je u njegovoj luksuznosti, odnosno luksuznom dobru koje ono čini. Kupci nisu primorani otići na putovanje, niti im itko može nametati veće cijene. Na poduzeću je pružiti kvalitetnu uslugu koja će odgovarati tržištu, a stvaranjem odgovarajuće usluge moguće je parirati cijenom i održavati visoku razinu zadovoljstva i lojalnost kupaca. Stoga je cilj Grupe kontinuirano pratiti trendove, stvarati odgovarajuće usluge, pratiti zadovoljstvo, odnosno nezadovoljstvo svojih kupaca te prilagođavati svoje poslovanje.

Rizik brzo mijenjajućih turističkih trendova

Najveća prednost rizika brzo mijenjajućih turističkih trendova je njihova očitost te mogućnost pravovremenog identificiranja i reagiranja na iste. Ovakvim rizicima potrebno je suprotstaviti se stvaranjem kvalitetnih poslovnih partnerstava, ulaganjem u distribuciju i marketing vlastitih proizvoda te elektroničku trgovinu i tehnologije. Kako Grupa navodi, njihova prednost u upravljanju ovakvim rizicima proizlazi iz uske suradnje s PPHE hotelskom grupacijom, osiguravajući da globalni trendovi budu pravodobno utvrđeni i da se na osnovu njih djeluje na planirani i usklađeni način, istovremeno imajući koristi od važnosti, pregovaračke moći, znanja i vještina koje takvo partnerstvo donosi.

Rizik nastavka pandemije COVID-19

Na rizik nastavka COVID-19 pandemije nemoguće je izravno utjecati zbog njegovog eksternog karaktera, ali je njime moguće upravljati ugovaranjem različitim polica osiguranja, ugovornim klauzulama, te diversifikacijom rizika. S druge strane, ugovaranje penala uslijed otkazivanja rezervacija i mogućnost odgode rezervacije za kasniji dio sezone ili iduću godinu dodatne su mjere upravljanja rizikom nastavka COVID-19 pandemije.

Ekološki rizik u obliku održivog poslovanja

Za upravljanje ekološkim rizikom iz pozicije turističke kompanije, ključno je promijeniti politiku upravljanja okolišem i to korištenjem ekološki prihvatljivih materijala, povećanjem iskoristivosti energije, upravljanjem otpadom, zaštitom voda, uspostavom i primjenom sustava upravljanja okolišem te osiguranjem financijskih, stručnih i organizacijskih resursa za očuvanje destinacija u kojima posluju. To sve čini dobar temelj za prilagodbu budućim trendovima, dok

bi poseban pomak u pozitivnom smjeru dale zajedničke aktivnosti Arena Hospitality Group, Valamara, Plave lagune i Maistre kojima bi izgradili Istru kao održivu turističku destinaciju jer bi takvi napori osigurali bolje rezultate za društvenu zajednicu, ali i veće benefite za same kompanije.

Tehnološki rizik

Uspješno upravljanje tehnološkim rizikom doprinosi poboljšanju kvalitete poslovanja uslijed povećanja brzine protoka informacija, uvođenja naprednih procesa i poboljšanja produktivnosti. Upravljanje tehnološkim rizikom odnosi se na praćenje razvoja napretka tehnoloških procesa i usklađivanju istog sa strategijom poduzeća. Ono najčešće rezultira implementacijom inovacija u vlastito poslovanje, a kao krajnji cilj mu je ne dopustiti konkurentima bolje pozicioniranje na tržištu uslijed uvođenja novih tehnologija ili barem zadržavanja jednake razine s njihovom. Upravljanju tehnološkim rizikom Grupa mora pristupiti praćenjem i implementacijom novih tehnologija povezanih s turizmom koji direktno utječu na smanjenje operativnih troškova, ali i povećanje zadovoljstva kupaca. Kao takvi, u svijetu se javljaju pametne kartice i ključevi za ulazak u smještajne jedinice, tehnološka jednostavnost prilikom rezervacije kapaciteta, implementacija IoT sustava s ciljem povezivanja gostiju izvan smještajnih objekata i mnoge druge.

Rizik ekspanzije na nove destinacije

U upravljanju rizikom ekspanzije na nove destinacije ključnu ulogu ima integrirano upravljanje rizicima koje procjenom rizičnih osobnosti spajanja ili preuzimanja dovodi do ispravnog donošenja strateških odluka. Integrirano upravljanje rizicima bazirano je na financijskim projekcijama, odnosno procjenama budućih neto zarada, na temelju kojih se potom izrađuju razni scenariji. Pored toga, od ključne je važnosti stavljanje naglaska na transparentnost financijskog izvještavanja i poticanje komunikacije, dok je upošljavanje kvalitetnog radnog osoblja nužno za preciznu procjenu imovine i/ili vrijednosti uslijed mogućih akvizicija i spajanja.

Reputacijski rizik

S obzirom na međudjelovanje reputacijskog rizika s drugim potencijalnim rizicima kompanije, u njegovom upravljanju ključna je implementacija integriranog upravljanja rizicima. Bitna zadaća Grupe je anticipirati i analizirati mogućnost pojave različitih neprilika iz unutarnjeg i vanjskog okruženja koje mogu izazvati pojavu reputacijskog rizika. U navedenom kontekstu, za izbjegavanje nepovoljnih događaja povezanih s osobljem, Grupa treba osigurati kvalitetnu

selekciju radne snage te nastaviti s edukacijama u svrhu ostvarivanja njihovog punog potencijala i smanjenja opasnosti od neželjenih propusta i neprofesionalnog ponašanja. Osim toga, u svrhu izbjegavanja nezadovoljstva gostiju izazvanog lošim uslugama, Grupa treba kontinuirano pratiti njihove potrebe i želje, te transparentno izvještavati o usklađenosti istih s njihovom ponudom.

Valutni rizik

Kako u svojim izvješćima navodi, Grupa eliminira rizik od deviznih transakcija tako što usklađuje obveze i imovinu u istoj valuti. Međutim, za upravljanje valutnim rizikom postoji i mogućnost osiguranja u obliku brojnih operacija na financijskim tržištima. Ona se prvenstveno odnose na zauzimanje suprotnih pozicija od onih izloženih valutnim rizikom te upotrebu financijskih izvedenica poput valutnih ročnica, zamjena i opcija. Neutralizacijom navedenog rizika, poduzeće reducira izloženost fluktuaciji deviznih tečaja te smanjuje volatilnost novčanih tokova.

Kamatni rizik

Upravljanju kamatnim rizicima moguće je pristupiti na različite načine: kamatnim opcijama, terminskim ugovorima o kamatnoj stopi, kamatnim kopicama i sličnim izvedenicama; no ipak, jedan od najčešćih načina zaštite jesu kamatne zamjene koje zamjenjuju fluktuirajuće kamatne stope fiksnima.¹¹⁶ Da bi upravljala troškovima kamata, Grupa ulazi u kamatne zamjene kojima pristaje zamijeniti, u određenim intervalima, razliku između fiksne i varijabilne kamatne stope izračunate u odnosu na nominalni iznos glavnice.¹¹⁷

Cjenovni rizik

Uobičajeno upravljanje cjenovnim rizikom podrazumijeva korištenje terminskih ugovora i robnih opcija. Jedna od vrsta terminskih ugovora je unaprijedna prodaja kapaciteta kojima se hoteli i drugi smještajni objekti nastoje zaštititi od prečestih otkazivanja, a čime osiguravaju zadovoljavajuću cijenu vlastitih usluga. Međutim, s obzirom na specifičnost industrije gdje robu zamjenjuju usluge, cjenovnim rizikom moguće se zaštititi i daljnjim ulaganjima, povećavajući kvalitetu i osiguravajući zahvalniji omjer cijene i usluge. Za postizanje ciljanih razina cijena ključno je ulaganje u marketinške aktivnosti koje će kupce uvjeriti u njihovu kvalitetu i pozicionirati ih na razini iznad ili barem istoj kao i konkurenciju.

¹¹⁶ Orsag, S. (2006) *Izvedenice*. HUFA. str. 110.

¹¹⁷ Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group, str. 142.

Rizik kibernetičke sigurnosti

U svrhu zaštite od rizika kibernetičke sigurnosti od velike je važnosti ulagati u sustave zaštite od takvih rizika, educirati osoblje o sigurnosti podataka te kontinuirano testirati implementirane sustave kontrole. Grupa u svojim izvješćima navodi kako ulaže u odgovarajuću informacijsku tehnologiju i sustave u svrhu osiguranja najveće moguće operativne fleksibilnosti. Osim toga, primjenjuje razne sigurnosne mjere kako bi se održala visoka sigurnost osobnih podataka klijenata, a uspješno je implementirala i GDPR sustav koji dodatno osigurava zaštitu podataka.

Rizik sezonalnosti

Rizikom sezonalnosti u kontekstu promjene vremenskih prilika i izmjene toplih i kišnih dana tijekom sezone moguće je upravljati podizanjem smještajnih kapaciteta na višu razinu te pružajući turistima dodanu vrijednost tijekom njihovog boravka. Turizam se najčešće objašnjava kroz želju za suncem, morem i plažom, međutim, donoseći gostima nešto novo poput zabave, obrazovanja i ekologije, ono se usmjerava trendovima 21. stoljeća, a time i štiti od izostanka pružanja onog osnovnog. Osim toga, suradnjom s lokalnom zajednicom moguće je uključiti se u razne kulturno-umjetničke projekte, gastronomske, ali i društveno-odgovorne putem kojih Grupa stvara dodanu vrijednost za svoje goste.

Intelektualni rizik

Ključnu ulogu u sklopu upravljanja intelektualnim rizikom ima ulaganje u razvoj zaposlenika na svim razinama jer je, zbog prirode poslovanja svaka karika u lancu pružanja usluga od ključne važnosti za stvaranje pozitivne percepcije i zadovoljstva turista. Uzevši u obzir da je turizam visoko fluktuirajuća industrija s čestim promjenama zaposlenika zbog svog sezonskog karaktera, nužno je pridati više pozornosti potrebama zaposlenika. Osim toga, promjenom opće paradigme o zapošljavanju koja proizlazi iz promjena ponašanja mlađe generacije, nužna je prilagodba novim trendovima poput zdravog radnog okruženja, ravnoteže poslovnog i privatnog života i općeg zadovoljstva poslom. Visokom udjelu sezonalnih radnika moguće je pribjeći pružanjem nezamjenjivih i poželjnih uvjeta rada koji će stvoriti lojalne sezonske zaposlenike, a što će izravno utjecati na porast reputacije Grupe i daljnje privlačenje novih radnika.

Zakonski rizik

Upravljanje zakonskim rizicima ponajprije se temelji na razumijevanju zakonskih propisa, pravodobnom praćenju donošenja novih zakona te prepoznavanju pravnih prijetnji. Neriješenom pitanju o koncesiji u Republici Hrvatskoj, Grupa je odgovorila mirnim i

pravednim putem, nastavljajući plaćati dogovorenih 50 % koncesijskih naknada za svojih osam kampova i vršiti rezerviranja za preostalih 50 % sve do rješavanja ugovora o koncesiji. Osim toga, potrebno je pomno pratiti kretanja novih zakonodavnih mjera na kojima Vlada redovito radi i procjenjivati potencijalni utjecaj takvih kretanja.

Rizik neodgovarajuće marketinške komunikacije

S ciljem upravljanja rizikom neodgovarajuće marketinške komunikacije, Grupa će morati intenzivirati svoje marketinške napore kako bi identificirala nove trendove i postala komunikacijski i tehnološki bliža generacijama koje su na takvom fenomenu odrasla. Primjer toga je pojava novih društvenih mreža poput TikToka, Snapchata i već etabliranog i poznatog Instagrama aktualnih među generacijom Z koji čine budućnost turističke potražnje. Jedino na taj način eliminirat će moguće gubitke ako je nove generacije ne prepoznaju kao smislenu marku sposobnu ostvariti interakciju i razmijeniti informacije njihovim specifičnim jezikom.

Rizik nejasne dugoročne strategije

Upravljanju rizikom nejasne dugoročne strategije vrlo je jednostavno pristupiti. Potrebe za revidiranjem usvojenih strategija prethode mogućim mjerama i promjenama koje bi Grupa potencijalno mogla donijeti. Osim toga, bitno je preispitati profitabilnosti pojedinih segmenata i odabrati potencijalno najprofitabilnije. Moguće alternative su i podizanje razine kvalitete objekata, ali i njihova prodaja. Na taj način, Grupa bi neutralizirala rizik i eliminirala moguće povećanje troškova, odnosno smanjenje zarada.

5. Zaključak

Usljed povećanja dinamičnosti poslovnog svijeta i okoline poslovanja, sve veći broj organizacija nastoji integrirati sustav upravljanja rizicima u svoju organizacijsku kulturu i upravljačke sustave. Upravljanje rizicima važan je aspekt učinkovitog sustava korporativnog upravljanja, a značaj istog posebice je naglašen u vremenu gospodarske krize jer je dokazano da poduzeća koja upravljaju rizicima imaju manju vjerojatnost financijskih problema i stečaja. Takav scenarij posebice je vidljiv danas u vrijeme COVID-19 pandemije koja je znatno oslabila svjetsko gospodarstvo, a posebice turističku industriju.

U kontekstu navedenih trendova, cilj ovog rada bio je na osnovu temeljite analize identificirati i kvantificirati strateške, financijske i operativne rizike vezane uz poslovanje Arena Hospitality Group i odrediti koji rizici imaju značajan utjecaj na vrijednost poduzeća te kako zaštititi poduzeće od tih rizika.

Provedena analiza vanjskog okruženja poduzeća pokazala je znatniju osjetljivost turističke industrije u odnosu na pravne, ekonomske i ekološke čimbenike. Česte izmjene zakona koje se nerijetko vežu uz turističku industriju, ali i neutvrđene regulative u obliku koncesija predstavljaju prijetnju Grupi namećući važnost agilnosti. S obzirom na osobinu turizma kao luksuznog dobra, ekonomski čimbenici glavni su pokretači, a narušeni izravno utječu na prihode. Bitno je istaknuti pozornost koja se sve više posvećuje ekološkim čimbenicima zahtijevajući da poduzeća kroz kreiranje politika uključe i *Društveno odgovorno poslovanje*.

Turistička industrija zrela je i heterogena s visokim intenzitetom rivaliteta. Pored velikog broja konkurenata vodećih turističkih kompanija, dodatnu brigu zadaje i porast kapaciteta u privatnom smještaju. Međutim, opasnost ulaska velikih konkurenata, tj. onih koji mogu konkurirati svojom veličinom, sveobuhvatnom ponudom, luksuznim uslugama i naglaskom na *high-end* segment potrošača puno je manja čineći tržišnu poziciju Grupe sigurnom.

Iako je broj konkurenata sam po sebi velik, visoke stope industrije omogućavaju korporativni rast poduzeća. Prema tome, stupanj intenziteta konkurencije srednje je razine te se kreće prema višoj zbog čega će u budućnosti biti potrebno snažnije diferencirati svoj proizvod čemu se Arena Hospitality Group već prilagodila svojim ulagačkim aktivnostima.

Financijska analiza pokazala je jedno od najekonomičnijih poslovanja među turističkim kompanijama te se može zaključiti da je poduzeće financijski uspješno i stabilno, ali je potrebno pratiti pokazatelje koji pokazuju značajnija odstupanja od poželjnih vrijednosti. Usljed intenzivnih investicijskih aktivnosti koje su karakteristične za turizam, Grupa se zadužuje po

izrazito zahvalnim kamatama, te pokazuje dugoročan rast uspješnim inozemnim i tuzemnim akvizicijama.

Usprkos svim obećavajućim pokazateljima poslovanja, Grupa se nije uspjela obraniti od pojave, dokazano, najtežeg rizika u posljednjih desetak godina, virusa COVID-19. Prognozirajući slobodne novčane tokove poduzeća, 2020. godina zasigurno će stvoriti velike gubitke koji nisu ostali zanemareni ni u procjeni *pro forme* izvještaja.

Analizom poslovanja poduzeća Arena Hospitality Group identificirano je šesnaest poslovnih rizika koje bi poduzeće trebalo kontrolirati i njima upravljati osiguravajući sigurnost vlastitog poslovanja. Iako bi povećani broj od čak šesnaest rizika dao naslutiti da poduzeće posluje u visoko rizičnoj industriji i ne upravlja vlastitim rizicima na adekvatan način, većina rizika nalazi se u trećem i četvrtom kvadrantu koji zahtijevaju tek minimalno kontroliranje i upravljanje. Osim toga, Grupa je u svom poslovanju implementirala upravljanje rizicima izvještavajući o njima u godišnjim izvješćima što predstavlja temelj za doneseni zaključak. Poslovanje Grupe je obećavajuće te se kreće u skladu s rastom industrije, no mogući veći poremećaji mogli bi porazno utjecati na njezino poslovanje. Takvi rizici nalaze se u prvom i drugom kvadrantu i predstavljaju strateške rizike, a to su kamatni rizik, rizik nejasne dugoročne strategije, tehnološki rizik, rizik sezonalnosti, ekološki rizik u obliku održivog poslovanja i rizik ekspanzije na nove destinacije. Grupa bi takvim rizicima trebala upravljati strateško te im dati visok prioritet. Ipak, onim rizicima čija vjerojatnost nastupanja nije velika, poduzeće bi trebalo kontinuirano vršiti nadzor.

U suštini, važnost integriranog upravljanja rizicima ogleda se u njegovoj kontinuiranosti kojom identifikacija, kvantifikacija i analogno njihov nadzor predstavlja neprekinutu petlju. Promjenjivost okoline, ali i poslovanje samog poduzeća zahtjeva opetovanje navedenog procesa tijekom cijelog života svakog poduzeća.

Ovaj diplomski rad pruža doprinos aktualnoj temi poslovanja turističkih kompanija uslijed pojave COVID-19 virusa povezanog s integriranim upravljanjem rizicima, a koji bi mogao poslužiti za bolje razumijevanje krhkosti takve industrije u današnjem dinamičnom okruženju.

Literatura

1. Arenaturist d.d. (2012) *Godišnje izvješće 2011*. Pula. Arenaturist.
2. Arena Hospitality Group d.d. (2020) *Godišnje izvješće 2019*. Pula. Arena Hospitality Group.
3. Arena Hospitality Group d.d. (2019) *Godišnje izvješće 2018*. Pula. Arena Hospitality Group.
4. Arena Hospitality Group d.d. (2018) *Godišnje izvješće 2017*. Pula. Arena Hospitality Group.
5. Arena Hospitality Group d.d. (2017) *Godišnje izvješće 2016*. Pula. Arena Hospitality Group.
6. Arena Hospitality Group d.d. (2016) *Godišnje izvješće 2015*. Pula. Arena Hospitality Group.
7. Arena Hospitality Group. Preuzeto s: <https://www.arenahospitalitygroup.com/hr>. [10. srpnja 2020.]
8. Austrija - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica
9. Bartoluci, M., Čavlek, N., Kesar, O. (2011) *Turizam - Ekonomske osnove i organizacijski sustav*. Zagreb: Školska knjiga.
10. Bartram, S. M. (2000) *Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation*. Financial Markets, Institutions & Instruments, 9(5).
11. BCG. What Is the Growth Share Matrix? Preuzeto s: <https://www.bcg.com/about/our-history/growth-share-matrix>. [5. srpnja 2020.]
12. Belak, V. (2014) *Menadžment u teoriji i praksi*. Zagreb: Belak excellens.
13. biz.plavalaguna.hr. Preuzeto s: <http://biz.plavalaguna.hr/hr/o-nama>. [5. kolovoza 2020.]
14. Brigham, E. F. i Ehrhardt, M. C. (2005) *Financial Management: Theory and Practice. 11th ed.* Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation.
15. COSO (2004) *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* (Executive Summary). Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Dostupno na: <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary.pdf>. [15. srpnja 2020.]
16. Češka - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica
17. Darlington A., Grout S., Whitworth J. (2001) *How Safe is Safe Enough? An introduction to Risk Management, The Staple Inn Actuarial Society*. Preuzeto s:

- <https://www.yumpu.com/en/document/read/32324428/how-safe-is-safe-enough-an-introduction-to-risk-management->. [15. srpnja 2020.]
18. Državni zavod za statistiku. Preuzeto s: https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2019/07-01-02_01_2019.htm. [22. srpnja 2020.]
19. Ekonomski institut, Zagreb. Preuzeto s: <https://www.eizg.hr/indeksi-168/ifis-indeks/172>. [22. srpnja 2020.]
20. europa.eu. Preuzeto s: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries_hr. [13. srpnja 2020.]
21. europa.eu. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Population_structure_and_ageing/hr. [22. srpnja 2020.]
22. europa.eu. https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=demo_pjanind&lang=en. [22. srpnja 2020.]
23. europa.eu. Preuzeto s.: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00114&language=en>. [22. srpnja 2020.]
24. Eurostat. Preuzeto s: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Population_structure_and_ageing. [22. srpnja 2020.]
25. Fiskalna politika RH. Preuzeto s: <file:///C:/Users/Josipa/Downloads/prezentacija-ppv-rh-i-ministra-financija-mari-a-fiskalna-politika-rh.pdf>. [21. srpnja 2020.]
26. Fućkan, Š. & Sabol, A. (2015) *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: HUM NAKLADA d.o.o.
27. *GDP*, Svjetska banka. Preuzeto s: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKT.P.CD?locations=HR>. [20. srpnja 2020.]
28. *GDP per Capita*, Svjetska Banka. Preuzeto s: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?locations=HR>. [21. srpnja 2020.]
29. Grant, R. M. (2016), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*. John Wiley & Sons.
30. Hendija, Z., Kesar, O., Bučar, J. (2020) *Osnovni podaci o turizmu u svijetu i Hrvatskoj u 2018. godini*. Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet.
31. HNB. Preuzeto s: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi>. [22. srpnja 2020.]

32. HNB. Preuzeto s: https://www.hnb.hr/documents/20182/2846539/hMKP_06.pdf. [22. srpnja 2020.]
33. HNB. Preuzeto s: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>. [22. srpnja 2020.]
34. HNB. Preuzeto s: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>. [22. srpnja 2020.]
35. Horwath HTL (2019.) How to encourage sustainable tourism? A short guide for international donors. Industry report. Dostupno na: https://cdn.horwathhtl.com/wp-content/uploads/sites/2/2019/05/Industry-Report_Sustainable-Tourism.pdf. [7. kolovoza 2020.]
36. Hrvatska turistička zajednica. Preuzeto s: https://htz.hr/sites/default/files/2020-02/Njema%C4%8Cka_profil_2019.pdf. [22. srpnja 2020.]
37. Italija - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica
38. Javna ustanova za upravljanje zaštićenim dijelovima prirode na području Koprivničko-križevačke županije. Preuzeto s: <https://www.zastita-prirode-kckzz.hr/ekoloska-mreza>. [5. kolovoza 2020.]
39. Lider. Preuzeto s: <https://lider.media/poslovna-scena/hrvatska/hrvatska-usla-u-erm-ii-uvodimo-euro-za-najmanje-dvije-godine-po-tečaju-7-53-132350>. [22. srpnja 2020.]
40. Marshall E. Blume (1975) *Betas and Their Regression Tendencies*, Journal of Finance.
41. Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija.
42. Miloš Sprčić, D., Mešin Žagar, M., Šević, Ž., Marc, M. (2016) *Does Enterprise Risk Management Influence Market Value – A Long-Term Perspective*, Risk Management. 18 (2-3).
43. Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet.
44. Miloš Sprčić, D., Puškar, J. & Zec, I. (2019) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima – Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu.
45. Mjere aktivne politike zapošljavanja iz nadležnosti Hrvatskoga zavoda za zapošljavanje - Uvjeti i načini korištenja sredstava za provođenje mjera u 2019. godini (2019). Hrvatski zavod za zapošljavanje
46. Mjesečni statistički bilten, lipanj 2019., Hrvatski zavod za zapošljavanje
47. Mjesečni statistički bilten, listopad 2019., Hrvatski zavod za zapošljavanje

48. Može li hrvatski turizam 365? Preuzeto s: <http://www.turizam365.com/>. [22. srpnja 2020.]
49. Narodne novine. Preuzeto s: <https://narodne-novine.nn.hr/search.aspx?upit=izmjene+i+dopune+op%c4%87eg+poreznog+zakona&naslovi=da&sortiraj=1&kategorija=1&rpp=10&qtype=3&pretraga=da>. [5. kolovoza 2020.]
50. Njemačka - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica
51. Nyu.edu. Preuzeto s: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. [20. kolovoza 2020.]
52. Orsag, S. (2006) *Izvedenice*. HUFA.
53. Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: LDK tiskara.
54. Orsag, S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest.
55. Pfeifer, S. (2010) Metode i tehnike analize okoline: Povezivanje analize eksternih i internih faktora (SWOT). U: Buble, M., ur., *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija.
56. Porter, M. E. (2008) The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 86(1).
57. Porter, M.E. (1998), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. The Free Press, New York.
58. Regionalni indeks konkurentnosti Hrvatske 2013, Nacionalno vijeće za konkurentnost
59. Republika Hrvatska: Ministarstvo turizma i sporta. Preuzeto s: <https://mint.gov.hr/vijesti/usvojen-paket-turistickih-zakona/19115>. [5. kolovoza 2020.]
60. Republika Hrvatska: Ministarstvo turizma i sporta. Preuzeto s: <https://mint.gov.hr/vijesti/prvog-kolovoza-u-dubrovniku-vise-od-devet-tisuca-turista/21558>. [7. kolovoza 2020.]
61. Sektorske analize – Turizam, studeni 2019., Ekonomski institut Zagreb
62. Slovenija - Profil emitivnog tržišta - izdanje 2018., Hrvatska turistička zajednica
63. Stavovi i potrošnja turista u Hrvatskoj - Tomas ljeta 2017, Institut za turizam.
64. Stavovi i potrošnja turista u Hrvatskoj - Tomas ljeta 2017, Institut za turizam.
65. The Global Competitiveness Report 2019, World Economic Forum
66. Tipurić, D. (2010) Alternativne strategije: Generičke poslovne strategije. U: Buble, M., ur., *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija.
67. Tourism Megatrends - 10 things you need to know about the future of Tourism 2015, Horwath HTL

68. tportal.hr. Preuzeto s: <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/valamar-dogurao-do-brojke-od-7000-zaposlenih-pogledajte-kako-ce-im-se-kompanija-oduziti-za-uspjesno-odraden-prvi-dio-sezone-foto-20190726>. [7. kolovoza 2020.]
69. transparency.hr. Preuzeto s: <https://www.transparency.hr/hr/clanak/indeks-percepcije-korupcije-2019-47-bodova-63.mjesto/792>. [5. kolovoza 2020.]
70. treasurers.org. Preuzeto s: <https://www.treasurers.org/hub/treasurer-magazine/germany-and-luxembourg-‘havens-corporate-tax-dodging>. [5. kolovoza 2020.]
71. Trading Economics. Preuzeto s: <https://tradingeconomics.com/croatia/population>. [22. srpnja 2020.]
72. Turizam u brojkama 2018., Hrvatska turistička zajednica
73. United Nations Development Program, Human Development Reports. Preuzeto s: <http://hdr.undp.org/en/data>. [22. srpnja 2020.]
74. Valamar-riviera.com. Preuzeto s: <https://valamar-riviera.com/hr/brendovi-i-portfelj/>. [5. kolovoza 2020.]
75. waqi. Svjetsko onečišćenje zraka: Indeks kvalitete zraka u stvarnom vremenu. Preuzeto s: <https://waqi.info/hr/#/c/42.029/10.593/4.5z>. [5. kolovoza 2020.]
76. *World Economic Outlook (April 2020)*, IMF. Preuzeto s: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/HRV. [20. srpnja 2020.]
77. worldometer. Preuzeto s: https://www.worldometers.info/coronavirus/?utm_campaign=homeAdvegas1. [5. kolovoza 2020.]
78. XE. Preuzeto s: <https://www.xe.com/currencycharts/?from=EUR&to=HRK&view=10Y>. [22. srpnja 2020.]

Popis tablica

Tablica 1.: Pregled razina i pripadajućih značajnosti rizika	5
Tablica 2.: Pregled razina i pripadajućih vjerojatnosti rizika	6
Tablica 3.: Primjeri PESTLE čimbenika	9
Tablica 4.: Moguća pitanja prilikom identifikacije SWOT matrice	17
Tablica 5.: Rezultati poslovanja segmenata Grupe u 2019. godini	28
Tablica 6.: Glavni sektorski pokazatelji	44
Tablica 7.: Odabrani pokazatelji najvećih trgovačkih društava prema prihodima u 2018. godini	45
Tablica 8.: Ponuda smještajnih objekata triju vodećih društava strateške grupe	49
Tablica 9.: Skraćeni oblik bilance za razdoblje 2015. – 2019.	62
Tablica 10.: Skraćeni oblik računa dobiti i gubitka za razdoblje 2015. – 2019.	63
Tablica 11.: Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Arena Hospitality Group	64
Tablica 12.: Pokazatelji poluge 2015. – 2019.	66
Tablica 13.: Pokazatelji likvidnosti 2015. – 2019.	67
Tablica 14.: Pokazatelji aktivnosti 2015. – 2019.	68
Tablica 15.: Pokazatelji profitabilnosti 2015. – 2019.	68
Tablica 16.: Pokazatelji investiranja 2015. – 2019.	69
Tablica 17.: SWOT analiza	70
Tablica 19.: <i>Pro forma</i> Računa dobiti i gubitka	72
Tablica 21.: <i>Pro forma</i> Bilance	73
Tablica 22.: Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala	74
Tablica 23.: Izračun beta koeficijenta	75
Tablica 24.: Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća	76
Tablica 25.: Izračun ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća	76
Tablica 26.: Procijenjena vrijednost poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeća	77
Tablica 25.: Pregled razina i pripadajućih značajnosti rizika	78
Tablica 26.: Pregled razina i pripadajućih vjerojatnosti rizika	78
Tablica 27.: Kvantifikacija nastupa rizika gubitka kupaca	85
Tablica 28.: Kvantifikacija nastupa rizika brzo mijenjajućih turističkih trendova	85
Tablica 29.: Kvantifikacija nastupa rizika nastavka COVID-19 pandemije	86
Tablica 30.: Kvantifikacija nastupa ekološkog rizika	86
Tablica 31.: Kvantifikacija nastupa tehnološkog rizika	87
Tablica 32.: Kvantifikacija nastupa rizika ekspanzije na nove destinacije	87
Tablica 33.: Kvantifikacija nastupa reputacijskog rizika	88
Tablica 32.: Kvantifikacija nastupa kamatnog rizika	88
Tablica 34.: Kvantifikacija nastupa cjenovnog rizika	89
Tablica 35.: Kvantifikacija nastupa rizika kibernetičke sigurnosti	89
Tablica 36.: Kvantifikacija nastupa intelektualnog rizika	90
Tablica 37.: Kvantifikacija nastupa zakonskog rizika	90
Tablica 38.: Kvantifikacija nastupa rizika neodgovarajuće marketinške komunikacije	91

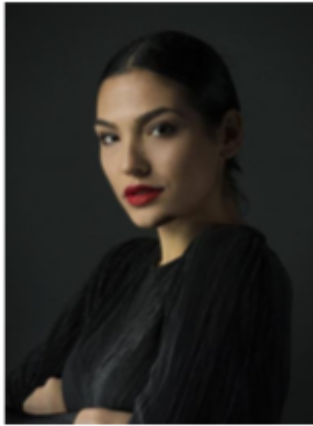
Tablica 39.: Pregled pripadajućih rizika s pripadajućom vjerojatnosti i značajnosti	91
---	----

Popis grafikona

Grafikon 1.: Dolasci stranih i domaćih turista u Hrvatsku, mjesečno za 2018. i 2019. godinu	25
Grafikon 2.: Noćenja stranih i domaćih turista u Hrvatsku, mjesečno za 2018. i 2019. godinu	25
Grafikon 3.: BDP po stanovniku u Republici Hrvatskoj u razdoblju 2000.-2019. (EUR)	34
Grafikon 4.: Saldo migracije stanovništva Republike Hrvatske u razdoblju 2009.-2018.	36
Grafikon 5.: Dolasci stranih i domaćih turista u Hrvatsku u razdoblju 2012.–2019.	43
Grafikon 6.: Prihodi od turizma u razdoblju 2013.-2019. (mil. EUR)	44
Grafikon 7.: Poslovni rezultati pet najvećih turističkih društava prema prihodima u 2019. godini.....	45
Grafikon 7.: Kretanje tržišne koncentracije (desno) i prihoda (lijevo) deset vodećih društava turističkog sektora u razdoblju 2013.-2018.	47
Grafikon 9.: Usporedba segmenata poslovanja prema popunjenosti i prosječnoj cijeni u 2019. godini.....	52
Grafikon 10.: BCG matrica po segmentima poslovanja.....	53
Grafikon 11.: Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Arena Hospitality Group.....	64
Grafikon 12.: Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Arena Hospitality Group	65

Popis slika

Slika 1.: Mapa rizika.....	6
Slika 2.: Porterov model pet konkurentskih sila.....	10
Slika 3.: Faze životnog vijeka industrije	12
Slika 4.: BCG matrica.....	13
Slika 5.: Generičke konkurentске strategije	14
Slika 6.: Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja korištenih u radu	16
Slika 7.: Pregled poslovanja destinacija	31
Slika 8.: Geografski položaj smještajnih objekata četiriju vodećih društava u industriji u Republici Hrvatskoj ..	48
Slika 9.: Mapa rizika poduzeća Arena Hospitality Group.....	92



Julija Puškar

EDUCATION

Faculty of Economics and Business Zagreb, University of Zagreb
Integrated Bachelor and Master Degree Oct 2015 – Sep 2020
Selected module Analysis and Business Planning

Karlovac Secondary Music School
Piano Sep 2012 – June 2015

Jastrebarsko Secondary School
Grammar School Sep 2011 – June 2015

Willing to learn more practical experience through new internships and opportunities.

Address: A. G. Matoša 8,
10 450 Jastrebarsko

t: +385994002855
e: julija.puskar@gmail.com

AWARDS

Lumen Business 2020

1st place – Developing a complete banking solution for PBZ bank by creating new channels that raise financial literacy, designing new products/services and defining marketing activities to gain new costumers.

Lumen Business 2020

1st place – Conducting comprehensive market research and devising an omnichannel marketing strategy for the Acne campaign, L'Oreal.

Styria SCOOOL Academy 2019

1st place – Most points scored by the choice of the lecturers, the expert jury on the presentations of the project solution and on the job shadowing part of the program.

Case Study Competition 2018

2nd place – Developing a marketing strategy to increase the sales and product awareness of Samsung's premium air conditioning units "Wind of Change" on the Croatian market.

PROFESSIONAL EXPERIENCE

Student Assistant at the Department of Managerial Economics,
FEB, Zagreb Feb 2017 – Present

- Assisting professors in providing quality materials and lectures to students
- Helping students in difficulties with the curriculum, reviewing exams and class materials

Job Shadowing – Poslovni dnevnik (*poslovni.hr*),
Styria, Zagreb Feb 2019 – Dec 2019

- Writing articles related to finance and the economy in Croatia and the world

Work & Travel Program – Oakland House Restaurant
Brooksville, Maine, USA Jun 2019 – Sep 2019

- Customer service in restaurant, processing orders, resolving complaints
- Cash handling and end of day revenue reconciliation and applicable paperwork

Deloitte, Croatia
Financial Advisory Intern Nov 2018 – Jun 2019

- Support in financial analysis and reports drafting
- Assistance in due diligence projects for the purposes of M&A

Student Association eSTUDENT, Team Starter
Team Coordinator Jun 2018 – Jun 2019

- Leading and coordinating a team of 6 members
- Problem areas detection and strategy design thinking for future of eSTUDENT

Team Leader Jun 2017 – Jun 2018

- Organizing networking events (*Business Matchmaker* and *Career Speed Dating*)
- Forwarding job offers to students through an email marketing platform

Team Member Oct 2016 – Jun 2017

- Organizing conferences, workshops and visits for students in enterprises in relation to their profession
- Managing a blog which, through relevant topics, informs students about the employment process, CV writing and related topics

Student Association AIESEC
Business Developer Feb 2017 – Oct 2017

- Contacting and arranging meetings with companies, government bodies and NGOs to provide funding and support for AIESEC project

PUBLICATIONS

2019 – Co-author and co-editor:
*Application of Enterprise Risk
Management – A Collection of
Business Case Studies*

2018 – Co-author: *Evolving Crisis
Management – Current jobs and
required employee's skills and
characteristics required*

Languages

- Croatian – *Native*
 - English – *Proficient*
 - Russian – *Advanced*
 - Italian – *Pre-intermediate*
 - German – *Pre-intermediate*
 - Chinese – *Pre-intermediate*
-

IT Skills

Microsoft Office Package
Google Apps
Trello
MailChimp
Canva

PERSONAL SKILLS AND COMPETENCES

COMMUNICATIONAL AND PRESENTATIONAL SKILLS

Good communicational and presentational skills gained through student associations involvement, involvement in student choir and theatre and various student jobs.

ORGANIZATIONAL SKILLS

Organizational skills further developed through individual work, team assignments and working in associations.

OTHER INTERESTS AND ACTIVITIES

- Conferences and Seminars (*TEDx, Leap Summit, OFEL*)
- Singing in the Student Choir *Sonus Oeconomicus*
- Playing piano and violin
- Modeling and acting