

PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA PODUZEĆE MAISTRA D.D.

Vižintin, Fran

Master's thesis / Diplomski rad

2021

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:757471>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-11**



Repository / Repozitorij:

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



Fran Vižintin

**PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA
PODUZEĆE MAISTRA D.D.**

DIPLOMSKI RAD

Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet - Zagreb

Kolegij : Upravljanje rizicima
Mentor : prof.dr.sc. Danijela Miloš Sprčić
Broj indeksa autora: 35350RIS

Zagreb, siječanj, 2021.

Sažetak

Metoda rizičnih novčanih tokova koristan je alat koji može pomoći u analizi i upravljanju rizicima poduzeća. Ovaj će diplomski rad teoretski opisati neke od metoda koje se koriste u integriranom upravljanju rizicima te zatim navedene metode praktično primijeniti u analizi poduzeća Maistra d.d., Rovinj. Uvid u Društvo te njegova vrijednost procijenjena metodom diskontiranih novčanih tokova ukazuje na potencijal za stabilno dugoročno poslovanje, unatoč trenutnim izazovima uzrokovanim pandemijom koronavirusa. Analiza osjetljivosti i scenarija identificirala je ključne rizike koji prijete Društvu te su predložene mjere upravljanja istima. Iako je nužan stalni nadzor rizika, rad zaključuje kako Maistra d.d. efikasno upravlja rizicima na koje može preventivno djelovati.

Ključne riječi: rizični novčani tok, integrirano upravljanje rizicima, diskontirani novčani tokovi, analiza poduzeća, financijska analiza.

Summary

Cash Flow at Risk (CFaR) method is a useful tool that can help in analyzing and managing company risks. This thesis will theoretically describe some of the methods used in enterprise risk management and then apply these methods in the analysis of the company Maistra d.d., Rovinj. Insight into the company and its value estimated using the Discounted Cash Flow (DCF) method indicates the potential for stable long-term operations, despite the current challenges caused by the coronavirus pandemic. Sensitivity and scenario analysis identified key risks that threaten the firm and proposed measures to manage them. Although constant risk monitoring is necessary, the paper concludes that Maistra d.d. efficiently manages preventable risks.

Keywords: cash flow at risk, enterprise risk management, discounted cash flows, company analysis, financial analysis.

Ime i prezime studenta/ice

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je _____

(vrsta 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 rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student/ica:

U Zagrebu, _____

(potpis)

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja	1
1.3. Sadržaj i struktura rada	2
2. UVOD U INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA.....	3
2.1. Značenje integriranog upravljanja rizicima	3
2.1.1. Rizik i integrirano upravljanje rizikom	3
2.1.2. Odnos integriranog i tradicionalnog upravljanja rizicima.....	5
2.2. Izvođenje analize vanjskog okruženja i industrije.....	9
2.2.1. Pregled vanjskog okruženja putem PESTLE analize	9
2.2.2. Analiza životnog vijeka industrije.....	11
2.2.3. Porterov model pet sila.....	13
2.3. Analiza poduzeća.....	16
2.3.1. Konkurentna strategija.....	16
2.3.2. Vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvješća	18
2.3.3. Upotreba SWOT analize	19
2.4. Subjektivna procjena rizika	20
3. KONCEPT DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA I KVANTIFIKACIJA RIZIKA	
22	
3.1. Procjena vrijednosti poduzeća putem diskontiranih novčanih tokova	22
3.1.1. Prosječni ponderirani trošak kapitala	22
3.1.2. Koraci metode diskontiranih novčanih tokova.....	25
3.1.3. Slobodni novčani tokovi i fundamentalna vrijednost poduzeća.....	26
3.2. Kvantifikacija i donošenje odluke o upravljanju rizicima.....	29
3.2.1. Rizični novčani tok.....	29

3.2.2.	Analiza osjetljivosti i scenarija	31
3.2.3.	Kvantifikacija i rangiranje u mapu rizika.....	32
3.2.4.	Odluke o upravljanju rizicima.....	33
4.	ISTRAŽIVANJE – PROCJENA VRIJEDNOSTI METODOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA TE KVANTIFIKACIJA I UPRAVLJANJE RIZICIMA ZA PODUZEĆE MAISTRA D.D.	35
4.1.	Ciljevi i metodologija istraživanja.....	35
4.2.	Analiza vanjskog okruženja i industrije	35
4.2.1.	Analiza vanjskog okruženja	35
4.2.2.	Analiza industrije	39
4.3.	Analiza poduzeća.....	42
4.3.1.	Općenito o poduzeću Maistra d.d.....	42
4.3.2.	Analiza konkurentne strategije Maistre d.d.	43
4.3.3.	Analiza financijskih izvještaja	44
4.3.4.	SWOT analiza	54
4.4.	Procjena vrijednosti poduzeća Maistra d.d. metodom diskontiranih novčanih tokova 57	
4.4.1.	Izrada <i>pro forma</i> financijskih izvještaja.....	57
4.4.2.	Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala.....	61
4.4.3.	Procjena slobodnih novčanih tokova poduzeća Maistra d.d.	63
4.4.4.	Izračun fundamentalne vrijednosti poduzeća Maistra d.d.....	65
4.5.	Identifikacija, kvantifikacija i upravljanje rizicima na primjeru poduzeća Maistra d.d. 66	
4.5.1.	Identifikacija rizika	66
4.5.2.	Kvantifikacija rizika metodom rizičnih novčanih tokova i rangiranje rizika.....	70
4.5.3.	Određivanje strategije i mjera upravljanja rizicima	75
4.6.	Rezultati i implikacije istraživanja	78
5.	Zaključak.....	79

LITERATURA.....	81
POPIS TABLICA.....	88
POPIS ILUSTRACIJA.....	89

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Predmet ovog diplomskog rada jest prikaz postupka utvrđivanja i analize rizične vrijednosti dioničkog društva Maistra d.d. Rizična se vrijednost poduzeća nastoji izračunati pomoću metode rizičnih novčanih tokova (engl. *Cash-Flow-at-Risk*, CFaR) koja omogućuje simulaciju novčanih tokova poduzeća za procjenu vjerojatnosti nastupanja financijskih poteškoća ili stečaja u duljem vremenskom razdoblju.

Cilj prvenstveno uključuje procjenu budućih novčanih tokova jedne od najuspješnijih hotelskih grupacija u Hrvatskoj, ali i analizu cjelokupne industrije i vanjskog okruženja, poslovnu analizu dioničkog društva, prepoznavanje ključnih poslovnih rizika te utvrđivanje diskontne stope i vrijednosti poduzeća Maistra d.d.

Relevantnost ovoga rada ogleda se u nezavidnom položaju hrvatskog turizma nastalom uslijed epidemije koronavirusa. Očekivani stručni doprinos razvidan je u detaljnoj analizi čimbenika koji utječu na rizične novčane tokove i vrijednost hotelskog poduzeća Maistra d.d., te mjerema upravljanja prepoznatim rizičnim čimbenicima u kriznim vremenima kako bi se očuvala intrinzična vrijednost poduzeća.

1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja

Teorijsku podlogu ovoga rada čine znanstveni članci, knjige i publikacije stranih i domaćih stručnjaka za procjenu vrijednosti poduzeća i poslovne rizike. Neke od korištenih metoda su PESTLE analiza - političke, ekonomske, socijalno-društvene, tehnološke i legislativne silnice koje bi mogle imati utjecaj na poslovanje poduzeća. Analiza životnog vijeka industrije je također koristan alat kojim se nastoji utvrditi faza u kojoj se određena industrija nalazi. Porterov model pet sila promatra pet čimbenika: pregovaračku moć kupaca, pregovaračku moć dobavljača, stanje među konkurentima, opasnost od zamjenjivih proizvoda i usluga te opasnost

od ulaska novih konkurenata. SWOT analiza komprimirat će snage i slabosti (iz unutarnjeg okruženja) te prilike i prijetnje (iz okoline) na koje bi poduzeće moglo utjecati.

Kao izvor podataka za analizu i procjenu poduzeća te očekivanih novčanih tokova primarno su korišteni javno dostupni financijski izvještaji društva Maistra d.d. (2020c, 2020d) i Grupe Adris d.d. (2020), kao i ostali izvještaji, službene mrežne stranice i publikacije Društva i grupacije Adris d.d. Rad se temelji na metodi diskontiranih novčanih tokova, odnosno na prognozi budućih novčanih tokova procjenjivanog poduzeća koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost. Kvantitativna procjena rizika prvenstveno će se provoditi pomoću metode rizičnih novčanih tokova (CFaR) koja simulira novčane tokove poduzeća u slučaju financijskih poteškoća.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad je organiziran u pet poglavlja, uz dodatke na kraju. Uvod izlaže ciljeve i korištene metode, kao i strukturu rada. Drugo poglavlje započinje sa značenjem i položajem integriranog upravljanja rizicima, a nastavlja s ključnim teorijskim metodama analize vanjskog okruženja i industrije. Iduće potpoglavlje upoznaje čitatelja sa vrstama analize poduzeća, konkurentskim strategijama, financijskom te SWOT analizom. Subjektivna procjena rizika zaključuje drugo poglavlje. Treće poglavlje također pruža teorijski okvir za razradu istraživanja u nastavku rada. Ono opisuje karakteristike i postupke procjene vrijednosti poduzeća putem diskontiranih novčanih tokova, ali i opisuje značenje dobivenog rezultata. Nadalje, izlažu se spoznaje o analizi osjetljivosti i scenarija, kao bitnim alatima u kvantifikaciji rizika, te se objašnjava mapa rizika te proces donošenja odluke o upravljanju rizicima. Četvrto, istraživačko poglavlje započinje s izlaganjem o stanju gospodarstva, a proširuje s pregledom konkurencije. Rad se nastavlja s analizom konkurentskih atributa poduzeća te vertikalnom i horizontalnom analizom financijskih izvješća, pro forma izvještajima Maistre d.d. te troškom kapitala kojeg se koristi kao diskontnu stopu pri procjeni vrijednosti. Iduće se potpoglavlje fokusira na rizike kojima je izložena Maistra d.d. Relevantni rizici će se metodom rizičnih novčanih tokova kvantificirati, odredit će se njihov rang u mapi rizika kroz određivanje pripadajućih značajnosti i vjerojatnosti za poslovanje, a zaključno će biti predložene strategija i mjere upravljanja istima. Peto poglavlje predstavlja zaključak diplomskog rada.

2. UVOD U INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA

2.1. Značenje integriranog upravljanja rizicima

2.1.1. Rizik i integrirano upravljanje rizikom

Rizik se općenito može opisati kao vjerojatnost nastanka događaja koji će ostaviti negativne posljedice. Iz perspektive poslovnih rizika, rizik se uzima kao vjerojatnost nastupanja određenih događaja koji će imati negativne učinke na vrijednost očekivanih zarada, novčanih tokova i vrijednost poduzeća, odnosno koji će ugroziti poslovne ciljeve (Miloš Sprčić, 2013). Autorica nastavlja s ključnom razlikom između rizika i neizvjesnosti, koja je upravo u poznavanju distribucije vjerojatnosti kod rizika i nepoznavanja kod neizvjesnosti, stoga je rizik ustvari neizvjesnost koja se može kvantificirati. Porter (1985: 476) definira rizik kao funkciju koja pokazuje koliko će se poslovna strategija poduzeća pokazati neadekvatnom u slučaju neželjenog scenarija. Fraser i Simkins (2010) tvrde kako rizik može predstavljati opasnost od gubitka opipljive imovine, ali i opasnost od opadanja gotovo najbitnije neopipljive – reputacije.

Rizik ne predstavlja samo opasnost već i priliku. U poslovanju, tvrde Andersen et al (2014), ne postoji prilika bez opasnosti ili prijetnje. Dok određena poimanja pod rizik obuhvaćaju isključivo negativne scenarije, druge definicije uključuju svu moguću varijabilnost u rizik. Tako Damodaran (2008) navodi da je inženjerska definicija rizika produkt između vjerojatnosti izbijanja nekog događaja i procjene potencijalne štete uzrokovane tim događajem, pa se rizik promatra kao negativna pojava. S druge pak strane, u financijama se rizik definira u okvirima varijabilnosti stvarnih oko očekivanih povrata na investiciju, čak i kada su ti povrati pozitivne vrijednosti. Andersen i Shroder (2010) napominju kako isprobavanje inovativnih i disruptivnih ideja organizaciji može pomoći uvidjeti nove prilike. Mogućnosti pozitivnog i negativnog ishoda dane situacije označuje dualnost rizika (Damodaran, 2008). Rizik se može promatrati u terminima izvora, potencijalnih događaja ili uzroka, njihovih posljedica te vjerojatnosti nastajanja (ISO, 2018). Valja spomenuti i dvije bitne poveznice rizikom: povezanost rizika s prinosom, ali i povezanost rizika s inovacijama pa se s pravom može tvrditi da je preuzimanje rizika ostavilo traga na ljudsku povijest do danas (Damodaran, 2008).

U kontekstu poslovanja, neupitno je da poduzeća koja, generalno govoreći, žele ostvariti značajne povrate moraju preuzeti određene razine rizika. Preuzimanje rizika uvelike povećava manevarsku sposobnost poduzeća (Andersen et al, 2014). Stoga je izuzetno korisno opažanje Miloš Sprčić (2013) kako najuspješnija poduzeća nisu postali tržišni lideri pukim izbjegavanjem rizika, već aktivnim traženjem rizika i njihovim iskorištavanjem u svoju korist. Prema autorici, ne postoji rizik koji ima toliko katastrofalne posljedice da bi se morao eliminirati pod svaku cijenu, stoga se svaki rizik treba promatrati u kontekstu vjerojatnosti njegova nastupanja. Slično razmišlja i Damodaran (2008) koji tvrdi da poduzeća koja preuzimaju rizike generiraju veće povrate na duža vremenska razdoblja od kompanija s averzijom prema riziku.

U skladu s navedenim, zadatak integriranog upravljanja rizicima nije potpuna eliminacija rizika, već pronalazak ravnoteže između izloženosti poslovnim rizicima i potencijalnih poslovnih prilika (Miloš Sprčić, 2014). COSO (2014) definira integrirano upravljanje rizicima kao proces kojeg izvršavaju uprava i drugo osoblje, koji se aplicira u skladu sa strategijskim okvirom na cijelo poduzeće sa ciljem identifikacije događaja koji mogu djelovati na poduzeće te upravljanje rizicima da bi bili u skladu s afinitetima prema riziku. Efikasno upravljanje rizicima implicira poduzimanje aktivnosti usmjerenih na minimiziranje negativnih utjecaja rizika na očekivane profite i novčani tok poduzeća, te istovremeno iskorištavanje pozitivnih kretanja na tržištu. Prema Lam (2003) integrirano upravljanje rizicima predstavlja okvir za upravljanje kreditnim, tržišnim i operativnim rizikom te kapitalom uz tranziciju rizika sa ciljem povećanja vrijednosti poduzeća. Taj okvir, kako tvrde Andersen et al (2014) služi za korištenje analitičkih alata kako bi se stvorila osnova za identificiranje i tretiranje rizika. COSO (2014) za ključne pogodnosti integriranog upravljanja rizicima smatra:

- *Prilagođavanje apetita prema riziku i strategije* – uprava može uzeti u obzir apetit prema riziku kada određuje strateške ciljeve kompanije;
- *Poboljšanje odluka povezanih s rizikom* – integrirano upravljanje rizikom omogućuje odabir između sljedećih odluka o riziku: izbjegavanje, smanjenje, dijeljenje i prihvaćanje rizika;
- *Smanjenje operativnih gubitaka* – poduzeća poboljšavaju sposobnost za identifikaciju i odgovor na rizike, što može umanjiti operativne gubitke;
- *Identifikaciju višestrukih i međuorganizacijskih rizika* – integrirano upravljanje rizicima pruža efikasan odgovor na međusobno povezane i ovisne rizike;

- *Iskorištavanje prilika* – razmatranjem čitavog niza potencijalnih događaja, menadžment je dobro pozicioniran da proaktivno identificira i ostvari prilike;
- *Poboljšava alokaciju kapitala* – kvalitetni podaci o rizicima omogućuju poduzeću efikasnu procjenu ukupnih potreba za kapitalom.

2.1.2. Odnos integriranog i tradicionalnog upravljanja rizicima

Dugo je prevladavalo mišljenje da upravljanje rizicima u poduzećima nije bitno za vrijednost poduzeća, a argumenti za to temeljili su se na modelu vrednovanja kapitalne imovine (CAPM) te Modigliani-Millerovom teoremu (Miloš Sprčić, 2007). M&M teorem nosi dva vlastita zaključka: prvo je da struktura kapitala nema utjecaj na vrijednost poduzeća, i drugo da način financiranja te omjer duga i glavnice poduzeća nemaju utjecaj na trošak kapitala, a time niti na vrijednost poduzeća. Implikacija CAPM-a jest kako dioničari s diverzificiranim portfeljem moraju brinuti samo o sistemskoj komponenti rizika. To bi značilo da je zaštita od, primjerice, tečajnog ili kamatnog rizika irelevantna za visokodiversificiranog dioničara. U praksi se ovo nije pokazalo ispravnim, jer bi navedene tvrdnje mogle vrijediti samo pod pretpostavkama savršenog tržišta (Miloš Sprčić, 2003).

Kada je došlo do prelaska na upravljanje rizicima kojeg danas nazivamo tradicionalnim, i dalje se nedovoljno pozornosti posvećivalo harmonizaciji prakse upravljanja rizicima na temelju osnovnog cilja poslovanja poduzeća – povećanja tržišne vrijednosti i bogatstva vlasnika (Miloš Sprčić i Bedeković, 2019). Tradicionalno upravljanje rizicima koje je tada bilo u primjeni razdvaja rizike u poduzeću po principu „funkcionalnih silosa“. Takav model svaki rizik promatra zasebno, ne sagledavajući međusobni odnos rizika i utjecaj na poduzeće u cjelini. Autorice navode primjer gdje je riznica poduzeća zadužena za upravljanje tečajnim i kamatnim rizikom te rizikom likvidnosti, odjel nabave upravlja rizikom promjene cijena inputa, odjel proizvodnje za operativne rizike itd. Prema Fraser i Simkins (2010) rezultat ove tradicionalne perspektive je nedosljednost u upravljanju rizicima jer se svaki menadžer odnosi prema riziku u skladu sa svojom osobnom tolerancijom na rizik. Što je još bitnije, čak i ako se rizikom efikasno upravlja na razini odjela, menadžer svojim postupcima nesvjesno može povećati rizičnost neke druge sastavnice unutar kompanije. Funkcionalni silosi zbog toga ne uspijevaju prepoznati povezane rizike što može dovesti do kaskadne izloženosti višestrukim rizicima. S obzirom da kod tradicionalnog upravljanja rizicima ne postoji koordinacija sa strateškim

planom, također nastaju slijepe točke u provedbi strategije koje mogu ostaviti katastrofalne posljedice po poduzeće (Fraser i Simkins, 2010). Tradicionalno upravljanje rizikom operativnog je karaktera te nedovoljno sveobuhvatno (Miloš Sprčić, 2014), pa konačni rezultat može biti gomilanje (a ne redukcija) neželjenog rizika.

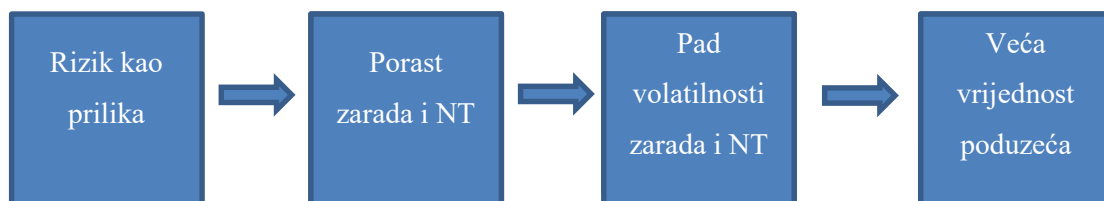
Koncept integriranog upravljanja rizicima pojavio se krajem prošlog stoljeća kao odgovor na tradicionalno upravljanje i kao posljedica povećanja broja prisutnih rizika i zahtjeva vanjskih aktera (Miloš Sprčić, 2014). Prema autorici, uz porast tržišnih rizika kao posljedice globalizacije financijskih tržišta, i vanjski utjecaji investitora, regulatora i rejting agencija te ostalih sudionika tržišta pripomogli su razvoju integriranog pristupa rizicima. Upravljanje rizicima mora razmatrati interni i eksterni kontekst organizacije, uključujući ljudsko ponašanje i kulturološke čimbenike. Stoga „integrirano“ upravljanje rizicima znači da se prožima kroz cijelo poduzeće te čini integralni dio neke organizacije (ISO, 2018). Takav moderni pristup promatra rizike cjelovito i u odnosu na poslovnu strategiju poduzeća. Razumijevanje implikacija strategije i potencijalne neusklađenosti strategije sa misijom i vizijom poduzeća bitna je kao i kvalitetno upravljanje rizicima (COSO, 2017). Glavni uzrok pada vrijednosti leži upravo u strategiji koja ne podržava misiju i viziju poduzeća. Kao što je navedeno, integrirano upravljanje rizicima pomaže organizacijama identificirati i pristupiti rizicima koji se odnose na strategiju poslovanja, uzimajući u obzir sve dionike u tom procesu. Iako se zbog strategijskog značaja rizicima upravlja na najvišim razinama menadžmenta, za idealni rezultat nužna je uključenost svih zaposlenika u proces (Fraser i Simkins, 2010).

Uz aktivaciju unutarnjih i vanjskih dionika kompanije, za najbolje učinke implementacije integriranog upravljanja rizicima Andersen et al (2014) predložili su još nekolicinu mjera. Prva je u skladu sa tvrdnjom iz poglavlja 2.1.1. o dualnosti rizika, te navodi da je imperativ sagledavanje kako pozitivnih tako i negativnih posljedica izloženosti riziku. Nadalje, perspektiva upravljanja rizicima u modernom dobu izrazito je dinamična, te donošenje odluka svakako mora uzeti u obzir ekološki aspekt pojedinog rizika (zbog brzorastuće važnosti spomenute tematike). Treća mjera za uspješnu provedbu jest proaktivni, nasuprot *ad hoc* pristupa kao kod tradicionalnog upravljanja dok posljednja mjera naglašava razvoj korporativne kulture svijesti o rizicima. COSO (2017) ovdje naglašava izrazitu korist od nagrađivanja proaktivnog stava zaposlenika prema riziku te uspostavljanje neposrednih kanala komunikacije, jer integrirano upravljanje nije odjeljenje ili funkcija unutar poduzeća već je bliže vrsti kulture. Jednom kada su uspostavljena glavna načela za implementaciju, poduzeće odlučuje između standardiziranog okvira (poput COSO ERM ili ISO 31000) te izrade personaliziranog okvira

za uvođenje integriranog sustava upravljanja rizicima (Lam, 2011). Implementaciju i kasnije upravljanje rizicima nadgleda glavni menadžer za rizike ili *Chief Risk Officer (CRO)*. CRO je od presudne važnosti za organizaciju i nužni uvjet uspješne implementacije integriranog sustava upravljanja rizicima (Deloitte, 2010). Menadžeri zaduženi za rizike moraju se pitati koji rizici prijete poduzeću, kojima treba upravljati na razini kompanije a koje prenijeti na druge tržišne sudionike te koja kombinaciju instrumenata dovodi do optimalnog učinka (Miloš Sprčić i Sprčić, 2009).

Ukoliko uzmemo da je primarni cilj poslovanja povećanje bogatstva vlasnika (Orsag, 2015), tada i upravljanje rizicima mora voditi računa o istome cilju. Integrirano upravljanje rizicima ima dokazan utjecaj na porast vrijednosti poduzeća i bogatstva vlasnika (Fraser i Simkins, 2010). Na integrirano upravljanje stoga ne treba gledati kao na puko minimiziranje mogućih gubitaka, nego kao na potencijal za povećanje vrijednosti (Lam, 2011). Ono vodi do smanjenja volatilnosti očekivanih zarada i novčanog toka poduzeća te povećava vrijednosti očekivanih zarada i novčanog toka tako što promatra rizik kao priliku, a ne samo kao prijetnju. Također, integrirano upravljanje rizicima poboljšava kreditni rejting, pridonosi učinkovitijem donošenju odluka i ostvarenju planova poduzeća, razvija korporativnu kulturu i šalje poruku konkurentima te smanjuje trošak kapitala (Miloš Sprčić, 2014). Slika 1 prikazuje proces koji rezultira nižom varijancom i većom očekivanom fundamentalnom vrijednošću kompanije, temeljem većeg profita i novčanog toka (kratica NT).

Slika 1: Utjecaj integriranog upravljanja rizicima na vrijednost poduzeća



Izvor: preuzeto iz Miloš Sprčić, D., ed., et al. (2014) *Risk management: strategies for economic development and challenges in the financial system: A New Era of Risk Management – An Integrated Approach to Corporate Risks*. New York: Nova Science Publishers, str. 5.

Tradicionalno i integrirano upravljanje rizicima dva su dakle dijametralno suprotna pristupa. Dok se kod upravljanja po principu silosa na rizike odgovara tek nakon što su nastali,

integrirano upravljanje rizicima djeluje proaktivno. COSO (2017) u proširenom priručniku navodi da rast poslovnih prilika te upravljanje rizicima na razini poduzeća, koje se provodi kod integriranog pristupa, povećava izdržljivost i otpornost kompanije na šokove. Tradicionalni princip nema tu pogodnost, jer se rizike promatra isključivo izolirano, sastavnicu po sastavnicu. Dakle, ne analizira se ukupna rizična izloženost što dovodi do podcijenjenosti utjecaja rizika, krive strategije upravljanja rizicima, a u kriznim vremenima i do znatno većih gubitaka od onih koji su procijenjeni (Miloš Sprčić i Jakirlić, 2017). Na preuzimanje rizika se također gleda kao na opasan pothvat, dok ga integrirano upravljanje nastoji sagledavati u sklopu poslovne strategije. Nadalje, tradicionalno upravljanje smanjuje, dok integrirano optimizira izloženost rizicima (Udovičić i Kadlec, 2013). Iako temeljna odgovornost za rizike leži na glavnom menadžeru za rizike, vrijeme kada je sva odgovornost ležala na jednoj osobi stvar je prošlosti (Deloitte, 2010). U poduzeću s integriranim pristupom rizik je odgovornost sviju a ne samo menadžmenta.

Unatoč brojim prednostima naspram tradicionalnog, i kod integriranog upravljanja rizikom mogu se pronaći određena ograničenja. Ono je najčešće uzrokovano pogrešnom procjenom unutar poduzeća (COSO, 2014). Miloš Sprčić i Bedeković (2019) navode kako određeni koncepti integriranog upravljanja rizicima impliciraju hijerarhijsku strukturu i linijsko izvještavanje, što može dovesti do visokog stupnja centralizacije. U pojedinim slučajevima to zauzvrat može smanjivati fleksibilnost i dinamičnost poduzeća te usporiti donošenje odluka. Naime, autorice napominju da je za upravljanje nepredvidivim rizicima jedino efikasno decentralizirano upravljanje – za razliku od predvidivih koji podnose i centraliziranu kontrolu. Česta kritika je prenaplašeni aspekt kontrole integriranog upravljanja rizicima, te ga se ponekad opisuje kao formalni produžetak interne revizije čiji je cilj zadovoljiti regulatore. Prema COSO (2017) integrirani pogled na rizike ipak obuhvaća puno šire područje od interne kontrole jer se pomoću njega određuje strategija i upravljanje poduzećem.

2.2. Izvođenje analize vanjskog okruženja i industrije

2.2.1. Pregled vanjskog okruženja putem PESTLE analize

Proces integriranog upravljanja rizicima, u sklopu *top-down* pristupa započinje analizom vanjskog okruženja industrije i poduzeća. Sastavnice međupovezanih faza procesa ERM-a prikazane su u nastavku prema Miloš Sprčić (2013):

1. Utvrđivanje situacije u poduzeću;
2. Identifikacija i subjektivna kvantifikacija rizika / izrada Mape rizika;
3. Analiza i objektivna kvantifikacija rizika / revidiranje Mape rizika;
4. Odluke o upravljanju rizicima.

Dva su relevantna pristupa analizi ERM-a: „odozgo prema dolje“ (*top-down*) te „odozdo prema gore“ odnosno *bottom up* (Fraser i Simkins, 2010). Kao što je vidljivo po točkama iznad, *top down* pristup polazi od šireg makroekonomskog okruženja pa prelazi na industriju, zatim dobivene zaključke primjenjuje u analizi promatranog poduzeća. *Bottom up* se kreće u obrnutom smjeru te počinje od poslovanja poduzeća i njegovih ciljeva koje stavlja u okvir industrije i okruženja. Kako su poslovni planovi poduzeća, a time i rizici uvelike određeni upravo makroekonomskom situacijom i stanjem u industriji na koje poduzeće nema znatnog utjecaja, *top-down* pristup je logičniji (Miloš Sprčić, 2013) stoga će se njega proučiti u sklopu ovoga rada i kasnije primijeniti u analizi kompanije.

Okruženje se sastoji od općih trendova u kontekstu kojih poduzeće posluje te koji mogu imati utjecaj na strateške odluke poduzeća. Glavne silnice su tehnološka promjena, demografski i kulturološki trendovi, specifični međunarodni događaji, pravni i politički uvjeti te ekonomska klima (Barney i Hesterly, 2015). Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) ovo nazivaju makro-okruženjem, dok mikro-okruženje podrazumijeva industrijsku okolinu koju čine konkurenti, kupci i dobavljači. Iako na okruženje poduzeće načelno ne može utjecati, to nikako ne znači da ga smije ignorirati. Kako Yüksel (2012) napominje, analiza vanjskog okruženja nije važna samo za razvoj održive komparativne prednosti, već i za identifikaciju prilika i prijetnji te uz to pruža mogućnosti za suradnju s drugim kompanijama.

PESTLE analiza često je korišten instrument pri analizi okruženja poduzeća. Ovaj akronim obuhvaća političke (*Political*), ekonomske (*Economic*), društvene (*Social*), tehnološke

(*Technological*), legalne (*Legal*) i ekološke (*Environmental*) faktore. Prvotni koncept poznat je pod nazivom PEST (nije uključivao legalne i ekološke faktore) te je razvijen od strane Francisa Aguilara 1967. godine, u vrijeme kada je prevladavalo mišljenje da je vanjsko okruženje najvažnija determinanta poslovne strategije. Zadatak PESTLE analize je interpretirati utjecaj čimbenika okoline, pri čemu dimenzije okoline međudjeluju pa razvoj u jednoj dimenziji utječe na razvoj drugih (Rašić Jelavić i Brkić, 2016). Poduzeće može koristiti PESTLE kako bi odredilo do koje su mjere uvjeti makro-okruženja prikladni za ostvarenje zadanih ciljeva (Yüksel, 2012). Prema Grantu (2016) preduvjet uspješne analize okruženja je razlikovati bitne od manje bitnih informacija, jer u suprotnom značajno rastu troškovi i pretrpanost podacima.

Politički faktori PESTLE analize odnose se na stabilnost političkog sustava, te na razinu korupcije, razvijenost demokracije, međunarodnu i vanjskotrgovinsku politiku, efikasnost i slično. Za poduzeće je bitno redovito pratiti aktivnosti vlade i parlamenta kako bi imalo dovoljno vremena prilagoditi se i odgovoriti na promjene. Legalne ili pravne čimbenike poduzeće treba promatrati na gotovo svakodnevnoj bazi, jer obuhvaćaju i zakonski okvir unutar koje djeluje poduzeće. To su, za Miloš Sprčić i Bedeković (2019), primjerice zakon o trgovačkim društvima, zaštiti tržišnog natjecanja, zakoni o radu, zakoni o zaštiti potrošača itd.

Ekonomski utjecaji proizlaze iz općeg stanja gospodarstva, poput tržišnih kamata, deviznih tečajeva ili cijena na tržištima (Miloš Sprčić, 2013). Sve više poduzeća nastoji upravljati utjecajima gospodarstva na poduzeće kroz aktivno upravljanje rizicima. Bez obzira radi li se o poduzeću u prometnom sektoru koje je izloženo cijenama naftnih derivata ili bilo kojem drugom koje intenzivno koristi financijsku polugu pa je izloženo riziku promjene kamatnih stopa, autorica naglašava kako upravljanje ovim promjenama značajno utječe na poduzeće.

Pod socijalnim faktorima podrazumijevaju se stopa rasta stanovništva, migracije, etnička struktura stanovništva i slično. Poznavanje ključnih demografskih odrednica stanovništva može pomoći poduzeću u procjeni atraktivnosti proizvoda ili usluga koje nudi na određenom tržištu. Kulturu pak čine vrijednosti, uvjerenja i norme koje vode ponašanje unutar društva. Te norme određuju „točno i netočno“ neke zajednice, tj. što jest a što nije dopušteno. Neuspjeh u detekciji kulturoloških razlika među populacijama može negativno utjecati na kompetitivnu prednost i time na konačni rezultat poduzeća (Barney i Hesterly, 2015).

Ekološke implikacije na poduzeća posljednjih su godina znatno narasle, sukladno porastu razine svijesti o važnosti očuvanja okoliša. Regulatorne norme također su narasle, pa poduzeća plaćaju više davanja na štetne nusprodukte proizvodnje i aktivnije vode računa o povezanom

riziku reputacije. Tehnološki faktori koji utječu na poduzeće, navode Rašić Jelavić i Brkić (2016), prvenstveno su znanstvena unaprjeđenja, dostignuća i inovacije. Tehnologija je danas bitnija no ikad, kako za dugogodišnja tako i za mlada poduzeća, stoga bi odbijanje prihvaćanja digitalizacije moglo biti pogubno za organizaciju.

Zaključno se može reći kako je okolina okvirno zajednička za poduzeća koja posluju na nekom geografskom području, no utjecaj segmenata opće okoline može se razlikovati s obzirom na djelatnost kojoj poduzeće pripada. Dakle, opće okruženje utječe na poslovno okruženje ali i na poduzeća koja u njemu posluju stoga se ne smije zanemarivati (Rašić Jelavić i Brkić, 2016).

2.2.2. Analiza životnog vijeka industrije

Dužnost poduzeća jest da s velikom pažnjom prati i analizira odrednice industrije u kojoj se nalazi. Važnost industrije najbolje je opisao Porter (1985): „polazna determinanta profitabilnosti poduzeća je atraktivnost industrije u kojoj se ono nalazi“. Struktura industrije određuje pravila tržišnog natjecanja, a time i strategiju nužnu za opstanak i razvoj poduzeća (Sabol et al, 2013). Posebno je korisno naglasiti kako se atraktivnost industrije, kao i konkurentska pozicija mogu oblikovati od strane poduzeća (Porter, 1985).

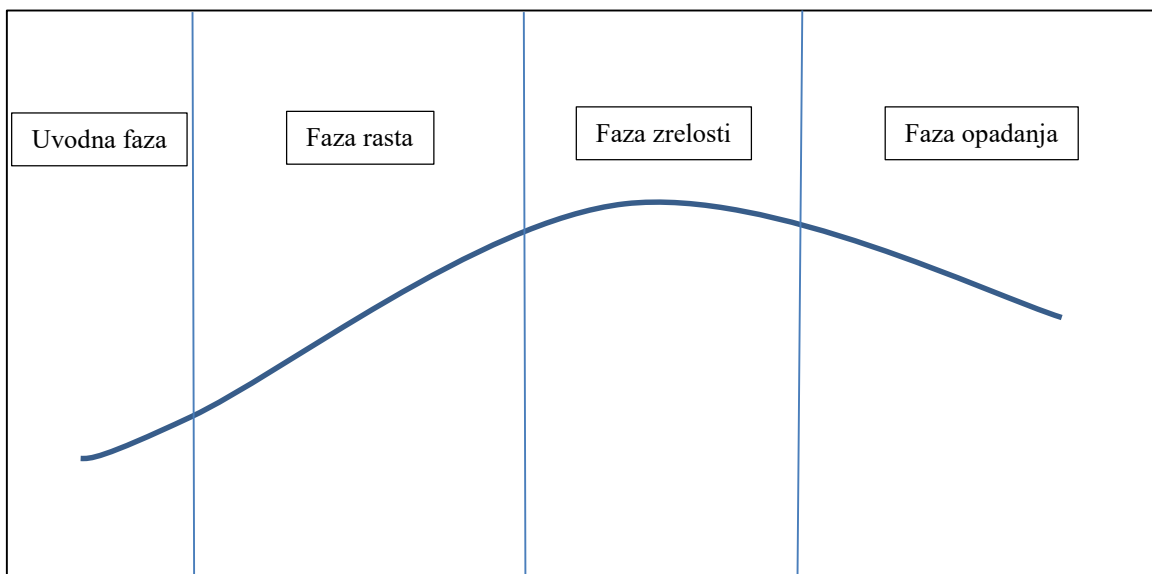
Prema Grantu (2016) slično poput proizvoda, tako i industrije nastaju, rastu i dosežu kulminaciju, nakon čega slijedi pad te gašenje. Pritom napominje kako industrija često lansira i po nekoliko generacija proizvoda, stoga je životni vijek industrije najčešće duži od vijeka proizvoda. Osim četiri faze, postoje i dvije fundamentalne sile koje utječu na industriju. To su rast potražnje te nastajanje i rasprostranjenost znanja (Grant, 2016). Nove spoznaje i njihova implementacija stvaraju mladu industriju koja se hrani rastom potražnje.

U uvodnoj fazi, prodaja je mala te stopa penetracije tržišta niska jer kupci nisu upoznati s proizvodima industrije. Nepostojanje ekonomije obujma i neiskustvo znače visoke početne troškove i niske prihode. Faza rasta znači brže penetriranje tržišnog segmenta zahvaljujući inovacijama i povećanoj efikasnosti. Zasićenje tržišta vodi industriju u fazu zrelosti. Kada je potpuno zasićenje postignuto, potražnja za proizvodima industrije spremna je za supstituciju (Grant, 2016). Kako navodi Kay (2016), u ovoj fazi fokus prelazi na procesnu inovaciju proizvoda, a ne više na inovaciju samog proizvoda, unatoč poboljšanju kvalitete. Ulazak na tržište također postaje otežano. Od točke kada rast stane, odnosno od kada iznosi nula, poduzeća

moгу povećati svoj tržišni udio jedino smanjenjem broja konkurenata ili preuzimanjem njihovog udjela. Riječ je o varijaciji igre nulte sume, jer korist jednog konkurenta čini gubitak drugog. Konačno, kako industriju izazivaju mlađe industrije s tehnološki superiornijim supstitutima, tako ista zalazi u fazu opadanja – konkurentnosti, zarada i uspješnosti. Ulazak na tržište više nije atraktivno, dok je inovacija i investicija vrlo malo. Obilježena je i visokom elastičnošću potražnje i opadajućom cijenom, što se očituje na niskoj profitabilnosti industrije (Kay, 2014).

Ipak, Grant (2016) tvrdi kako određene industrije potencijalno nikada neće zakoračiti u fazu opadanja. Industrije koje pružaju osnovne potrepštine poput proizvodnje hrane ili lijekova jednostavno nikada neće postati suvišne. Karakteristična krivulja životnog ciklusa industrije u obliku slova S prikazana je na slici 2.

Slika 2: Faze životnog vijeka industrije



Izvor: izrada autora na temelju Grant, R. M. (2016) *Contemporary strategy analysis: Text and cases edition*. 9. izd. Chichester: Wiley & Sons, str. 207.

Kako obrazlažu Sabol et al. (2013), industrija evoluirala putem četiri različite putanje: radikalna, progresivna, kreativna i posrednička. Radikalna transformacija javlja se kada osnovnim aktivnostima ili kompetencijama industrije prijeti zastarjelost. Masovno uvođenje nove tehnologije najčešći joj je uzrok, no industrije koje prođu ovom putanjom mogu ostati

profitabilne još godinama kasnije. Posredničke mjene mnogo su učestalije od radikalnih, a nastaju kada se kupcima i dobavljačima otvore nove tržišne prilike na temelju određenih informacija. U ovome su također slučaju osnovne aktivnosti ugrožene, međutim temeljne vrijednosti industrije (poput znanja, patenata ili tehnologije) nisu. Kreativna transformacija obilježena je stabilnim odnosima s kupcima i dobavljačima, te nestabilnim vrijednostima industrije koja je pozitivna u dugom roku. Progresivna putanja odgovara kreativnoj, gdje *status quo* odgovara akterima u industriji te ne postoji rizik od zastarjelosti (Sabol et al, 2013).

2.2.3. Porterov model pet sila

Jednog od danas najčešće korištenih modela u analizi industrije predstavio je Michael Porter 1980. godine. Prema ovome konceptu, navode Sabol et al (2013), industrija je najbitniji dio vanjskog okruženja neke organizacije. Porter je došao do pet sila koje kada su intenzivne, vjerojatnost da poduzeća ostvare natprosječne prinose u toj industriji nije značajna. Kada su silnice slabije, natprosječni prinosi lakše se ostvaruju (Kay, 2014). U svakoj industriji, bilo domaćoj ili inozemnoj te bez obzira je li riječ o proizvodu ili usluzi, može se analizirati pet konkurentskih sila. One su sljedeće (Porter, 1980):

1. Natjecanje između postojećih konkurenata;
2. Prijetnja ulaska novih poduzeća na tržište;
3. Opasnost od supstituta;
4. Pregovaračka moć kupaca; i
5. Pregovaračka moć dobavljača.

Kolektivna snaga ovih silnica određuje sposobnost industrije da u prosjeku ostvaruje povrate na ulaganja koji su veći od troška kapitala. Ovih pet konkurentskih sila diktira zarade u industriji iz razloga što utječu na cijene, troškove te zahtjevane investicije odnosno na elemente povrata na investiciju (Porter, 1985). Profitabilnost određene industrije veća je što je stabilnija njezina konkurentska struktura, manja opasnost od ulaska konkurenata te bolji položaj industrije prema kupcima, dobavljačima i industrijama sa supstitutima (Miloš Sprčić, 2014).

Natjecanje među konkurentima jedno je od ključnih parametara kod analize stanja industrije. Neke industrije natječu se pretežno cjenovno, spuštajući cijene proizvoda, a druge necjenovnim elementima poput oglašavanja ili inovacija (Grant, 2016). Pritom će cjenovno

natjecanje vrlo vjerojatno umanjiti profitabilnost čitave industrije, dok bi rivalstvo putem oglašavanja moglo čak pridonijeti njenom razvoju (Porter, 1980). Kay (2014) rivalstvo među konkurentima dijeli na tri dimenzije: a) prema ciljevima (npr. profitabilnost, rast tržišnog udjela, rast), b) prema kanalima (cjenovni ili ne-cjenovni) i c) prema intenzitetu (slabo ili jako, konzistentno ili fluktuirajuće). Moguće je razlučiti neke od najvažnijih čimbenika unutar industrije koji pojačavaju intenzitet rivalstva između konkurenata. Prema Porteru (1980):

- Niska diferencijacija proizvoda – često konkuriranje cijenom kao alternativa.
- Visoki fiksni troškovi – višku kapaciteta/proizvoda akteri priskaču snažnim rezanjem cijene kako bi iste popunili/prodali.
- Spori rast industrije i brojni konkurenti – dok za vrijeme ekspanzije mogu rasti prateći industriju, poduzeća si u ovakvim uvjetima moraju međusobno preotimati tržišni udio.
- Visoki strateški ulogi – kada poduzeće pod svaku cijenu mora uspjeti na pojedinom tržištu, stoga strateški žrtvuje kratkoročnu profitabilnost radi „šire slike“.
- Visoke izlazne barijere – nastaju ukoliko se poduzeće zbog visokih troškova napuštanja industrije nastavlja natjecati, pa zbog prekomjernih kapaciteta ili ekstremnih taktika ruši zarade čitavoj industriji.

Prijetnja ulaska novih poduzeća na tržište potencirana je potencijalom za ostvarivanje iznadprosječnih profita. Ta prijetnja ograničava određivanje cijena već postojećih poduzeća unutar industrije (Palepu et al, 2003). Prema Grantu (2006) industrija privlači nova poduzeća čim je prinos na uloženi kapital veći od troška kapitala. Kako navodi, ulazna barijera je svaka zapreka na koju nova poduzeća nailaze pri ulasku. Kod industrije u kojoj ne postoje ulazne niti izlazne barijere, cijene i zarade teže prema konkurentnoj razini, bez obzira na broj poduzeća unutar industrije. Razlog tomu je nepostojanje zapreka pri ulasku ili izlasku, pa se industrija na ovaj način sama brani. Neki od elemenata za koje Kay (2004) navodi da utječu na prijetnju od ulaska novih poduzeća jesu:

- Ekonomije razmjera i opsega – ekonomija razmjera označava pad jediničnog troška proizvoda uzrokovan povećanjem apsolutnog volumena proizvodnje. Ekonomija opsega javlja se kada je zajednička proizvodnja i distribucija dvaju dobara povoljnija od proizvodnje dva proizvoda odvojeno. Zbog ovih pojava veća i etablirana poduzeća imaju komparativnu prednost nad novim izazivačima.
- Krivulja iskustva – troškovi opadaju akumuliranjem *outputa* jer to omogućuje poduzećima da se postepeno usavršavaju, dok se nova poduzeća moraju uhodati.

- Diferencijacija i visoka početna ulaganja – etablirane kompanije imaju dobro poznate proizvode i brendove ispred kojih se nova poduzeća moraju nametnuti, ali i investirati.
- Pristup kanalima distribucije – zbog ograničenih kapaciteta i dugoročnih odnosa, ponekad je novim poduzećima teško doći do nužnih sirovina.
- Troškovi prelaska – kupcima prelazak na novog konkurenta može čak stvarati implicitne troškove, jer etablirana poduzeća često imaju programe vjernosti za klijente.
- Pravne i ostale barijere – licenciranje za obavljanje djelatnosti ili posebno regulirana industrija također može otežati ulazak.

Opasnost od supstituta ograničava povrat industrije zato što postavlja maksimalnu cijenu koju postojeća poduzeća mogu zaračunati, od bojazni da će se kupci odlučiti na drugi proizvod. Supstituti ili zamjenski proizvodi su oni sa istom ili sličnom funkcijom kao promatrani proizvod (Porter, 1980). Nedostatak supstituta (kao kod primjerice duhana) čini kupce manje elastičnim na promjenu cijene. Postojanje bliskih supstituta će pak potaknuti kupca na prelazak na drugi proizvod u slučaju dovoljno visokog skoka cijene (Grant, 2006).

Pregovaračka moć kupaca smanjuje prihode poduzeća na isti način kao što dobavljači povećavaju troškove. Ukoliko su barijere ulasku u industriju nedovoljne, kupci se mogu vertikalno integrirati unazad te uz kupca postati i rival (Barney i Hesterly, 2015). Faktori koji pojačavaju pregovaračku moć kupaca su (Porter, 1980): nekolicina velikih kupaca (povećavaju ovisnost poduzeća), nediferenciran proizvod (kupac će se okrenuti supstitutu), niska profitabilnost poduzeća (spremnije je prodati po nižoj cijeni), visok udio u ukupnim troškovima kupca (više mu je stalo tražiti povoljniju alternativu), niski troškovi prelaska, dobra informiranost kupca i slično.

Pregovaračku moć dobavljača unutar industrije dobavljači iskazuju preko povećanja cijena svojih proizvoda ili snižavanjem kvalitete isporučenih proizvoda uz istu cijenu. Njihova je pregovaračka moć posebno izražena ako poduzeća nemaju prostora za podizanje prodajnih cijena pa ne uspijevaju neutralizirati taj učinak na profitabilnost (Miloš Sprčić, 2013). Dodatne otegotne okolnosti za kupce mogu biti nepostojanje supstituta za određenog dobavljača ili kad je dobavljača malo, te unapredna vertikalna integracija gdje sam dobavljač ima alternativu pomaka u fazu kupca (Palepu et al, 2003).

Porterov model pet sila ipak ima i svoje kritičare. Kako navodi Grant (2006), neki zamjeraju što se pristupa industrijskoj organizaciji kao „struktura-ponašanje-izvedba” pa nedostaje preciznosti (posebno u usporedbi s logikom teorije igara). Dovodi se u pitanje i empirijska

podloga, mišljenjem kako industrija nije ključna za profitabilnost poduzeća. Iako su razlike u profitabilnosti unutar industrija veće nego između industrija, bez dubinskog razumijevanja svoje okoline poduzeća ne mogu donijeti kvalitetne strateške odluke (Grant, 2006).

2.3. Analiza poduzeća

2.3.1. Konkurentska strategija

Analiza poduzeća započinje s uvidom u konkurentsku strategiju. Strategija poduzeća može se definirati kao teorija postizanja konkurentске prednosti. S obzirom da je izrazito teško prognozirati dugoročna kretanja unutar industrije, strategija je vrlo često ustvari najbolja pretpostavka tj. teorija kompanije kako iskoristiti evoluciju neke industrije u svoju korist (Barney i Hesterly, 2015). Generalno govoreći, poslovna strategija može biti kompetitivna – sukob s konkurentima zbog ostvarenja prednosti, i/ili kooperativna – suradnja s jednim ili više poduzeća radi stjecanja prednosti nad ostalim kompanijama (Wheelen i Hunger, 2012).

Za Portera (1985), konkurentska strategija je „poduzimanje ofenzivnih ili defenzivnih radnji radi postizanja obranjive pozicije unutar industrije, kako bi se poduzeće uspješno nosilo s pet konkurentskih sila i tako ostvarivalo natprosječni prinos na investiciju“. Kako navodi, postoje tri moguća pristupa za postizanje spomenutog, što naziva generičkim strategijama: i) troškovno vodstvo; ii) diferencijacija; te iii) fokusiranje.

Strategija troškovnog vodstva podrazumijeva sposobnost poduzeća da proizvede usporedivi proizvod efikasnije od svojih konkurenata. Zahvaljujući nižim troškovima, poduzeće ili troškovni vođa je u poziciji gdje može zaračunavati nižu cijenu za svoj proizvod od konkurenata te i dalje ostvariti zadovoljavajući profit (Wheelen i Hunger, 2012). Prema Porteru (1985), ova taktika štiti protiv svih pet konkurentskih sila jer će cjenovno natjecanje voditi do bankrota najmanje efikasnih konkurenata. Za postizanje troškovnog vodstva bitna je čvrsta kontrola troškova na svim razinama proizvodnje i distribucije. Nadalje, navodi da je često bitno da poduzeće kontrolira relativno visoki tržišni udio te ima jednostavni proizvod kojeg nudi širokoj populaciji. Miloš Sprčić (2013) navodi da se poduzeće orijentira na velik obujam prodaje izgradnjom efikasnih pogona (kako bi iskoristilo ekonomiju obujma) i, primjerice, pristupom povoljnijim inputima od konkurencije (zahvaljujući ekonomiji iskustva). Pritom se manja

profitna marža kompenzira većim obujmom prodaje te je rezultat veći ukupni profit. Autorica navodi i kako je ova strategija pogodna za sektore s većom elastičnosti potražnje i manjom razinom inovativnosti.

S druge strane, strategija diferencijacije temelji se na jedinstvenosti i unikatnosti proizvoda čija je izrada jeftinija od cijene koja se zaračunava krajnjem potrošaču. Kako bi bila uspješna, kompanija mora obratiti pažnju na dvije stavke. Prvo mora identificirati attribute koje potrošači cijene. Nadalje, treba se pozicionirati tako da ispuni potrošačeve želje na jedinstven način i da je trošak proizvodnje manji od cijene koju plaća (Palepu et al, 2003). Naravno, potencijal za diferencijaciju može ovisiti i o industriji, pa tako hotel ima više mogućnosti za diferencijaciju nego poduzeće koje prodaje drvenu masu. Unatoč tome, Grant (2016) upozorava da diferencijacija ne mora nužno biti potraga za unikatnosti ili inovacijom. Poduzeće se može diferencirati od konkurencije i ako, primjerice, klijentima štedi vrijeme bržom dostavom. Isto se može postići i ulaganjem u brend ili reputaciju. Strategija diferencijacije često znači i odricanje od višeg tržišnog udjela radi postizanja percepcije jedinstvenosti i rijetkosti (Porter, 1985) no to se može kompenzirati višim prodajnim cijenama. Bitno je napomenuti kako poduzeća nastoje poboljšati objektivne karakteristike proizvoda, no postojanje diferencijacije uvijek je pitanje percepcije potrošača. Dva proizvoda mogu biti gotovo identična, no ukoliko vlada mišljenje da je prvi vrijedniji od drugog, tada taj ima diferencijacijsku prednost (Barney i Hestrelly, 2015).

Treća generička strategija naziva se fokusiranje. Konkurentna prednost može se realizirati na cijelom tržištu ili njegovom uskom segmentu odnosno tržišnoj niši. Tržišna niša označava segment tržišta u kojem se pretpostavlja relativno viša tehnološka razina i veća inovativnost nego li na središnjem tržištu (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Unutar ove strategije razlikuje se fokusirano troškovno vodstvo, što predstavlja strategiju troškovnog vodstva primjenjenu na određenu nišu, te fokusirana diferencijacija tj. strategija diferencijacije u određenom segmentu tržišta.

Porter (1985) tvrdi da se poduzeće mora odlučiti za neku od navedenih generičkih strategija, jer se u suprotnom nalazi u opasnosti od toga da bezizlazno „zaglavi u sredini“. Barney i Hesterly (2015) se slažu i tvrde da je nemoguće simultano uspješno implementirati troškovno vodstvo i diferencijaciju, dok Wheelen i Hunger (2012) navode da neka istraživanja pokazuju suprotno. Porter smatra da je troškovno vodstvo i diferencijaciju moguće ostvariti samo privremeno. Također, jednom odabrana konkurentna strategija ne vodi nužno odmah u

konkurentsku prednost nad ostalim poduzećima u industriji. Posebnost ključnih kompetencija poduzeća sa svojim lancem vrijednosti i mjera u kojoj ga je zahtjevno imitirati određuje održivost konkurentске prednosti (Palepu et al, 2003).

2.3.2. Vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvješća

Zadatak financijske analize je procijeniti uspješnost poduzeća u kontekstu njegovih ciljeva i strategije. Pomoću dostupnih podataka evaluira se prošlo i sadašnje stanje poduzeća te ocjenjuje njegova održivost (Palepu et al, 2003). Financijska je analiza stoga jedan od temeljnih alata analitičara kada se želi doći do dubljeg uvida u poslovanje poduzeća.

Horizontalna financijska analiza omogućuje usporedbu podataka kroz duže vremensko razdoblje. Kako navode Žager i Žager (1999), analitički postupci koji se najčešće koriste u horizontalnoj financijskoj analizi su komparativni financijski izvještaji i sagledavanje tendencija promjena pomoću serije baznih indeksa. Ova vrsta analize primjenjuje se na stavke bilance te računa dobiti i gubitka radi uočavanja promjena ili trenda u navedenim izvještajima na godišnjoj bazi, te je poželjno razmatrati nekoliko uzastopnih godina radi konzistentnosti.

Vertikalna financijska analiza promatra udio određene stavke u ukupnom iznosu aktive (pasive) ili prihoda. Nad bilancom se provodi označavanjem aktive i pasive sa 100, a zatim se ostale pozicije stavljaju u odnos sa njima. Kod računa dobiti i gubitka, prihod od prodaje ili ukupni prihod označavaju se sa 100 uz provedbu usporedbe s ostalim pozicijama unutar izvještaja (Bolfek et al, 2012). Vertikalna analiza financijskih izvješća najčešće se odnosi na jednu poslovnu godinu.

Vrijednost poduzeća uvjetovana je njegovom profitabilnosti i rastom. Analiza pokazatelja pruža uvid u odnose različitih stavki unutar financijskih izvještaja te pomaže pri utvrđivanju te vrijednosti. Analitičar može koristiti pokazatelje tako da ih uspoređuje kroz vrijeme, uspoređuje s drugim poduzećima ili da ih uspoređuje sa standardiziranim mjerilom (Palepu i Healy, 2012).

Financijski pokazatelji mogu se podijeliti na sljedeći način (Orsag, 2015):

- Pokazatelji likvidnosti – sposobnost poduzeća za podmirenje tekućih obveza;
- Pokazatelji aktivnosti – sposobnost korištenja određenim sredstvima ili imovinom;
- Pokazatelji profitabilnosti – zarada na temelju imovine ili poslovne aktivnosti;

- Pokazatelji investiranja – usporedba knjigovodstvene vrijednosti sa tržišnom kapitalizacijom;
- Pokazatelji djelovanja poluge – prikazuju zaduženost poduzeća.

Za McKinsey & Company (2010), iako je metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF) najpreciznija i najfleksibilnija metoda procjene kako projekata, tako i poduzeća, kvalitetna analiza pokazatelja može biti korisna kod procjene novčanih tokova. Pritom, autori nastavljaju, potrebno je odabrati odgovarajući pokazatelj te kalkulirati pokazatelje dosljedno – ukoliko npr. isključujemo iznos gotovine iz vrijednosti, onda isključiti kamate iz zarada – ali i uz promatranje relevantnih konkurenata unutar industrije.

2.3.3. Upotreba SWOT analize

SWOT analiza je kvalitativna analitička metoda koja putem četiriju čimbenika nastoji prikazati unutarnje snage i slabosti organizacije te vanjske prilike i prijetnje s kojima se organizacija suočava. SWOT predstavlja akronim za snage (*Strengths*), slabosti (*Weaknesses*), prilike (*Opportunities*) te prijetnje (*Threats*) iz okoline. Iako je riječ o subjektivnoj metodi, to je jedan od najboljih načina prikazivanja usklađenosti resursa poduzeća s njegovim okruženjem (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Prva dva elementa – snage i slabosti – odnose se na interno okruženje poduzeća tj. prvenstveno na njegove resurse i sposobnosti. Preostala dva, prilike i prijetnje, daju uvid kompaniji u vanjsko okruženje (Grant, 2016). Tržišne prilike i prijetnje dolaze uglavnom iz poslovnog okruženja i menadžment na njih nema direktnog utjecaja. Snage i slabosti opisuju poduzeće i resurse kojima se upravlja unutar poduzeća te na njih menadžment ima direktan utjecaj, a o njima ovisi uspješnost poslovanja (Miloš Sprčić, 2013). Ključne snage, navode Wheelen i Hunger (2012), tvore skup bazičnih kompetencija koje poduzeće može iskoristiti za postizanje konkurentne prednosti.

Uobičajeni način prikazivanja i izvođenja SWOT-a je putem matrice, gdje se na glavnoj dijagonali nalaze snage i prijetnje. Prema Miloš Sprčić (2013), najveći doprinos SWOT analize je pokušaj cjelovite vizualizacije rizično-profitne pozicije poduzeća.

2.4. Subjektivna procjena rizika

Pristup procjeni rizika sastoji se od tri zadatka koji uključuju identifikaciju rizika, analizu rizika te vrednovanje rizika (Fraser i Simkins, 2010). Identifikacija rizika osnovna je djelatnost kod integriranog upravljanja rizicima prije koje je potrebno provesti procjenu unutarnjeg i vanjskog okruženja poduzeća. Uz pomoć identifikacije rizika nastoje se pronaći izvori rizika i predvidjeti razvoj budućih događaja te njihovi uzroci i posljedice (Miloš Sprčić i Bedeković, 2019).

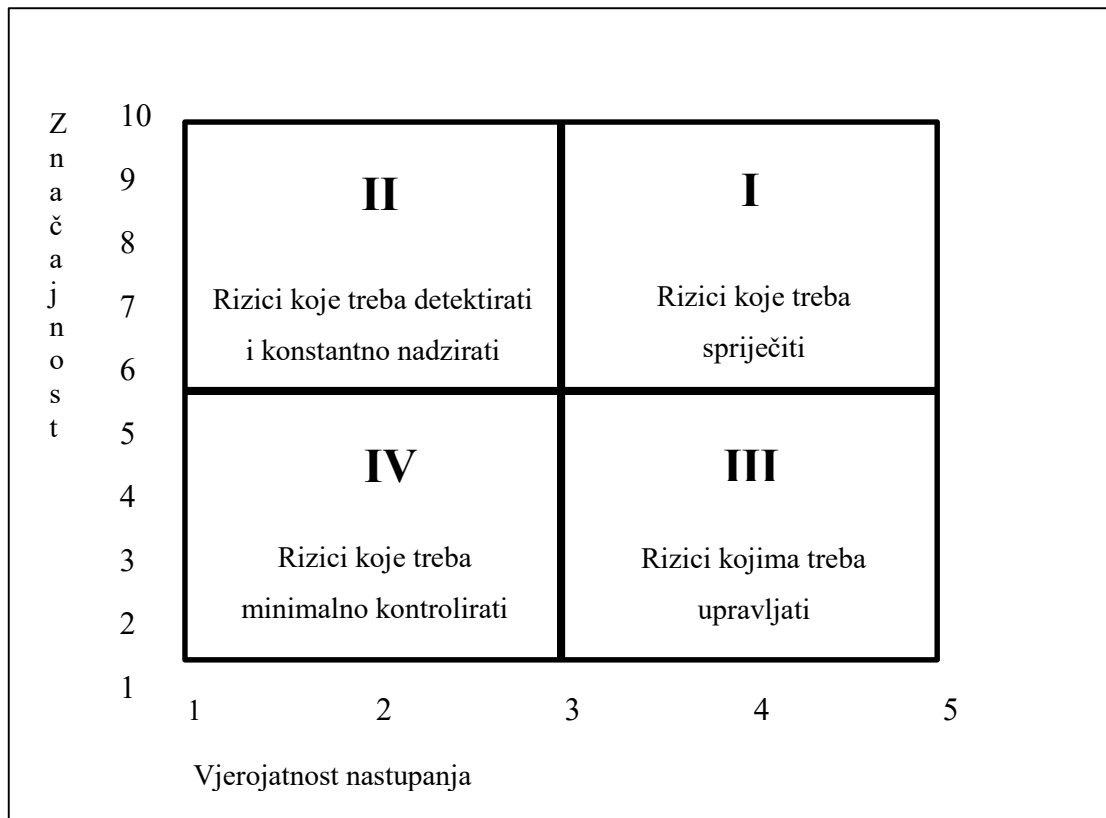
Kako tvrde Fraser i Simkins (2010), rizici povezani s određenom odlukom moraju biti identificirani i smješteni u registar rizika prije nego što se na njih djeluje. Neki od temeljnih poslovnih rizika su kreditni rizik, operativni rizik, tržišni rizik, rizik likvidnosti, rizik proizvoda i gubitka kupaca, rizik rasta cijene inputa, zakonski rizik te rizik gubitka reputacije (Miloš Sprčić, 2013, prema Meulbroek, 2002:56-70). Prilikom finaliziranja konačne liste rizika kojima je poduzeće izloženo koriste se raznolike kvalitativne metode procjene rizika poput ankete o rizicima, panela stručnjaka, *brainstorminga*, delfi metode, fokus grupa, “što ako” analize te intervjuiranja zaposlenika (Miloš Sprčić, 2016). Iako je riječ o subjektivnim pristupima, subjektivna procjena rizika prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) predstavlja polazište za detaljniju objektivizaciju i procjenu utjecaja rizika.

Mnoge kompanije pri procjeni rizika koriste mape rizika koje prikazuju sažetak svih najznačajnijih rizika na vizualni način (Fraser i Simkins, 2010). Mapa rizika je instrument koji služi za identifikaciju, vrednovanje i određivanje značajnosti ukupnih rizika kojima je poduzeće izloženo (Miloš Sprčić, 2013). Nakon što je postignut konsenzus oko liste rizika, svi rizici se ocjenjuju ocjenama od jedan (najmanja) do deset (najveća) obzirom na njihovu značajnost – odnosno njihov utjecaj na novčane tokove, zarade i vrijednost poduzeća. Zatim slijedi rangiranje prema procjeni vjerojatnosti nastupanja pojedinog rizika, pri čemu se pripisuju ocjene od jedan (gotovo nemoguće) do pet (gotovo sigurno). Mapa rizika vizualizira se u koordinatnom sustavu u četiri kvadranta, pri čemu se značajnost prikazuje na vertikalnoj a vjerojatnost nastupanja na horizontalnoj osi (Miloš Sprčić, 2013). Primjer mape rizika dostupan je na slici 3.

Prvi kvadrant sadrži rizike kojima je doznačen prioritet u procesu upravljanja rizicima. Njihova značajnost na poduzeće i vjerojatnost nastupanja su iznimni, pa bi zanemarivanje ovih rizika moglo ozbiljno ugroziti kompaniju. Drugi kvadrant je drugi po redu po prioritetnosti jer obuhvaća rizike sa velikom značajnosti za poduzeće, iako njihova vjerojatnost nastupanja nije

velika. Da bi tako i ostalo, nužno ih je redovito pratiti. U treći kvadrant smješteni su rizici sa visokom vjerojatnosti nastupanja čiji značaj za poduzeće nije velik. Tim rizicima treba aktivno upravljati kako im značajnost ne bi porasla. Konačno, četvrti kvadrant ispunjen je rizicima s malom vjerojatnosti i malom značajnosti stoga poduzeće na njih obraća najmanje pozornosti.

Slika 3: Primjer mape rizika



Izvor: prilagodba autora na temelju Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 106.

Mape rizika omogućuju menadžmentu i ostalim relevantnim dionicima uvid u identificirane rizike i njihove ocjene, čime dionici dobivaju oštiri fokus na bitna pitanja (Fraser i Simkins, 2010). Zaključno, mapa rizika bi ustvari trebala predstavljati okvir strategije integriranog upravljanja rizicima svake organizacije jer pomaže pri donošenju odluke kojim rizicima treba upravljati, koje rizike treba pratiti, a koji se zbog niske vjerojatnosti i značajnosti mogu staviti u drugi plan (Miloš Sprčić i Jakirlić, 2017).

3. KONCEPT DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA I KVANTIFIKACIJA RIZIKA

3.1. Procjena vrijednosti poduzeća putem diskontiranih novčanih tokova

3.1.1. Prosječni ponderirani trošak kapitala

Prosječni ponderirani trošak kapitala ili WACC (eng. *Weighted Average Cost of Capital*) predstavlja oportunitetni trošak s kojim se suočavaju investitori jer ulažu u određeno poduzeće, a ne u neko drugo s istom razinom rizika. To je ujedno i odgovarajuća stopa koju analitičar može koristiti prilikom diskontiranja prognoziranog slobodnog novčanog toka (McKinsey & Company, 2010). Prosječni ponderirani trošak kapitala skraćeno se naziva i troškom kapitala.

Vrijednost neke imovine funkcija je novčanih tokova generiranih od strane te imovine, životnog vijeka imovine i očekivanog rasta novčanih tokova sa pripadajućom rizičnošću. Drugim riječima, to je sadašnja vrijednost očekivanih novčanih tokova (Damodaran, 2014). Kako navode Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012), pri procjeni vrijednosti poduzeća moguće je izabrati između dvije diskontne stope – prosječnog ponderiranog troška kapitala (WACC) i troška obične glavnice (eng. *cost of equity*). Potonji se koristi pri procjeni vrijednosti poduzeća metodom rezidualnog dohotka ili metodom diskontiranih novčanih tokova, ukoliko se u kalkulaciju uključuju slobodni novčani tokovi običnoj glavnici. S druge strane, prosječni ponderirani trošak kapitala nametnuo se kao industrijski standard te kao prikladna diskontna stopa ako je procjena temeljena na slobodnim novčanim tokovima poduzeća. Slobodni novčani tok poduzeća McKinsey & Company (2010) definira kao novčani tok dostupan svim financijskim investitorima, stoga WACC poduzeća mora također uključivati traženi povrat svakog investitora. Anketa provedena od Bruner et al. (1998) nad 27 korporacija pokazala je kako je WACC opće prihvaćen pristup pri određivanju diskontnih stopa.

S obzirom da se poduzeće može financirati iz tri glavna izvora – običnom glavnicom, dugom ili povlaštenom glavnicom – trošak kapitala definiran je kao ponderirani prosjek ovih troškova.

Trošak obične glavnice odražava rizičnost ulaganja u glavnice poduzeća, trošak duga je funkcija rizika bankrota poduzeća dok je trošak povlaštene glavnice funkcija srednjeg stanja u smislu rizika između duga i glavnice. Ponderi svake od ovih komponenata trebali bi odražavati proporcije njihove tržišne vrijednosti (a ne knjigovodstvene) budući da ti razmjeri najbolje mjere kako se poduzeće financira (Damodaran, 2012).

Formula za izračun troška kapitala navodi se prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012):

$$k_A = w_D \times [r_B \times (1 - t)] + w_P \times r_P + w_G \times r_G$$

pri čemu je k_A ponderirani prosječni trošak kapitala, w_D udio duga u strukturi kapitala, r_B trošak duga prije poreza, t stopa poreza na dobit, w_P udio povlaštene glavnice u strukturi kapitala a r_P trošak povlaštene glavnice, te w_G udio obične glavnice u strukturi kapitala a r_G trošak obične glavnice. Ukoliko poduzeće ne koristi povlaštene dionice, tada se njihov udio i trošak izuzimaju iz formule. U načelu se u izračun troška kapitala uključuju svi oni izvori koji sudjeluju u financiranju dugoročnih investicija poduzeća. Kratkoročni dug najčešće se ne uključuje, osim ako se radi o kratkoročnom dugu koji se opetovano koristi u dužem vremenskom razdoblju (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Trošak obične glavnice određen je trima faktorima: nerizičnom kamatnom stopom, tržišnom premijom rizika (očekivani prinos na tržišni indeks umanjen za nerizičnu kamatnu stopu) te prilagodbom rizika koja odražava rizičnost poduzeća u odnosu na prosječnu kompaniju (McKinsey & Company, 2010). Praktični dio ovoga rada pratit će pristup teorije tržišta kapitala (eng. *Capital Asset Pricing Model*, CAPM) prilikom izračuna troška glavnice, gdje je očekivani prinos na dionicu minimalni prinos kojeg investitori zahtijevaju u zamjenu za ulaganje, i time taj prinos postaje trošak obične glavnice za poduzeće (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). CAPM je preferirani model za utvrđivanje troška glavnice (Bruner et al, 1998). Prema pristupu teorije tržišta kapitala, trošak obične glavnice jednak je nerizičnoj kamatnoj stopi uvećanoj za umnožak bete i tržišne premije rizika (McKinsey & Company, 2010). Za gore spomenutu prilagodbu rizika CAPM koristi betu:

- Beta, mjera sistematskog rizika reflektira osjetljivost novčanih tokova i zarada poduzeća (a time i cijena dionica) na opća kretanja u gospodarstvu (Palepu i Healy, 2012). Načelno, imovina koja se smatra rizičnijom od prosjeka imat će betu veću od jedan, a ispodprosječno rizična imovina manju od jedan. Za nerizičnu imovinu beta iznosi nula (Damodaran, 2012). Što se tiče prinosa, Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) navode

kako dionice s betom od jedan ostvaruju očekivani prinos jednak tržišnom, za dionice s betom većom od jedan očekivani je prinos iznad tržišnog a kod onih s betom manjom od jedan, očekivani prinos niži je od tržišnog. Česti pristupi izračunu bete su putem povijesnih podataka uz pomoć linearne regresije, preuzimanje bete sa financijskih servisa te metoda usporedbe bete s javno dostupnim betama sličnih poduzeća, kada za analizirano poduzeće beta nije procijenjena (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

- Nerizična kamatna stopa općenito se može definirati kao očekivani prinos na investiciju kod koje nema rizika od bankrota ili rizika reinvestiranja (Damodaran, 2012). Nerizična kamatna stopa uglavnom se izjednačava s prinosom na dugoročne državne obveznice koje je izdala vlada države u kojoj je poduzeće locirano, odnosno u kojoj ostvaruje novčane tokove, u valuti u kojoj su izraženi i novčani tokovi poduzeća (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).
- Tržišna premija rizika jednaka je razlici između prinosa na tržišni indeks i nerizične kamatne stope. Za Palepu i Healy (2012) to je iznos kojeg zahtijevaju investitori kao dodatni prinos zbog preuzimanja rizika bete. Tržišna premija rizika različita je za pojedine investitore, a da je nepostojeća investitori bi mogli investirati u nerizičnu imovinu po istome prinosu. Procjenjuje se usporedbom povijesnih prinosa na dionice i državne vrijednosne papire, ili promatranjem tekućih tržišnih cijena dionica (Damodaran, 2012).

Trošak duga nakon poreza aproksimira se uz pomoć prinosa do dospijea nakon poreza na dugoročni dug poduzeća. Kod kompanija čijim se dugom javno trguje na burzi, prinos do dospijea kalkulira se direktno iz cijena obveznica i očekivanih novčanih tokova. Za poduzeća čijim se dugom trguje neredovito može se koristiti kreditni rejting specijaliziranih agencija prilikom procjene prinosa do dospijea (McKinsey & Company, 2010). U slučaju da poduzeće nema dug kojim se trguje na tržištu kapitala mogu se upotrijebiti stope prinosa na javni dug usporedivih poduzeća. S obzirom na to da kamate koje se plaćaju na dug smanjuju osnovicu poreza na dobit, stvarni trošak duga za poduzeće manji je od zahtijevanog prinosa kreditora pa se trošak duga nakon poreza računa kao razlika između kamatne stope i uštede na porezu (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Ukoliko na povlaštenu glavnica (preferencijalne dionice) gledamo kao na vječnu tj. koja isplaćuje konstantne dividende, tada je njezin trošak omjer povlaštenih dividendi po dionici i tržišne cijene povlaštene dionice. Navedeno vrijedi ukoliko povlaštena dionica ne sadrži nikakva dodatna obilježja (poput konvertibilnosti). U pogledu rizičnosti, povlaštena je glavnica

sigurnija od obične jer se dividende isplaćuju prije te su uz to obično i fiksne. Istovremeno je rizičnija od duga jer se kamate na dug isplaćuju prije preferencijalnih dividendi. Povlaštena glavnica bi stoga prije oporezivanja trebala imati veći trošak od troška duga, te niži od troška obične glavnice (Damodaran, 2012).

3.1.2. Koraci metode diskontiranih novčanih tokova

Metoda diskontiranih novčanih tokova te metoda rezidualnog dohotka temeljni su apsolutni modeli vrednovanja, proizašli iz *going-concern* koncepcije poslovanja. *Going-concern* odnosno ekonomska vrijednost pretpostavlja neograničeno poslovanje poduzeća te uzima u obzir vremensku preferenciju novca – sklonost novcu u sadašnjosti nasuprot istom iznosu novca u budućnosti, proizašlu iz rizika pritjecanja novca i rizika inflacije (Miloš Sprčić, 2013). Polazište apsolutnih modela, navodi autorica, jest povezanost vrijednosti poduzeća s očekivanim prinosom od ulaganja.

Metoda diskontiranih novčanih tokova jedna je od najkorištenijih metoda vrednovanja uopće. Procjena vrijednosti putem diskontiranih novčanih tokova (eng. *Discounted Cash Flow*, DCF) koristi trošak kapitala poduzeća kao diskontnu stopu s kojom svodi prognozirane buduće novčane tokove na sadašnju vrijednost (Palepu i Healy, 2012). Fer tržišna vrijednost poduzeća jest sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova. DCF metoda dakle diskontira slobodni novčani tok, odnosno novčani tok dostupan svim investitorima, po prosječnom ponderiranom trošku kapitala tj. kombiniranom trošku za sav kapital investitora (McKinsey & Company, 2010). U praksi se najčešće procjenjuju novčani tokovi poduzeću idućih pet ili deset godina, te se zasebno aproksimira koliko će poduzeće vrijediti istekom tog promatranog razdoblja. Navedeni se iznosi zatim diskontiraju na sadašnje vrijednosti uz pomoć složenog ukamaćivanja te se zbrajaju kako bi se dobila konačna vrijednost procjene (Larrabee i Voss, 2013). Drugim riječima, projicirani slobodni novčani tokovi i rezidualna vrijednost se diskontiraju te zbrajaju. Dobiveni broj označava vrijednost operativne imovine poduzeća, one koja generira novčane tokove, te se može uvećati za iznos značajnije neoperativne imovine poput viška novca ili utrživih vrijednosnica te se tako dolazi do ukupne vrijednosti poduzeća. Kako bi se odredila vrijednost vlastitog kapitala u slučaju primjene slobodnih novčanih tokova, ukupna vrijednost poduzeća umanjuje se za neto dug (Miloš Sprčić, 2013).

Koraci prilikom procjene vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova su (Miloš Sprčić, 2013, prema Kaplan Schweser, 2009):

1. Utvrditi prikladni model slobodnih novčanih tokova;
2. Razviti *pro forma* financijske izvještaje;
3. Izračunati slobodne novčane tokove pomoću *pro forma* izvještaja;
4. Svesti slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po prikladnoj diskontnoj stopi;
5. Odrediti rezidualnu vrijednost i diskontirati je po prikladnoj diskontnoj stopi; te
6. Zbrojiti sadašnju vrijednost slobodnih novčanih tokova i rezidualne vrijednosti radi utvrđivanja vrijednosti poduzeća.

McKinsey & Company (2010) navodi kako je jedan od razloga zbog čega je DCF metoda najpopularniji pristup vrednovanju taj što se oslanja isključivo na ulaske i izlaske novčanih tokova u i iz poduzeća, što pojednostavljuje postupak te polučuje kvalitetne procjene. Nedostatak je, međutim, što godišnji novčani tokovi ne govore mnogo o ekonomskoj izvedbi poduzeća. Opadajući slobodni novčani tok može ukazivati na slabe rezultate ili pak na to da kompanija investira (McKinsey & Company, 2010), stoga je korisno sagledati širu sliku prilikom donošenja zaključka.

3.1.3. Slobodni novčani tokovi i fundamentalna vrijednost poduzeća

Kao što je prethodno navedeno, prvi korak u primjeni metode diskontiranih novčanih tokova je utvrditi odgovarajući model slobodnih novčanih tokova. Dva su osnovna modela: jednoperiodni i višeperiodni model slobodnih novčanih tokova. Jednoperiodni model slobodnih novčanih tokova poduzeću pretpostavlja da će poduzeće rasti po konstantnoj stopi g zauvijek, stoga je prikladno za korištenje kod stabilnih poduzeća u zrelih industrijama. Višeperiodni uzima da će poduzeće imati najčešće dva ili tri karakteristična razdoblja rasta (npr. razdoblje rasta, prijelazno razdoblje i razdoblje zrelosti) pa se stope rasta mogu procjenjivati za svaku komponentu zasebno ili za ukupni slobodni novčani tok (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Uvidom u povijesne rezultate poduzeća, analitičar razaznaje je li kompanija stvorila vrijednost, je li rasla te kako se uspoređuje s konkurentima. Pri tome se fokus nalazi na ključnim odrednicama vrijednosti: povratu na kapital, rastu prihoda te slobodnim novčanim tokovima (McKinsey & Company, 2010). S obzirom da su temelj za izradu financijskih prognoza

povijesni financijski izvještaji, navedene odrednice pomažu u prognoziranju budućih rezultata poduzeća. Na osnovu povijesnih, *ex post* financijskih izvještaja projiciraju se poslovni rezultati za buduće (najčešće petogodišnje) razdoblje poslovanja pri čemu su projekcije izrađene metodom postotka od prodaje – pomoću očekivanih prihoda od prodaje izvode se preostale stavke bilance i računa dobiti i gubitka. Izradom *pro forma* financijskih izvještaja moguće je odrediti koliko će kapitala biti potrebno da bi se financirao planirani rast prihoda od prodaje i potrebne investicije te se može na vrijeme planirati na koji će se način potrebna sredstva prikupiti u budućnosti (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Oba gore navedena modela novčanih tokova zatim se primjenjuju bilo na slobodnom novčanom toku poduzeću (eng. *Free Cash Flow to Firm*, FCFF) ili na slobodnom novčanom toku običnoj glavnici (eng. *Free Cash Flow to Equity*, FCFE). Larrabee i Voss (2013) navode da kod pristupa slobodnih novčanih tokova poduzeću, analitičar procjenjuje novčane tokove koje će poduzeće generirati služeći se lijevom stranom bilance. Takav novčani tok uključuje neto obrtni kapital – tekuća imovina umanjena za nekamatonske kratkoročne obveze – te imovinu, tvornice i opremu kao i nematerijalnu imovinu te *going-concern* vrijednost. FCFF je neovisan o financiranju kojeg koristi poduzeće. S druge strane, slobodni novčani tok običnoj glavnici procjenjuje glavnici poduzeća pomoću desne strane bilance (Larrabee i Voss, 2013). FCFF čini novac koji je dostupan kreditorima i vlasnicima poduzeća, dok je FCFE novac koji stoji na raspolaganju običnim dioničarima poduzeća nakon podmirenja troška duga (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Razlika između FCFF te FCFE leži prvenstveno u novčanim tokovima povezanim s dugom, poput rata kredita ili povlaštenih dividendi. Iako bi u teoriji oba pristupa trebala doći do identičnog iznosa glavnice, za zrela poduzeća s visokom polugom teže je izračunati FCFE zbog volatilnosti otplate ili izdavanja duga, kao i zbog vrijednosti same glavnice koja je veoma osjetljiva na pretpostavke o stopi rasta i riziku (Damodaran, 2012). Stoga će praktični dio ovoga rada računati slobodne novčane tokove poduzeću, i to po formuli navedenoj prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012):

$$V_p = [\Pi \times (1 - t)] + A - \Delta I - \Delta N_{OK}$$

pri čemu V_p označava slobodni novčani tok poduzeću, Π dobit prije kamata i poreza, A amortizaciju, t poreznu stopu, ΔI kapitalne investicije (u dugotrajnu operativnu imovinu) te ΔN_{OK} investicije u neto obrtni kapital.

Kalkulacija prosječnog ponderiranog troška kapitala, koji se koristi kao diskontna stopa prilikom svođenja slobodnih novčanih tokova na sadašnju vrijednost pojašnjena je na početku

trećeg poglavlja rada. Nadalje, idući korak u procjeni vrijednosti poduzeća je odrediti rezidualnu vrijednost za što će se u praktičnom dijelu koristiti konstantna stopa rasta (g). Prema Palepu i Healy (2012), konstantna ili održiva stopa rasta jest stopa po kojoj poduzeće može rasti pritom zadržavajući svoju profitabilnost i financijsku politiku nepromijenjenima. S obzirom da prinos na kapital (ROE) te politika isplate dividendi određuju fond sredstava dostupnih za rast, Palepu i Healy (2012) predlažu sljedeću formulu za izračun konstantne stope rasta (g):

$$g = ROE \times (1 - \text{omjer isplate dividendi})$$

pri čemu je omjer isplate dividendi dan kao omjer ukupnih dividendi i neto dobiti poduzeća, a prinos na kapital kao omjer neto dobiti i obične glavnice. Uz navedenu metodu određivanja g , u praksi se često koriste i povijesne stope rasta te industrijska ili stopa rasta BDP-a (Miloš Sprčić, 2013). Od svih inputa DCF modela, niti jedan ne može utjecati na procjenjenu vrijednost poduzeća kao konstantna stopa rasta, efekt koji može postati još jači ako se g približava diskontnoj stopi. Konstantna stopa rasta trebala bi biti manja ili odgovarati stopi rasta BDP-a, dok je pravilo palca da ne bi trebala prelaziti niti nerizičnu kamatnu stopu (Damodaran, 2012).

Rezidualna ili terminalna vrijednost jednaka je sadašnjoj vrijednosti svih slobodnih novčanih tokova nakon isteka promatranog razdoblja, diskontirana po prosječnom ponderiranom trošku kapitala (Brigham i Ehrhardt, 2010). Rezidualna vrijednost uvodi se iz razloga što nije moguće prognozirati novčane tokove u nedogled, a za Palepu i Healy (2012) to je sažetak ukupne izvedbe poduzeća izvan prognostičkog horizonta. Larrabee i Voss (2013) tvrde kako je ovo kritičan dio procjene poduzeća po DCF metodi, jer u normalnim okolnostima više od polovice konačne vrijednosti proizlazi iz rezidualne. Formula za izračun rezidualne vrijednosti, izvedena iz Gordonovog modela konstantnog rasta, prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) jest:

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

pritom je R_V rezidualna vrijednost, V_t slobodan novčani tok u vremenu t , g je očekivana dugoročna stopa rasta te k_A ukupni trošak kapitala. Nakon izračuna, dobivenu vrijednost potrebno je diskontirati po trošku kapitala. Kako navode autorice, pretpostavka je da u dugoročnom razdoblju stabilnog rasta poduzeće ostvaruje konstantne marže, zadržava konstantan obrtaj kapitala i zarađuje konstantan prinos na običnu glavicu i na nove investicije.

Posljednji korak procjene vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova je utvrđivanje vrijednosti poduzeća. Vrednovanje kao i dijagnoza poduzeća ustvari imaju za cilj identificirati,

kako ih naziva Grant (2016), pokretače fundamentalne vrijednosti. Tržište odražava intrinzičnu vrijednost poduzeća te drži cijene u okvirima te fundamentalne vrijednosti. Iz strateške perspektive, menadžeri ne trebaju brinuti za kratkoročne fluktuacije cijena dionica nego se trebaju fokusirati na dugoročno stvaranje intrinzične vrijednosti. Ukoliko prilikom vrednovanja koristi DCF metodu koja je orijentirana na maksimiziranje slobodnog novčanog toka poduzeća u dugom roku, menadžment će u konačnici biti nagrađen višim tržišnim cijenama dionica (McKinsey & Company, 2010). Zaključno, vrijednost poduzeća bit će jednaka sumi sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeću i sadašnje vrijednosti rezidualne vrijednosti poduzeća.

3.2. Kvantifikacija i donošenje odluke o upravljanju rizicima

3.2.1. Rizični novčani tok

Vrijednost poduzeća procijenjena pomoću DCF metode testira se putem stohastičkih i determinističkih modela procjene rizika kao što su analiza osjetljivosti, analiza scenarija i druge tehnike korištene za izračun riziku prilagođene vrijednosti. Najčešće korištene kvantitativne metode izloženosti rizicima jesu rizična vrijednost (eng. *Value at Risk*) te rizični novčani tok (eng. *Cash Flow at Risk*) (Miloš Sprčić, 2014).

Ukoliko ne generiraju dovoljne količine gotovine u točno određeno vrijeme, poduzeća moraju odustati ili odgoditi profitabilne investicije. Upravo iz navedenog razloga, mjerenje rizika kod poduzeća iz nefinancijskog sektora trebalo bi se temeljiti na novčanim tokovima (Miloš Sprčić i Radić, 2011). Rizični novčani tok pruža sažetu statistiku rizika svojstvenog portfelju novčanih tokova tvrtke. Ona u osnovi predstavlja gubitak novčanog toka, s pridruženom određenom razinom pouzdanosti, kojeg bi poduzeće moglo pretrpjeti u nekom vremenskom razdoblju (Oral i Akkaya, 2015). RiskMetrics Grupa (1999) rizični novčani tok definira kao maksimalni gubitak generiranog neto novčanog toka, u odnosu na zadanu ciljnu razinu, te koji može izbiti zbog učinaka tržišnih rizika pri određenoj razini pouzdanosti i u određenom periodu. CFaR spada pod mjere relativnog rizika – kao i rizične zarade (eng. *Earnings at Risk*, EaR) koje promatraju maksimalni gubitak generiranih zarada poduzeća – što znači da kvantificira neizvjesnost neke

vrijednosti u odnosu na referentnu razinu za tu vrijednost, odnosno rizik mjeren u odnosu na zadanu razinu novčanog toka (RiskMetrics Grupa, 1999).

Prema Oral i Akkaya (2015), poduzeća koriste rizični novčani tok radi vrednovanja vlastite strukture kapitala tj. omjera duga i glavnice. Menadžment nastoji iskoristiti prednosti financiranja dugom bez mogućih troškova financijskih poteškoća. Poduzeća sve češće CFaR metodu provode na *top-down* principu koji je usklađen s poslovnom strategijom. U praksi se CFaR najčešće dobiva putem računalnog programa *Excel*, koji se po mogućnosti može upotpuniti sa Monte Carlo simulacijom (McKinsey & Company, 2013). Monte Carlo simulacija tehnika je analize rizika koja veže osjetljivost, distribuciju vjerojatnosti i korelaciju između varijabli. Uz pomoć slučajnih brojeva izrađuje simulaciju budućih događaja i time procjenu profitabilnosti te rizičnosti (Brigham i Ehrhardt, 2010).

CFaR i VaR metode odgovaraju dakle na pitanje koliko poduzeće smije odskakati od očekivanih rezultata (u negativnom smjeru) s određenom razinom pouzdanosti. Postoje, ipak, bitne razlike između ove dvije mjere: VaR je jedinstveni broj koji odražava koliko vrijednosti portfolija može biti ugroženo dok vlasnik ne poduzme korektivnu akciju, poput likvidacije nepovoljnih pozicija. CFaR je mjera rizika kroz kontinuirani vremenski horizont, bilo mjesec, kvartal ili godine. Razlog tomu je što nefinancijska izloženost poduzeća često čini integralni dio poslovanja te ne može biti „odmotana“ u kratkom vremenskom roku. VaR se redovito prati i korigira na bazi nekoliko dana, dok se na CFaR gleda u srednjoročnom i dugoročnom vremenskom horizontu (McKinsey & Company, 2013). Dok financijske institucije izrađuju kratkoročne analize portfelja, nefinancijska društva novčane tokove promatraju tijekom dužeg vremenskog razdoblja. Zbog navedenog, ali i zbog fokusa na financijski dio portfelja, VaR je istovremeno odličan alat za mjerenje rizika financijskih institucija, ali i nepotpun za poduzeća u realnom sektoru (Miloš Sprčić i Radić, 2011). Nadalje, različite su i razine pouzdanosti, pa su tako određene banke prije financijske krize 2008. godine za razinu pouzdanosti kod rizične vrijednosti uzimale čak 99,9% ili 99,97%. S druge strane, nefinancijske kompanije rizični novčani tok najčešće procjenjuju uz razinu pouzdanosti od 95% (McKinsey & Company, 2013). Konačno se može reći kako je CFaR u suštini ipak modificirana VaR metoda. Pritom treba imati na umu da je ciljana varijabla za VaR vrijednost portfelja, a za CFaR distribucija novčanih tokova te vrijednost poduzeća (Miloš Sprčić i Radić, 2011).

3.2.2. Analiza osjetljivosti i scenarija

Procjene novčanih tokova poduzeću bazirane su na brojnim pretpostavkama o stanju ekonomije, konkurentima, preferencijama potrošača, porezima i slično. Jedno od ključnih pitanja je osjetljivost procjene novčanih tokova na pojedine pretpostavke (Larrabee i Voss, 2013). Analitičar se tako može priupitati: što će se dogoditi ako na tržište uđe novi konkurent? Što ako porastu davanja za porez na dobit, a što ako padnu kamatne stope u gospodarstvu?

Analiza osjetljivosti mjeri postotnu promjenu u zadanoj vrijednosti koja proizlazi iz odabrane postotne promjene neke od ulaznih varijabli, dok se preostale varijable drže fiksnim. To je i najčešće korištena metoda pri analizi rizika (Brigham i Ehrhardt, 2010). Proces uglavnom započinje sa „što ako“ pitanjima koje postavlja menadžement, nakon čega se kreće u izradu analize osjetljivosti. Jedan od načina provođenja može krenuti od temeljnih pretpostavki korištenih u prognozi, a zatim ispitati osjetljivost na pretpostavke s najvećom neizvjesnost u datoj situaciji (Palepu i Healy, 2012). Analiza osjetljivosti koristan je alat za prikaz učinaka promjene pretpostavki koji se smatra relativno jednostavnim za korištenje. Ipak, veliki nedostatak analize osjetljivosti je što promatra promjenu samo jednog parametra izolirano, bez mogućnosti istovremenog kombiniranja s promjenama ostalih parametara. S obzirom da u stvarnosti rijetko dolazi do varijacije isključivo jednog parametra, ova metoda prema Larrabee i Voss (2013) nije dovoljno realistična.

Analiza scenarija može se upotrijebiti kao dopuna analize osjetljivosti. Potencijalni učinci promjene nekoliko varijabli na vrijednost prate se uz pomoć analize scenarija. Jedan od pristupa kojeg zagovaraju Brigham i Ehrhardt (2010) za prvi korak analize scenarija uzima odrediti osnovni (eng. *base-case*) scenarij kojem se pridružuje najvjerojatnija vrijednost svake ulazne varijable. U suradnji s različitim odjelima unutar kompanije, iduće se određuju najlošiji (eng. *worst case*) i najbolji (eng. *best case*) scenariji te vrijednosti ulaznih varijabli. Pritom se uzima da najlošiji i najbolji scenariji imaju oko 25%, a osnovni 50% vjerojatnosti od nastupanja što omogućuje projekciju novčanih tokova za svaki scenarij. Damodaran (2008) pak dijeli proces analize scenarija na četiri koraka: i) odabir pretpostavki na kojima će se scenarij temeljiti, ii) odabir ukupnog broja scenarija koji će se graditi na pojedinoj pretpostavki ili faktoru (npr. tri scenarija temeljena na ulasku novog konkurenta), iii) procjena novčanih tokova za svaki scenarij, te iv) dodjela razine vjerojatnosti nastupanja svakom od scenarija.

Analiza scenarija može značajno poduprijeti menadžment u donošenju informirane odluke te je izrazito korisna metoda pri kvantifikaciji učinaka rizika. Kako navode Orsag i Dedi (2011), prednost analize scenarija jest u tome što za razliku od analize osjetljivosti, analizu rizičnosti temelji na distribuciji vjerojatnosti nekog pokazatelja financijske efikasnosti (poput čiste sadašnje vrijednosti). Slabost navedenog pristupa očituje se u oslanjanju na ograničeni broj scenarija, stoga analiza scenarija pokriva tek neke od potencijalnih ishoda u stvarnosti.

3.2.3. Kvantifikacija i rangiranje u mapu rizika

Poduzeća kvantificiraju identificirane rizike iz nekoliko razloga. Kao prvo, poduzeće mora moći odvojiti bitne od manje bitnih rizika. Istraživanja pokazuju da oko 80 posto ukupne rizičnosti koja prijete poduzeću proizlazi iz svega deset glavnih rizika (Fraser i Simkins, 2010). Nadalje, poduzeće mora nekako odlučiti hoće li alocirati sredstva za upravljanje određenim rizikom. Na kraju, kvantifikacija stavlja u kontekst rizik sa dobiti iz neke aktivnosti te prikazuje doprinos pojedinog rizika ukupnoj rizičnosti.

Rizični profil poduzeća integralni je dio strateškog planiranja i alociranja resursa, koji promiče važnost integriranog upravljanja rizicima. Sastoji se od dokumentiranih ključnih rizika koji prijete organizaciji u ostvarivanju svojih ciljeva kroz određeno razdoblje. Svrhe rizičnog profila su strateško i poslovno planiranje, raspodjela sredstava, stvaranje akcijskih planova te komunikacija rizika unutar menadžmenta (Fraser i Simkins, 2010). Mapa rizika je osnovni ali i najrasprostranjeniji tip rizičnog profila, koji na vizualno privlačan način rangira rizike po svojoj značajnosti i vjerojatnosti nastupanja.

Kao što je navedeno, mapa rizika predstavlja subjektivnu metodu procjene rizika koja čini bazu za daljnju objektivizaciju rizika. Objektivna procjena podrazumijeva kvantitativno određen utjecaj rizika na vrijednost poduzeća. Metode rizičnog novčanog toka i rizične vrijednosti stoga su često korišteni pristupi jer omogućuju kvantifikaciju učinaka pojedinih rizika na ukupni rizični profil i rangiranje. Tako se početna mapa rizika, izrađena od strane ekspertne skupine, može prilagoditi i nadopuniti rezultatima kvantitativnih analiza. Nakon kvantifikacije i revidiranja mape rizika, menadžer za rizike (CRO) može prijeći na idući korak integriranog upravljanja – donošenje odluka o upravljanju rizicima (Miloš Sprčić, 2014).

3.2.4. Odluke o upravljanju rizicima

Damodaran (2008) tvrdi da je ključ za efikasno upravljanje rizicima odluka o tome koje rizike zaobići, kroz koje proći odnosno podnijeti te koje iskoristiti u svoju korist. Drugim riječima, neke rizike treba hedžirati, neke pak ne dok ostale treba eksploatirati.

Jednom kada se identificira, rizik se može tretirati na nekoliko načina koji nisu nužno međusobno isključivi. Kardinalni pristupi tretiranju rizika su za ISO (2018): a) izbjegavanje rizika odlukom o nepoduzimanju ili prestanku određene aktivnosti asocirane s tim rizikom, b) prihvaćanje ili povećanje rizičnosti kako bi se ostvarila određena prilika, c) uklanjanje izvora rizika, d) promjena vjerojatnost izbijanja rizika, e) promjena posljedica rizika, f) dijeljenje rizičnosti pomoću osiguranja, terminskih ugovora i sl., te g) podnošenje rizika informiranom odlukom. Odabrani pristup riziku ne mora se naravno pokazati ispravnim i može čak prouzročiti izbijanje novog rizika. U situacijama kada se na rizik ne može djelovati, potrebno ga je svejedno zabilježiti i redovito nadzirati.

Miloš Sprčić (2013) navodi pet temeljnih pristupa upravljanju rizicima, koji su pojašnjeni u nastavku:

- *Izbjegavanje rizika* – pristup kod kojeg poduzeće nastoji uopće ne dospjeti u situaciju u kojoj bi se mogao pojaviti potencijalno štetni rizik. Primjerice, poduzeće u Hrvatskoj moglo bi nastojati zaobići valutni rizik poslovanjem (kupnjom ali i prodajom dobara) isključivo na domaćem tržištu, dakle u hrvatskim kunama. Zbog međupovezanosti poduzeća na otvorenom tržištu, teško je u potpunosti izbjeći mogućnost pojave rizika.
- *Prirodni hedžing* – označava smanjenje izloženosti odnosno vjerojatnost ostvarenja gubitaka poduzeća. Jedan od načina postizanja prirodnog hedžinga je prebacivanje potraživanja i obveza u istu valutu, pa se negativna kretanja tečaja po poduzeće neutraliziraju s pozitivnim. Operativni hedžing sličan je princip koji znači reorganiziranje operativnog poslovanja radi smanjenja izloženosti nekom riziku.
- *Transfer rizika* – podrazumijeva prijenos rizika na druge sudionike na tržištu. Ukoliko poduzeće hedžira, odriče se potencijalnih dobitaka uslijed pozitivnih kretanja kako bi se zaštitilo od mogućih negativnih posljedica. Poduzeće iz eurozone, na primjer, ima zakazano plaćanje tj. obvezu u američkim dolarima za dva mjeseca. Kako bi se zaštitilo, poduzeće može kupiti potrebne dolare sada pomoću terminskih ugovora, po unaprijed poznatom tečaju. Iako bi deprecijacija dolara išla na ruku poduzeću iz eurozone,

menadžment ne želi špekulirati radi moguće aprecijacije dolara pa unaprijed „zaključava“ tečaj po kojemu će podmiriti obvezu u dolarima. Druga metoda transfera rizika je osiguranje tj. plaćanje nekom subjektu za preuzimanje rizika. Primjer osiguranja može biti kupnja valutne opcije poduzeća iz eurozone, čime se određuje maksimalni iznos eura koje bi poduzeće platilo za potrebni iznos dolara. Opcija predstavlja obvezu prodavaču tj. sastavljaču dok kupac odlučuje hoće li opciju zaista izvršiti. Treći način transfera rizika je diverzifikacija. Poduzeće tako može poslovati sa kanadskim dolarima, jenima, zlotima i drugim valutama kako bi se nastojalo zaštititi od neočekivanih oscilacija američkog dolara. Međutim, s obzirom da su svjetske valute pozitivno korelirane, rizik se ne može u potpunosti diverzificirati na ovaj način.

- *Pasivno snošenje rizika* – označava nepoduzimanje radnji koje štite od negativnih utjecaja rizika. Primjenjuje se ukoliko je analiza utjecaja rizika na novčane tokove pokazala da utjecaj rizika kojima je poduzeće izloženo zanemarivo. Pasivno snošenje rizika može se nazivati strategijom jedino ako je rezultat dubinske analize rizika.
- *Strateško upravljanje rizicima* – ili selektivni hedžing jest proaktivni pristup upravljanju rizicima. Dok potpuni hedžing nastoji minimizirati varijancu odnosno odstupanje od očekivanog poslovnog rezultata, dakle neutralizirati negativno kretanje sa pozitivnim, selektivnom hedžingu nije u interesu potpuna neutralizacija rizika. Strateško upravljanje ograničava gubitke u slučaju negativnih oscilacija, te ostavlja prostor za iskorištavanje eventualnih pozitivnih kretanja. Kako su opcije jedan od najčešćih instrumenata upravljanja rizicima, može se pretpostaviti da određena zrakoplovna kompanija razmatra selektivno hedžiranje uz pomoć opcija. Kompanija se želi zaštititi od mogućeg porasta cijene nafte bez da gubi mogućnost povoljnije kupnje u slučaju pada cijene. Menadžment stoga može kupiti opciju na ukupnu vrijednost kerozina koji je potreban za određeno vremensko razdoblje poslovanja. Ukoliko cijena na tržištu poraste, menadžment će odlučiti izvršiti opciju. U slučaju pada cijene, kompanija će jednostavno kupiti kerozin po povoljnijoj cijeni od opcijske na spot tržištu.

Integrirano upravljanje rizicima složen je proces koji ne završava sa donošenjem odluke o rizicima. ISO (2018) u svojim smjernicama uključuje i redoviti nadzor sa revidiranjem svih faza procesa, kao i pravovremeno izvještavanje relevantnih dionika o rezultatima kako bi se stvorena dodana vrijednost uspješno održala.

4. ISTRAŽIVANJE – PROCJENA VRIJEDNOSTI METODOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA TE KVANTIFIKACIJA I UPRAVLJANJE RIZICIMA ZA PODUZEĆE MAISTRA D.D.

4.1. Ciljevi i metodologija istraživanja

Kao izvor podataka za analizu i procjenu poduzeća te očekivanih novčanih tokova primarno su korišteni javno dostupni financijski izvještaji društva Maistra d.d. (2020c, 2020d) i Grupe Adris d.d. (2020), kao i ostali izvještaji, službene mrežne stranice i publikacije Društva i grupacije Adris d.d. Rad se temelji na metodi diskontiranih novčanih tokova, odnosno na prognozi budućih novčanih tokova procjenjivanog poduzeća koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost. Kvantitativna procjena rizika prvenstveno će se provoditi pomoću metode rizičnih novčanih tokova (CFaR) koja simulira novčane tokove poduzeća u slučaju financijskih poteškoća.

Relevantnost ovoga rada ogleda se u nezavidnom položaju hrvatskog turizma nastalom uslijed epidemije koronavirusa. Očekivani stručni doprinos razvidan je u detaljnoj analizi čimbenika koji utječu na rizične novčane tokove i vrijednost hotelskog poduzeća Maistra d.d., te mjerema upravljanja prepoznatim rizičnim čimbenicima u kriznim vremenima kako bi se očuvala intrinzična vrijednost poduzeća.

4.2. Analiza vanjskog okruženja i industrije

4.2.1. Analiza vanjskog okruženja

Proces procjene vrijednosti Maistre d.d. započinje uvidom u vanjsko okruženje poduzeća. PESTLE analiza strateški je alat koji proučava političke, ekonomske, socijalno-društvene, tehnološke, legislativne i ekološke silnice koje bi mogle imati utjecaj na poslovanje poduzeća.

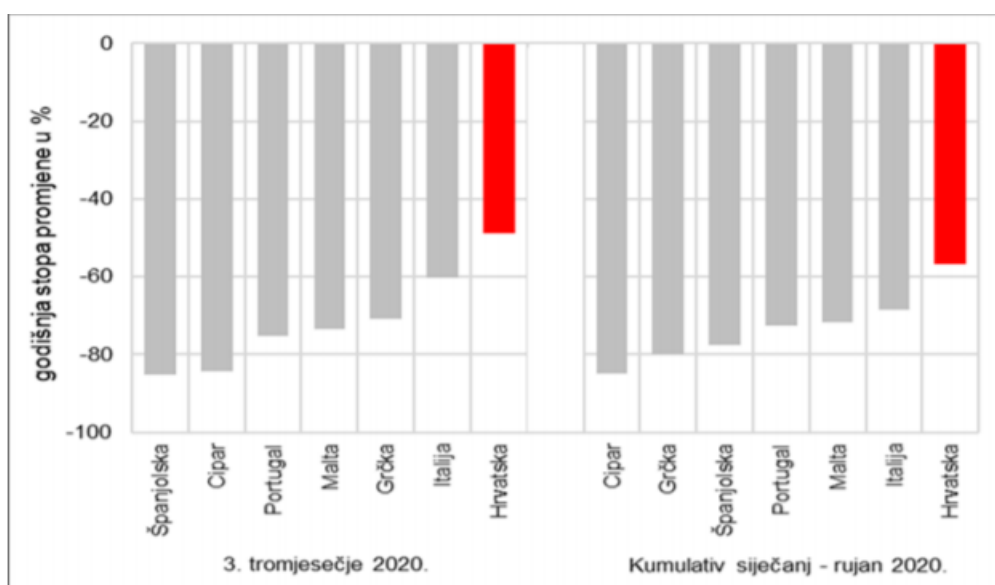
Politički faktori podrazumijevaju političke čimbenike koji bi eksplicitno ili implicitno mogli utjecati na Maistru d.d. Članstvo Hrvatske u Europskoj Uniji ostvareno 2013. godine trebalo bi

izrazito povoljno djelovati na ovu hotelijersku kompaniju. Primjerice, olakšan je postupak prelaska granica između zemalja članica (mogućnost prelaska s osobnom iskaznicom) dok će efektivnim ulaskom Hrvatske u Schengenski prostor postojati samo kontrola vanjskih granica prostora. Nadalje, samim činom ulaska poboljšana je percepcija Hrvatske kao sigurne destinacije, pogotovo među gostima koji ne dolaze iz Europe te su slabije informirani. Svakako je jedna od većih prednosti EU članstva za poduzetnike pristup strukturnim fondovima, što koristi i društvo Maistra. Projekt povećanja udjela obnovljive energije u bruto potrošnji i štednje energije za TN Amarin sufinanciran je iz europskih strukturnih fondova (Maistra d.d., 2020a). Što se tiče poreznih davanja, hotelskom sektoru ide na ruku snižena stopa PDV-a od 13% na usluge smještaja koja je uvedena 2017. godine (Narodne novine, 2016) radi poticanja ulaganja. Prema *Doing Business* izvještaju Svjetske banke, Hrvatska se nalazi na 51. mjestu od ukupno 190 zemalja svijeta, što je pomak na bolje za sedam mjesta u odnosu na prethodnu godinu (Svjetska banka, 2019). Međutim, valja napomenuti kako je u izvještaju objavljenom 2017. Hrvatska također bila na 51. mjestu prije nego što se spustila na ljestvici. Izvještaj iz 2019. godine ukazuje na smanjenje troška te ubrzavanje pokretanja poslovanja što je vrlo dobar pokazatelj. S druge strane, po pribavljanju građevinske dozvole Hrvatska je na 150. mjestu a po lakoći dobivanja kredita na 104. mjestu. To su najslabije ocijenjeni parametri za Hrvatsku, te nažalost ujedno i najrelevantniji za hotelijersko društvo poput Maistre.

Ekonomski faktori promatraju kretanja u gospodarstvu u odnosu na poduzeće. Globalna i nacionalna ekonomija u tekućoj 2020. godini iznimno je snažno pogođena pandemijom COVID-19 virusa. Svjetska banka (2020) predviđa kako će u osnovnom scenariju svjetski BDP pasti za 5,2%, čak tri puta više nego za vrijeme globalne financijske krize 2009. godine. Akumulirani negativni učinak rezultirat će najvećim padom realnog BDP-a od samostalnosti Hrvatske - procjena Svjetske banke (2020) predviđa pad od 9,3% dok najnovija procjena HNB-a (2020a) očekuje pad od 8,9%. U 2021. HNB očekuje rast od 4,9% na godišnjoj razini. Pojava prvih slučajeva zaraženih koronavirusom u Hrvatskoj momentalno je stvorila pritisak na deviznim i obvezničkim tržištima, te je uslijedila rasprodaja vlasničkih papira poduzeća u turizmu. Podaci sa Zagrebačke burze pokazuju pad cijene po dionici Maistre d.d. sa 312 kuna na dan 18.02.2020. na 181 kunu dana 19.03. iste godine (Zagrebačka burza, 2020). Dakle, u nešto više od mjesec dana dionica je izgubila čak 41,9% vrijednosti. Negativni utjecaji koronakrize na tržište rada djelomično su usporeni zahvaljujući državnim potporama pogođenim poduzećima u vrijednosti do 4.000 kuna po zaposleniku, uz zadovoljavanje određenih uvjeta poput zadržavanja broja zaposlenih i značajan pad prometa. U srpnju 2020. u

odnosu na srpanj 2019. – blizu vrhunca turističke sezone – broj ukupno zaposlenih u pravnim osobama je, usprkos potporama, pao za 4,6% (DZS, 2020). Prisutna je neizvjesnost s obzirom da se za vrijeme pripremanja ovoga rada potpore i dalje isplaćuju, no ostaje za vidjeti kada će državne potpore pogođenim djelatnostima biti obustavljene te kakav će učinak to ostaviti na gospodarstvo. Očekuje se povećanje stope nezaposlenosti na 7,5 posto radne snage za 2020., te dodatno usporavanje inflacije na 0,2 posto, uglavnom zbog znatnog smanjenja cijena energije tj. poglavito naftnih prerađevina (HNB, 2020a). Sektor države očekuje porast javnog duga u nadolazećem razdoblju. Projekcije poreznih prihoda niže su za preko od 20% u tekućoj godini te će javni dug porasti na najvišu dosad zabilježenu razinu od 86,7% BDP-a (HNB, 2020b). Višak likvidnosti banaka je na povijesno visokim razinama. Hrvatska je u prvih devet mjeseci 2020. godine ostvarila oko 50 posto noćenja manje u odnosu na prošlu godinu, pri čemu su najpogođenije avionske destinacije. Slika 4 prikazuje kako je broj noćenja stranih gostiju u 2020. godini ipak ostvario manji pad od osnovnog scenarija, ali i od konkurencije na Mediteranu. Turistički dio grupe Adris je kao odgovor na krizu prepolovio planirane investicije u tekućoj godini radi očuvanja likvidnosti. Ukupni broj prodanih smještajnih jedinica Maistre u prvih devet mjeseci smanjio se za 57% u odnosu na prošlogodišnju razinu, dok su prihodi pali za 59% u odnosu na 2019. Luksuzni hotelski segment pokazao se otpornijim od prosjeka društva, ostvarivši sedam postotnih bodova više prodanih jedinica (Adris grupa, 2020). U 2021. očekuje se rast viška na računu platne bilance upravo zbog oporavka turizma.

Slika 4: Noćenja stranih gostiju u 2020. povoljnija od osnovnog scenarija i rezultata konkurencije



Izvor: HNB (2020a) *Brifing za medije*. Priopćenja. Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/2952583/hp17122020_brifing_za_novinare.pdf/38f7b217-6ddd-e64a-e48c-0dc1ae8c05ee?t=1608204039779

Društveni čimbenici odnose se na odrednice društva u okruženju poduzeća. U Hrvatskoj kao i u ostatku EU prisutno je znatno starenje stanovništva. Uvidom u statistiku HZMO-a (2020) razvidan je zabrinjavajući trend u odnosu broja korisnika mirovina (umirovljenika) te broja osiguranika (radnoaktivne osobe). Dok je 1980. godine na jednog korisnika mirovine otpadalo 4,04 osiguranika, krajem 2019. godine odnos broja korisnika i osiguranika iznosio je 1:1,25. Pad ovog omjera u iznosu od 69% u nepunih 40 godina alarmantan je podatak koji dovodi u pitanje opstanak mirovinskog sustava u Hrvatskoj u trenutnom formatu. U dugoročnoj perspektivi, za Maistru to može predstavljati problem zbog pribavljanja radne snage koja je u ugostiteljstvu pretežito mlađe životne dobi. To bi moglo stvoriti pritisak na nadnice prema gore, što bi zauzvrat moglo ponukati Društvo da se okrene stranoj radnoj snazi. Vlada RH je za 2020. godinu odobrila kvotu od 18.370 dozvola za novo zapošljavanje stranaca u turizmu, od čega je više dozvola odobreno jedino za djelatnost graditeljstva od ukupno 33.300 dozvola (Narodne novine, 2019). Dugoročno je za očekivati postupni porast odobrenih dozvola pogotovo za uslužne djelatnosti, sukladno rastu turističkog *outputa*, što će koristiti Maistri jer će pozitivno utjecati na trošak plaća.

Tehnološke silnice uspješno mijenjaju gotovo svaki aspekt poslovanja. Vrijedi spomenuti i jedan od pozitivnih učinaka restriktivnih mjera radi sprječavanja širenja koronavirusa, a to je ubrzana digitalizacija poslovanja. Poduzetnici su vrlo brzo shvatili kako će zbog ograničene mogućnosti kretanja velik dio aktivnosti i potrošnje biti prebačen *online*, što su neki uspjeli iskoristiti. Društvo Maistra već dugo vremena nudi direktni *online* kanal rezervacija, kao i indirektni putem internetskih stranica za rezervacije. Smještajne jedinice u hotelima i turističkim naseljima Društva također su modernizirane, pa primjerice nude *online* jelovnike dostupne skeniranjem QR koda pomoću mobilnog uređaja.

Legislativni ili pravni čimbenici važni su za poduzeće je čine okvir za poslovanje. Za Maistru su, uz porezne akte, najrelevantniji zakoni orijentirani na graditeljstvo i pribavljanje dozvola. Već je predstavljena loša ocjena Hrvatske po pitanju pribavljanja građevinske dozvole, što je nužno ubrzati kako bi se pojačali investicijski ciklusi. Ekološke silnice danas posebno dobivaju na značaju zbog problema poput globalnog zatopljenja i ekoloških katastrofa, te im potrošači

ubrzano pridaju pažnju. Maistra je 2018. godine certificirala Sustav upravljanja zaštitom okoliša prema normi ISO 14001:2015, koji je zajedno sa sustavom upravljanja kvalitetom prema normi ISO 9001:2015 implementiran u sve objekte i procese poduzeća. Politika zaštite okoliša predstavlja okosnicu za postavljanje ciljeva te je dokumentirana (Maistra d.d., 2020b).

4.2.2. Analiza industrije

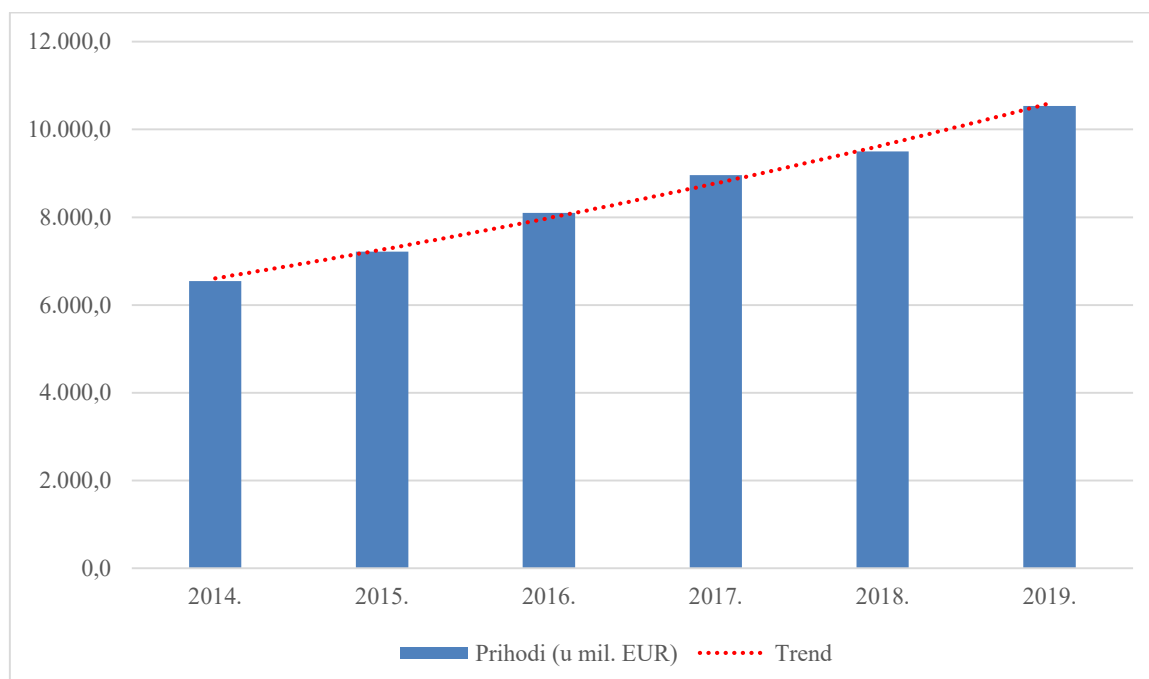
Turizam i hotelska industrija imaju ogroman značaj za hrvatsko gospodarstvo. Komponente turističkog sektora – hoteli, apartmani, kampovi, hosteli, turistička naselja i ostalo – neizravno obuhvaćaju još i velik broj pravnih i privatnih osoba koje pružaju npr. usluge hrane i pića, organiziranih tura, pa čak i maloprodajnih lanaca koji (dodatno) zarađuju od turizma. O važnosti turizma govori i podatak Eurostata za 2017. kako od 1.024.484 zaposlenih u nefinancijskom realnom sektoru u Hrvatskoj, gotovo 8% je zaposleno u turističkoj industriji (Eurostat, 2020). Ministarstvo turizma i sporta (2019) navodi i kako je na temelju input - output modela utvrđeno da turizam izravno i neizravno generira 16,9% bruto dodane vrijednosti Hrvatske za 2016. godinu.

Jedan od glavnih ciljeva turističkog razvoja u Hrvatskoj je povećanje broja smještaja visoke kategorije, prvenstveno hotela sa četiri i pet zvjezdica. Mišljenje je kako će navedeno utjecati na privlačenje gostiju visoke platežne moći te sadržajima visokokategoriziranih objekata produžiti turistička sezona na veći dio jeseni i proljeća. Osim toga, hotelski segment više kategorije ključan je za zapošljavanje u turizmu, te pridonosi dugoročnoj održivosti. Prema podacima Ministarstva turizma (2020) vidljivo je kako u 2019. godini po smještajnim kapacitetima i dalje prednjače privatne sobe (63,2%) te kampovi i kampirališta (18,2%). Tek se na trećem mjestu nalaze hoteli i aparthoteli sa udjelom broja postelja u ukupnim kapacitetima od 9,8%. Unutar hotela, 51% su činili hoteli sa četiri i pet zvjezdica, od čega svega 6% oni sa pet zvjezdica stoga još ima mjesta za napredak u ostvarivanju navedene strategije.

Kako bi se stekao uvid u fazu razvoja industrije, graf 1 prikazuje kretanje prihoda od usluga pruženih stranim putnicima i turistima. Prikazani iznosi izračunati su od HNB-a kao umnožak fizičkih pokazatelja broja putnika i odgovarajućih anketnih pokazatelja (stratificirani uzorak) njihove prosječne potrošnje. S obzirom da se prihodi u promatranom razdoblju ostvaruju konstantan rast, može se zaključiti kako je industrija i dalje u fazi rasta. Kao što je vidljivo,

prihodi od stranih gostiju u 2019. godini prelaze 10 milijardi eura. Prema zadnjim izvještajima Satelitskog računa turizma (Ministarstvo turizma i sporta, 2019) za Hrvatsku, ukoliko se inozemnoj potrošnji pridoda i domaća (tzv. unutarnja turistička potrošnja) rezultat je bio oko 10,4 milijardi eura još u 2016. godini. Prihodi ostvareni u 2020. zasigurno će biti znatno lošiji, s obzirom da su mjere za sprječavanje širenja koronavirusa ograničile kretanje stanovništva na svim važnim emitivnim turističkim tržištima. Unatoč koronavirusu, na slici 5 trend je uzlazan u promatranih šest godina te je realno za očekivati nastavak faze rasta još barem nekoliko godina prije prelaska industrije u fazu zrelosti.

Slika 5: Kretanje prihoda od usluga pruženih stranim putnicima i turistima (u milijunima eura)



Izvor: izrada autora na temelju podataka iz HNB (2020) *Tablica R1: Prihodi od razmjene usluga s inozemstvom*. Tablični prikaz, tablica P4. Putovanja (turizam) – prihodi.

Porterov model pet sila, pojašnjen u prvome dijelu rada, opisuje ključne silnice prisutne u svakoj industriji u odnosu na promatrano poduzeće. Natjecanje među konkurentima poprilično je izraženo između luksuznih hotela na obali, kao što su hoteli Maistre d.d. Iako je u svojem sjedištu Rovinju poprilično konsolidirana sa čak pet hotela i šest *resorta*, može se reći kako iz tržišnog aspekta cjelokupna Istra i Kvarner međusobno konkuriraju i ciljaju sličnu nišu gostiju.

Osim geografske blizine bitnim emitivnim tržištima, Istra je kao regija najviše u Hrvatskoj napredovala u razvoju kvalitetne, ali i raznolike turističke ponude. Istarska županija tako je u 2019. primila i najveći broj gostiju, gotovo 23% od ukupnih dolazaka turista. U pozadini takvih rezultata nalaze se brojni lanci luksuznih hotela poput Arena Hospitality grupacije u Puli i Medulinu, Kempinski u Savudriji, Valamar Riviera u Poreču i Rapcu, Plava laguna u Umagu, Poreču i Rijeci te Jadranka na Lošinju. Uz navedene postoji čitav niz manjih luksuznih hotela koji konkuriraju personaliziranim ponudom. Obzirom da je riječ o luksuznom segmentu, konkurenti uglavnom konkuriraju necjenovnim elementima i ponudom. Što se tiče intenziteta, konkurencija je jaka i konzistentna. Iako postoje visoki fiksni troškovi, veći hoteli i lanci manje su skloni snažnom rezanju cijene uslijed slabije potražnje nego manji hoteli. Jedan od razloga za to je i bolji pristup većih poduzeća kreditima za likvidnost, što se posebice vidjelo u sezoni 2020. obilježenoj pandemijom koronavirusa.

Prijetnja ulaska i ulazak novih konkurenata na tržište je izvjesno, unatoč velikim ulaznim barijerama industrije u vidu visokih troškova izgradnje i ishođenja dozvola za turističke komplekse. Hotelskim sektorom u Hrvatskoj dominiraju domaći hotelski lanci (Horwath HTL, 2019). Od većih izazivača u Istri i Primorju na tržište kroz nekoliko mjeseci ulazi Hilton Rijeka Costabella Beach Resort & Spa, te se uskoro očekuju i megaprojekti Valamar Riviere (zona Pical kod Poreča) i Arena Hospitality grupacije (obnova hotela Brioni), između ostalih. U najavi je i jedna od najvećih investicija u hrvatski turizam uopće, Resort Petram u Savudriji. Opasnost od supstituta je prisutna, iako se može reći kako je izraženija kod smještaja niže kategorije. Supstituti velikim luksuznim hotelima poput Maistrinih mogu biti manji butik hoteli. Mnogi gosti preferiraju manje hotele zbog osjećaja intime te individualnijeg pristupa, koji i dalje održavaju traženu razinu luksuza. S druge strane, prednosti većih hotela iz luksuznog segmenta jesu često bogatija ponuda u vidu dodatnih sadržaja, kao što su *wellness i spa*, sportski sadržaji i slično. Uređeni privatni apartmani ne mogu se smatrati pravim supstitutom jer usluga istih ne prati zahtjeve potrošača više platežne moći. Neki od supstituta velikih lanaca hotela u Istri i Primorju su npr. hotel San Rocco, hotel Peteani, hotel Ikador i mnogi drugi.

Pregovaračka moć kupaca u turizmu također varira ovisno o segmentu ponude. Hoteli niže kategorije kao i privatni apartmani su manje diferencirani proizvod, uglavnom i niže profitabilnosti, što pozitivno utječe na pregovaračku moć potrošača. Iako su cijene turističkih objekata danas većinski fiksno prikazane na internetskim platformama, gosti najčešće mogu ispregovarati nižu cijenu u direktnom kontaktu s objektom. Razlog tomu je što online rezervacijske platforme djeluju kao posrednici, sa provizijama koje često prelaze 15% od

ukupne cijene. Na ovo se može nadovezati i diskusija oko pregovaračke moći dobavljača, ukoliko turističke posrednike nazovemo tipom dobavljača. Online rezervacijske platforme poput *Booking.com*-a i *Expedia*-e zauzele su zavidnu posredničku poziciju između gosta i smještajnih objekata. Zahvaljujući plaćenim promocijama na internetskim pretraživačima i velikoj posjećenosti svojih portala, njihove se stranice prikazuju na visokom mjestu prilikom pretraživanja smještaja na nekoj lokaciji. Primjerice, ukoliko potrošač u internetski pretraživač upiše „hoteli u Splitu“, na najvišim plaćenim pozicijama u rezultatima pojavit će se upravo posrednički portali pri rezervaciji smještaja, čime se smanjuje vjerojatnost da će gost rezervirati smještaj direktno. Veliki turistički objekti visoke kategorije najčešće imaju razvijenije sustave direktnih rezervacija, ali i sredstva za plaćanje vlastite promocije na isti način, stoga su i otporniji na pregovaračku moć dobavljača od manjih objekata. Potvrda navedenog je da se upravo rezervacijski sustav Maistre prikazuje na najvišoj plaćenju poziciji, čak ispred posredničkih portala, prilikom pretrage pojma „hoteli u Istri“ (napomena autora: ovo su samo ilustrativni primjeri, na rezultate internetske pretrage utječe čitav niz raznovrsnih faktora). Dok je klasična pregovaračka moć dobavljača u pogledu opskrbe hranom, pićem ili energentima zanemariva, pregovaračka moć dobavljača koji djeluju kao turistički posrednici iznimno je velika prvenstveno zato što za iste praktički pa i nema supstituta. Navedeno se može pokazati potencijalnim disruptivnim faktorom za manje turističke objekte u Hrvatskoj.

4.3. Analiza poduzeća

4.3.1. Općenito o poduzeću Maistra d.d.

Maistra dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam u Rovinju nastalo je spajanjem manjih društava 2005. godine. Danas je Maistra jedna od vodećih hotelijerskih društava u Hrvatskoj te dio koncerna Adris Grupe. Grupa Maistra trenutno raspolaže s deset hotela od 1.919 smještajnih jedinica, osam turističkih naselja s 1.949 smještajnih jedinica i šest kampova s 8.000 parcela. Ukupan kapacitet iznosi 11,9 tisuća smještajnih jedinica koji mogu smjestiti 35.000 gostiju dnevno, što čini tri posto kapaciteta i oko pet posto od ukupnih turističkih noćenja u Hrvatskoj. Turistički objekti nalaze se u Rovinju, Vrsaru, Dubrovniku te Zagrebu, a od nedavno i u Splitu (Maistra, 2020c). Maistra dijeli svoje smještajne kapacitete na tri sastavnice – *Collection*

(najluksuznija sastavnica), *Select* i *Camping*. Od svih hotelskih kapaciteta, 84% odnosi se na smještaje sa četiri i pet zvjezdica.

Adris Grupa sastoji se od tri strateške jedinice, od kojih su najznačajnija poduzeća: turistička (Maistra d.d. i HUP Zagreb), prehrambena (Cromaris d.d., nastao spajanjem manjih akvizicija 2009. godine) te osiguravateljska (Croatia osiguranje d.d., akvizirano 2014. godine). Adris je investirao više od deset milijardi kuna, od čega u turizam više od šest milijardi kuna. Prihodi Grupe koja zapošljava preko sedam tisuća ljudi u 2019. godini premašili su šest milijardi kuna.

Dionice Maistre d.d. uvrštene su na uređeno tržište u segmentu „Redovito“ na Zagrebačkoj burzi. Maistra d.d. kontrolirana je od strane društva Adris grupa d.d., od kojeg je tri četvrtine dionica danas u vlasništvu sadašnjih i bivših zaposlenika (Adris Grupa, 2020).

4.3.2. Analiza konkurentske strategije Maistre d.d.

Istra kao regija dobitnik je brojnih nagrada i priznanja u turizmu, između kojih su i one renomiranih medijskih kuća kao što su National Geographic, CNN i The New York Times. Privlačnosti svakako pomaže umjerena klima i bogata gastronomska ponuda – popularnost Istre po vrhunskim sortama vina poput malvazije i kvalitetnih ulja, sireva, tartufa itd. – prepoznata na važnim emitivnim tržištima Italije, Slovenije, Austrije i Njemačke. Brendovi Istre kao regije i Maistre d.d., kao i njihova ciljana populacija, uvelike su komplementarni.

Društvo Maistra fokusirana je na *premium*, odnosno viši cjenovni segment ponude u turizmu. Osim što više troše u samim objektima, izgledno je da će gosti veće platežne moći potrošiti više i u destinaciji u kojoj se nalaze, što odgovara i lokalnoj zajednici. Usmjerenost na goste više kupovne moći potvrđuje i orijentacija Društva na hotele sa četiri i pet zvjezdica. Od deset hotela u ponudi, osam ih je kategorizirano s četiri ili pet zvjezdica. Društvo ne staje s intenzivnim kapitalnim ulaganjima u smještaj visoke kategorije. U izvještaju iz travnja 2020. godine, Društvo navodi da će u narednom trogodišnjem razdoblju uložiti dodatnih gotovo 1,8 milijardi kuna, čime će pretežiti dio portfelja biti na najvišoj razini ponude (4 i 5*). Krajem 2019. godine, Adris postaje vlasnikom hotela Marjan u Splitu, kojeg također planira uključiti u najluksuzniji dio svojeg turističkog portfelja. Maistra također navodi da su kupoprodajom udjela i strateškim partnerstvom Adrisa i društva HUP-ZAGREB d.d. početkom 2018. godine stvorene pretpostavke da Društvo postane najveća nacionalna turistička kompanija, čime jasno artikulira

svoju viziju. Trenutna zaduženost na razini odnosa duga i EBITDA (korigirana) od 2,6 omogućava Maistri samostalno financiranje spomenutog investicijskog ciklusa. U 2019. g. Maistra d.d. je ostvarila 3,6 milijuna noćenja, što predstavlja neznatno smanjenje od 1% u odnosu na lani. Kao rezultat ulaganja u *premium* segment, te uz pomoć odgovarajućeg *revenue management*-a ostvaren je rast prosječne cijene noćenja za 8% (Maistra, 2020c).

Zanimljiv pokazatelj konkurentnosti Maistre može biti i prosječna ocjena svih hotelskih objekata na popularnom portalu za rezervacije *Booking.com*, koja iznosi 9,01. Riječ je o izrazito visokoj ocjeni, pogotovo kada se uzme u obzir kako su u izračun uključeni svi hotelski objekti – i oni niže kategorije. Maistra također provodi internu anketu o zadovoljstvu gostiju. Od 8997 anketiranih gostiju prošle godine, zaprimljene su 7244 povratne informacije. Zbirna ocjena za sve ankete za prošlu godinu jest 91/100. Ocjene upućuju na kvalitetno upravljanje turističkim objektima te posvećenost menadžmenta i osoblja kompanije zadovoljstvu gosta.

Iz svega navedenog, može se zaključiti kako Maistra d.d. prati strategiju diferencijacije kvalitetom. Cjelokupna turistička ponuda Društva temelji se na unikatnosti i potpunom fokusu na iskustvu gosta. Kod potrošača je uspješno stvorena pozitivna percepcija brenda kao sinonima za luksuzni i jedinstveni smještaj, koji postavlja standarde te istovremeno brine o zajednici.

4.3.3. Analiza financijskih izvještaja

Analiza financijskih izvještaja daje stvarni uvid u financijsko stanje i poslovanje poduzeća. Za Maistru d.d. analizirat će se bilanca i novčani tok (izvještaji u poglavlju Prilozi) putem horizontalne i vertikalne analize javnih financijskih izvještaja.

Horizontalna analiza bilance bit će prvi korak financijske analize Maistre d.d. Imovina Društva narasla je za 50% kroz petogodišnje razdoblje. Vrijednost dugotrajne imovine, unutar koje dominira materijalna imovina, od 2015. do 2019. godine porasla je za više od 48% na 3,3 milijarde kuna. Dok iznos dugoročne nematerijalne imovine (koju pretežito čine goodwill te stavka koncesije, licence, marke i softver) znatno oscilira u promatranom periodu, dugoročna materijalna imovina bilježi konstantan rast. S obzirom da je riječ o rastućoj kompaniji koja posjeduje turističke objekte visoke kategorije i velikih površina, dominacija materijalne imovine ne začuđuje. Ulaganja u promatranom razdoblju obilježena su dovršetkom hotela Amarin (2016. godina) kao i dovršetkom luksuznog hotela Park 2019. godine u Rovinju te

rekonstrukcija hotela Eden u Rovinju i Hilton u Dubrovniku, uz značajne investicije u kampove Društva. Iako kratkotrajna imovina varira, posljednje dvije godine raste te 2019. godinu završava gotovo 170% veća od razine iz 2015. godine. Takvom porastu najviše je pridonijela stavka novac u banci i blagajni, koja je osam puta veća od stanja u prvoj promatranoj godini te iznosi 69 milijuna kuna. Na strani pasive, odlukom Glavne skupštine Društva 2017. godine dolazi do povećanja temeljnog kapitala za gotovo 114 milijuna kuna. Rezerve iz dobiti povećane su za 176% što je značajan porast, te su poput zadržane dobiti ostvarivale konstantan rast u promatranom razdoblju. Unutar dugoročnih obveza najveća je stavka obveza prema bankama, zbog dugoročnih kredita koji se koriste za rast. Zanimljivo je da su kratkoročne obveze smanjene u pet godina, pa njihova postotna promjena iznosi -60,5%. Ovdje su značajne stavke obveze prema povezanim poduzetnicima, prema dobavljačima te ostale kratkoročne obveze. Sve promatrane stavke kratkoročnih obveza (osim obveza za zajmove i depozite) smanjene su u 2019. godini u odnosu na prethodnu, pri čemu obveze prema dobavljačima za čak -57%.

Slijedi vertikalna analiza bilance. U 2019. godini udio dugotrajne imovine u aktivni iznosi 96,6%, dok se u cjelokupnom petogodišnjem razdoblju ovaj udio nalazi iznad 96%. Udio dugotrajne materijalne imovine u ukupnoj dugotrajnoj imovini u svim godinama prelazi 88%. Vrijednost stavke građevinski objekti u 2019. godini (koja je porasla 42% u odnosu na prethodnu godinu zbog dovršetka kapitalnih projekata) čini gotovo 65% ukupne aktive Društva. Kratkotrajna imovina u posljednjoj promatranoj godini jedva čini tri posto od ukupne aktive, skoro pa identično kao i u prethodnim godinama. Čak 67% kratkotrajne imovine u 2019. godini otpada na novac u banci i blagajni, nakon čega slijede potraživanja i zalihe, dok je kratkotrajna financijska imovina najmanja stavka. Kapital i rezerve čine gotovo 57% pasive u 2019. godini, omjer koji je iznosio 54% 2015. godine. Zadržana dobit Maistre d.d. čini skoro 14% pasive u 2019. godini, zahvaljujući porastu zadržane dobiti za 133% u odnosu na prethodnu godinu. Što se tiče dugoročnih obveza, očekivano prevladavaju obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama, pa obveze prema povezanim poduzetnicima. Obveze prema povezanim poduzetnicima čine 69% kratkoročnih obveza u 2019. godini. Unutar ostalih kratkoročnih obveza ističu se obveze za poreze i doprinose, obveze prema zaposlenicima te obveze za predujmove.

Tablica 1: Bilanca Maistre d.d.

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
AKTIVA					
A) POTRAŽIVANJA ZA NEUPISANI KAPITAL					
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	2.242.219.847	2.497.079.493	2.828.732.096	3.189.614.703	3.319.861.190
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	20.350.822	26.299.012	24.940.688	24.035.663	27.956.687
II. MATERIJALNA IMOVINA	1.978.845.171	2.227.483.659	2.546.832.489	2.832.963.034	3.075.304.182
1. Zemljište	179.081.503	179.081.503	181.168.090	180.759.924	247.177.924
2. Građevinski objekti	1.356.803.621	1.589.688.584	1.627.356.565	1.564.403.961	2.223.827.675
3. Postrojenja i oprema	150.713.518	205.693.680	364.703.010	263.077.725	356.280.660
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	80.806.592	76.999.709	28.688.359	98.220.836	144.838.703
7. Ostala materijalna imovina	171.876.907	138.232.446	287.599.189	671.682.543	50.303.404
8. Ulaganje u nekretnine	39.563.030	37.787.737	57.317.276	54.818.045	52.875.816
III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	214.219.308	214.037.317	222.984.608	204.699.189	112.875.066
IV. POTRAŽIVANJA	12.966.095	13.391.229	13.866.111	2.897.505	10.986.560
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	15.838.451	15.868.276	20.108.200	125.019.312	92.738.695
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	38.031.469	77.640.309	33.024.267	59.326.697	102.583.773
I. ZALIHE	6.562.811	6.629.136	6.385.400	5.850.072	8.815.124
II. POTRAŽIVANJA	21.773.231	55.228.471	15.446.558	44.462.228	23.053.038
1. Potraživanja od povezanih poduzetnika	734.797	627.757	504.180	390.903	1.715.838
2. Potraživanja od kupaca	12.714.514	18.434.995	8.308.217	9.799.285	8.873.227
3. Ostala potraživanja	8.323.920	36.165.719	6.634.161	34.272.040	12.463.973
III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	1.224.604	1.329.723	1.394.551	1.428.800	1.688.240
IV. NOVAC U BANCI I BLAGAJNI	8.470.823	14.452.979	9.797.758	7.585.597	69.027.371

D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	5.144.410	4.549.011	5.581.880	7.220.995	8.609.970
E) UKUPNO AKTIVA	2.285.395.726	2.579.268.813	2.867.338.243	3.256.162.395	3.431.054.933
F) IZVANBILANČNI ZAPISI					
PASIVA					
A) KAPITAL I REZERVE	1.234.298.315	1.364.835.291	1.515.167.318	1.798.010.873	1.949.132.000
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1.164.040.520	1.164.040.520	1.277.985.565	1.277.985.565	1.277.985.565
II. KAPITALNE REZERVE					
III. REZERVE IZ DOBITI	17.461.484	20.101.299	26.628.148	34.144.749	48.286.927
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE					
V. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	-49.275.383	50.156.495	60.221.579	203.037.004	473.545.869
VI. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	102.071.694	130.536.977	150.332.026	282.843.555	149.313.639
B) REZERVIRANJA	50.572.689	50.714.488	61.876.361	55.626.274	32.232.277
C) DUGOROČNE OBVEZE	25.565.028	202.928.254	201.743.112	513.846.184	1.007.580.592
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	1.965.511				357.570.837
2. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama		202.928.254	201.743.112	513.846.184	619.463.004
3. Ostale dugoročne obveze					30.546.751
D) KRATKOROČNE OBVEZE	970.674.649	924.121.364	1.044.272.114	842.748.732	383.779.081
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	879.649.535	800.417.938	913.402.674	688.518.551	265.627.335
2. Obveze za zajmove, depozite i slično			1.058.376	2.033.307	18.661.232

3. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama		1.555.783			
5. Obveze prema dobavljačima	33.431.922	69.000.226	69.832.579	89.305.891	38.643.047
8. Ostale kratkoročne obveze	57.593.192	53.147.417	59.978.485	62.890.983	60.847.467
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	29.850.073	36.669.416	44.279.338	45.930.332	58.330.983
F) UKUPNO – PASIVA	2.285.395.726	2.579.268.813	2.867.338.243	3.256.162.395	3.431.054.933

Izvor: izrada autora na temelju financijskih izvještaja Maistre d.d. i portala Insolvinfo.hr

Račun dobiti i gubitka analizirat će se po istome principu. Provođenjem horizontalne analize RDG-a izračunat je porast poslovnih prihoda u petogodišnjem razdoblju za 41%. Prihodi od prodaje konstantno su rasli sve promatrane godine, dok ostali poslovni prihodi osciliraju. Prihodi od prodaje narasli su za više od 40%, a ostali poslovni prihodi za više od 50% u odnosu na početnu 2015. godinu. Uzrok ovih pozitivnih rezultata može se potražiti u postupnom povećanju prodajnih cijena ali i u povećanju obujma prodaje unutar hotelskog segmenta. Poslovni rashodi su, sukladno rastu poslovnih operacija, povećani za 37% u petogodišnjem periodu. Valja primijetiti kako su poslovni prihodi rasli više od rashoda, što pridonosi kratkoročnoj održivosti poslovanja. Troškovi sirovina i materijala također su rasli za gotovo 50%, a vanjski troškovi za više od 77%. Vanjski su troškovi ostvarili ujedno i najveći porast unutar poslovnih rashoda, nakon porasta troška neto plaća i nadnica za čak 88% u pet godina. Povećanje troška plaća Društva prvenstveno se može pripisati novom zapošljavanju zbog rasta poslovanja i dovršetka novih smještajnih objekata. Ostali poslovni troškovi umanjeni su za nešto više od 22% u promatranom periodu. EBITDA ili dobit prije kamata, poreza i amortizacije raste za 49% dok su EBIT ili zarade prije kamata i poreza narasle za 39%. Maistra d.d. u svim promatranim godinama ostvaruje pozitivnu dobit prije oporezivanja (ukupni rast od 35%) i neto dobit (ukupni rast od 46%).

Vertikalna analiza RDG-a koristi se pri analizi strukture prihoda i rashoda određenog poduzeća. Poslovni prihodi daleko su najznačajniji u računu dobiti i gubitka Maistre d.d., dok su financijski prihodi u 2019. godini gotovo pa zanemarivi. Prihodi od prodaje čine 96,5% poslovnih prihoda u 2019., te se kroz cijelo petogodišnje razdoblje ovaj udio kreće od 94% naviše. Financijski rashodi znatno su veći od financijskih prihoda, pa se tako poslovni rashodi kreću u intervalu od 93% do preko 95% ukupnih rashoda s maksimumom 2018. godine. U 2019. godini, 34% poslovnih rashoda otpada na troškove osoblja. Nakon njih slijede vanjski troškovi sa 24,7% udjela te troškovi sirovina i materijala koji čine 23,8% poslovnih rashoda. EBITDA je porasla je za 9,8% u 2019. na godišnjoj razini te premašuje 429 milijuna kuna. EBITDA marža, koja će biti izračunata kao omjer EBITDA-e te poslovnih prihoda, porasla je sa 33% na nešto više od 35% u posljednjoj promatranoj godini. EBIT je na godišnjoj razini ostvario blagi rast od nešto više od pola milijuna kuna, na što je utjecao skok u amortizaciji knjiženoj za 2019. godinu. EBIT marža bilježi pad za 0,6 postotnih poena u 2019. u odnosu na prethodnu godinu. Natprosječna neto dobit u 2018. godini rezultat je državnih potpora ostvarenih po osnovi Zakona o poticanju ulaganja. Zbog navedenog neto profitna marža, koja mjeri ostatak ukupnih prihoda koji ostaju vlasnicima nakon svih troškova i poreza, najviša je baš 2018. godine kada iznosi 23,8%. Isti pokazatelj 2019. godine bilježi tek 12,2%. Stoga se u ovome slučaju za uvid u uspješnost obavljanja osnovne djelatnosti Društva sigurnije osloniti na EBITDA maržu, koja maksimum dostiže 2019. godine.

Tablica 2: Račun dobiti i gubitka Maistre d.d.

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
I. POSLOVNI PRIHODI	866.913.554	950.145.415	1.077.615.735	1.182.820.645	1.223.779.094
1. Prihodi od prodaje	838.432.430	923.032.404	1.034.301.269	1.121.994.711	1.181.027.076
2. Ostali poslovni prihodi	28.481.124	27.113.011	43.314.466	60.825.934	42.752.018
II. POSLOVNI RASHODI (bez amortizacije)	579.638.139	643.487.088	700.921.599	792.140.008	794.727.805

1. Troškovi sirovina i materijala	126.540.593	136.095.488	154.506.081	171.818.776	189.363.150
2. Troškovi prodane robe	3.202.399	9.060.516	4.971.705	2.660.874	3.259.198
3. Vanjski troškovi	110.538.348	120.919.285	133.672.559	154.572.289	196.419.320
4. Troškovi osoblja	166.967.118	189.292.974	223.273.555	238.253.690	271.736.565
a) Neto plaće i nadnice	100.896.421	115.257.680	135.945.838	144.372.265	190.138.113
b) Troškovi poreza i doprinosa iz plaća	42.165.042	47.037.695	55.608.570	60.063.599	45.499.323
c) Doprinosi na plaće	23.905.655	26.997.599	31.719.147	33.817.826	36.099.129
5. Vrijednosna usklađenja	142.860	473.673	384.071	23.710.027	
6. Ostali poslovni troškovi	172.246.821	187.645.152	184.113.628	201.124.352	133.949.572
III. EBITDA	287.275.415	306.658.327	376.694.136	390.680.637	429.051.289
- amortizacija	135.112.626	140.708.515	161.973.755	179.402.759	217.112.819
IV. EBIT	152.162.789	165.949.812	214.720.381	211.277.878	211.938.470
+ financijski prihodi	16.010.067	4.856.622	5.108.818	5.060.227	1.651
- financijski rashodi	40.988.980	40.299.282	48.366.865	38.405.662	40.385.137
V. DOBITAK/GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	127.183.876	130.507.152	171.462.334	177.932.443	171.554.984
VI. POREZ NA DOBIT	25.112.182	-29.825	21.130.308	-104.911.112	22.241.345

VII. NETO DOBIT/GUBIT AK	102.071.694	130.536.977	150.332.026	282.843.555	149.313.639
---------------------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Izvor: izrada autora na temelju financijskih izvještaja Maistre d.d. i portala Insolvinfo.hr

Za cjelovitu sliku financijskog položaja poduzeća korisno je proučiti financijske pokazatelje. Pokazatelji će biti prikazani po skupinama, jednako kao i u teoretskom dijelu ovoga rada. Prvi će biti izračunati pokazatelji likvidnosti, koji pružaju uvid u sposobnost poduzeća za podmirenje tekućih obveza. Koeficijent tekuće likvidnosti ili tekući odnos stavlja u omjer kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze. Tekući odnos varira u povijesnom razdoblju, pri čemu je najmanji u 2017. a najveći u 2019. godini. S obzirom da je tekući odnos konstantno ispod jedan, radni kapital Društva je negativan u cijelom periodu. Koeficijent ubrzane likvidnosti ili brzi odnos predstavlja unovčivu imovinu kojom se mogu podmiriti kratkoročne obveze, te je radi solventnosti poduzeća poželjna razina iznad jedan (Orsag, 2015). Kao i kod tekućeg odnosa, brzi odnos bilježi sličan trend te se primjećuje značajno poboljšanje u 2019. u odnosu na prethodne godine. Novčani odnos stavlja u omjer novac i kratkoročne obveze te tako daje uvid u pokrivenost kratkoročnih obveza novcem. Ovaj se pokazatelj gotovo pa i ne mijenja kroz povijesno razdoblje, no u 2019. naglo raste.

Tablica 3: Pokazatelji likvidnosti

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Tekući odnos	0,04	0,08	0,03	0,07	0,27
Brzi odnos	0,03	0,08	0,03	0,06	0,24
Novčani odnos	0,01	0,02	0,01	0,01	0,18

Izvor: izrada autora

Pokazatelji aktivnosti odnose se na efikasnost poduzeća u korištenju određenih resursa ili imovine te se dijele na koeficijente obrtaja i dane vezivanja sredstva. Orsag (2015) navodi da koeficijent obrtaja (KO) prikazuje koliko se puta pojedino sredstvo obrne u godinu dana, dok se dani vezivanja odnose na vrijeme trajanja poslovnog procesa. Koeficijenti obrtaja izračunati u

nastavku u brojniku sadrže ukupne prihode Društva, dok je u nazivniku stavka na koju se KO odnosi. Dani vezivanja potraživanja i zaliha dani su kao omjer između broja dana u godini te KO potraživanja, odnosno KO zaliha.

Tablica 4: Pokazatelji aktivnosti

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
KO ukupne imovine	0,38	0,37	0,38	0,36	0,36
KO kratkotrajne imovine	22,79	12,24	32,63	19,94	11,93
KO potraživanja	39,82	17,20	69,76	26,60	53,09
KO zaliha	132,09	143,33	168,76	202,19	138,83
Dani vezivanja zaliha	3	3	2	2	3
Dani vezivanja potraživanja	9	21	5	14	7

Izvor: izrada autora

Pokazatelji profitabilnosti promatraju zaradu na temelju poslovne aktivnosti ili imovine poduzeća. Profitne marže su mjere profitabilnosti prodaje koje predstavljaju veličinu poslovnog rezultata u odnosu na prodaju (Orsag, 2015). Bruto profitna marža omjer je zarada prije kamata i poreza te prodaje, dok su kod neto profitne marže u brojniku zarade nakon kamata i poreza. Vidljivo je da se marže blago smanjuju posljednje tri povijesne godine, s iznimkom natprosječne neto profitne marže u 2018. koja je rezultat državnih potpora ostvarenih po Zakonu o poticanju ulaganja. Profitabilnost ukupne imovine (ROA) jednaka je omjeru zarada prije kamata i poreza te ukupne imovine, dok je profitabilnost glavnice (ROE) jednaka omjeru zarada nakon kamata i poreza te glavnice Društva. Kao i kod marži, i profitabilnosti imovine i glavnice Maistre blago opadaju u posljednje tri godine (izuzev ROE-e u 2018. godini).

Tablica 5: Pokazatelji profitabilnosti

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Bruto profitna marža	17,6%	17,5%	19,9%	17,9%	17,3%
Neto profitna marža	11,8%	13,7%	14,0%	23,9%	12,2%
Profitabilnost ukupne imovine	6,7%	6,4%	7,5%	6,5%	6,2%
Profitabilnost glavnice	8,3%	9,6%	9,9%	15,7%	7,7%

Izvor: izrada autora

Pokazatelji investiranja uspoređuju knjigovodstvenu vrijednost poduzeća sa tržišnom kapitalizacijom, stoga su osim poduzeću izrazito bitni i investitorima. Zarade po dionici odnos su neto dobiti i broja dionica poduzeća. Odnos cijene i zarada dionica često je korišten pokazatelj, pa je radi preglednosti u tablici izračunata i prosječna zaključna cijena dionice na Zagrebačkoj burzi za pojedinu godinu.

Tablica 6: Pokazatelji investiranja

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Zarade po dionici	9,33	11,93	13,74	25,84	13,64
<i>Prosječna cijena dionice</i>	204,64	228,07	297,91	294,34	302,87
Odnos cijene i zarada	21,94	19,12	21,69	11,39	22,20

Izvor: izrada autora

Pokazatelji djelovanja poluge ili pokazatelji zaduženosti povezani su s korištenjem tuđih izvora financiranja od strane poduzeća. Poželjno je da se razina duga kreće ispod vrijednosti vlasničke glavnice poduzeća (Orsag, 2015). Koeficijent zaduženosti predstavlja omjer ukupnog duga i ukupne imovine te ukazuje na udio imovine kojeg poduzeće financira iz tuđih izvora. U posljednje tri godine prisutan je trend smanjenja ovog koeficijenta, a s obzirom da se u cijelom periodu nalazi ispod 50%, Maistra se za rast više oslanja na vlastita sredstva. Odnos duga i glavnice omjer je između dugoročnog duga i vlasničke glavnice, a kod odnosa dugoročnog duga u brojniku se nalazi dugoročni dug dok je u nazivniku suma glavnice i dugoročnog duga. Pokazatelji pokrića pružaju uvid u pokrivenost kamata zaradom prije kamata i poreza (pokriće kamata) te zaradom prije kamata i poreza uvećanim za amortizaciju (pokriće novčanim tokom). Pokriće novčanim tokom bilježi konstanti rast, dok je pokriće kamata također raslo do 2019. godine, kada je blago opalo.

Tablica 7: Pokazatelji zaduženosti

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Koeficijent zaduženosti	0,46	0,47	0,47	0,45	0,43
Odnos duga i glavnice	0	0,15	0,13	0,29	0,52
Odnos dugoročnog duga	0	0,13	0,12	0,22	0,34
Pokriće novčanim tokom	7,01	7,61	7,79	10,17	10,62
Pokriće kamata	3,7	4,1	4,4	5,5	5,2

Izvor: izrada autora

4.3.4. SWOT analiza

Kao svojevrsna sinteza istraživanja obavljenog do sada, u nastavku će biti izložena SWOT analiza za Maistru d.d. Kao što je već rečeno, snage i slabosti predstavljaju silnice iz unutarnjeg okruženja, a prilike i prijetnje iz okoline poduzeća. Temelj ove analize jest do sada pružen uvid u stanje gospodarstva, industrije i promatrane kompanije te ostale javno objavljene informacije Društva. SWOT matrica dostupna je ispod teksta.

Prva i osnovna snaga Društva jest snažna tržišna pozicija. Ukupan kapacitet Maistrinih objekata iznosi 11,9 tisuća smještajnih jedinica koji mogu smjestiti 35.000 gostiju dnevno, što čini otprilike tri posto kapaciteta i oko pet posto od ukupnih turističkih noćenja u Hrvatskoj. Kao što je navedeno, brend se može pohvaliti izrazito visokim ocjenama na online platformama za rezervacije: na Booking.comu prosječna ocjena svih objekata prelazi 9, i to kada se uključe smještaji niže kategorije. Većina objekata, kao i novootvoreni hotel Park u Rovinju, nalaze se u Istri. Ta blizina ključnim emitivnim tržištima čini Istru privlačnom gostima koji dolaze na manji broj dana. Uz to, Istra je zbog položaja za mnoge dostupna automobilom, a to je čini otpornijom na šokove poput obustave letova. Akvizicijom HUP-a Zagreb (hoteli Sheraton, Westin i ostali) te preuzimanjem njihovih objekata Maistra je ušla u novu brzorastuću destinaciju. Spomenuta je i kupnja hotela Marjan u Splitu, koji bi zbog svoje izvrsne pozicioniranosti mogao postizati odlične rezultate jednom kada se preuredi. Maistra je dio koncerna Adris Grupe, koja je visokodiverzificirana jer posluje u sektoru osiguranja, proizvodnje hrane te turizma, što omogućuje Grupi veću stabilnost u kriznim razdobljima. Različitost sektora umanjuje vjerojatnost da će se svi zapasti u krizu u istome trenutku, stoga je veća vjerojatnost da će Adris pružiti financijsku potporu Maistri za vrijeme slabijih turističkih sezona. U povijesnom petogodišnjem periodu, Maistra ostvaruje konstantan rast EBITDA-e i poslovnih prihoda. Slabost Maistre može biti sezonalnost poslovanja, gdje se većina prometa ostvaruje u ljetnim i proljetnim mjesecima. To otežava planiranje troškova te pogotovo zadržavanje kvalitetne radne snage, na što se mogu nadovezati visoki vanjski troškovi te troškovi radne snage. Tako je prosječna neto plaća u povijesnom periodu porasla za čak 35%. Specifičnost hotelskog sektora jesu visoki troškovi održavanja zbog značajne materijalne imovine, što je slučaj i kod Maistre. Dio objekata potrebno je u potpunosti preurediti i obnoviti, kako bi im se podigla kategorija u skladu s dugoročnim planom Društva. Koronakriza je u prvih devet mjeseci 2020. godine gotovo pa prepоловила prihode Društva na godišnjoj razini, zbog čega je uprava odlučila odgoditi investicijske cikluse čime se usporava rast poduzeća.

Prilike uključuju rastuću fazu industrija te rast prihoda od turizma u godinama do 2020. Isti trend može se očekivati i u budućnosti, nakon oporavka svjetskog gospodarstva od posljedica pandemije. Maistra može nastaviti razvijati popratne sadržaje unutar i izvan svojih objekata i tako obogatiti svoju ponudu, ali i produžiti sezonu pružanjem dodatnih zanimacija te smanjiti ovisnost o povoljnim vremenskim prilikama. Članstvo u EU omogućilo je pristup financijskim fondovima za razvoj i koheziju, ali i jednostavnije širenje poslovanja u europske zemlje, kao što je učinila Valamar Riviera širenjem u austrijski Obertauern. Postupno povećavanje kvota za uvoz strane radne snage trebalo bi povoljno djelovati na trošak radne snage za Društvo. Pandemija koronavirusa potencijalno bi mogla ugroziti neke od manjih konkurenata Maistre, čime bi joj se mogla otvoriti mogućnost povoljnije akvizicije (primjerice uz pomoć sredstava matice Adris).

Jedna od prijetnji jest razvoj luksuznog turizma na Mediteranu, što pojačava konkurenciju. Tako se osim tradicionalnih konkurenata poput Grčke pojavljuju i novi, kao što je Crna Gora gdje se uvelike razvijaju luksuzni kompleksi. Apartmanizacija domaće obale otvara nove potencijalne (ali djelomične) supstitute luksuznom segmentu. Već spomenuto sporo pribavljanje dozvola koči daljnji investicijski ciklus Društva, dok se dugoročno može očekivati novi pritisak na rast plaća zbog nedostatka radne snage u turizmu. Teroristička prijetnja tradicionalna je bojazan turističkog sektora, jer bi materijalizacijom tog rizika vjerojatno došlo do naglog pada broja noćenja i otkazivanja rezervacija. Nedavni potresi u Petrinji i okolici Zagreba stavili su u fokus novu prijetnju i zbog objekata u Zagrebu. Konačno, nastavak pandemije koronavirusa i ograničenje kretanja jedna je od nažalost najizglednijih prijetnji koja može ostaviti dalekosežne posljedice na poslovanje.

Tablica 8: SWOT analiza za Maistru d.d.

<p style="text-align: center;"><u>SNAGE</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Snažna tržišna pozicija (ostvaruje pet posto od ukupnih noćenja u RH); • Veliki smještajni kapaciteti visoke kategorije (kontrolira tri posto ukupnih kapaciteta u RH); • Prepoznatljivost brenda Maistra te visoko ocjenjeni objekti; • Geografska pozicioniranost (blizina emitivnih tržišta) i živopisne destinacije; • Proširenje poslovanja na srednju i južnu Dalmaciju te Zagreb; • Konstantan rast poslovnih prihoda i EBITDA-e u promatranom razdoblju; • Diverzificiranost Adris Grupe koja pruža oslonac u kriznim sezonama. 	<p style="text-align: center;"><u>SLABOSTI</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Sezonalnost poslovanja, fokus na ljetnim i proljetnim mjesecima; • Visoki troškovi osoblja te visoki vanjski troškovi; • Zastarjelost nekih od objekata te visoki troškovi preuređenja – potreba redovitih ulaganja u obnovu; • Oslabljena profitna pozicija u 2020. godini uslijed pandemije COVID-19 (u prvih devet mjeseci 2020. godine više nego prepolovljen prihod Društva na godišnjoj razini).
<p style="text-align: center;"><u>PRILIKE</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Faza rasta industrije; • Rastuća potražnja za hrvatskim turizmom te za Istri kao regijom; • Postupno produljenje turističke sezone proširenjem sadržaja; • Internacionalizacija poslovanja i mogućnost pribavljanja jeftinije radne snage; • Pristup fondovima Europske Unije; • Veći negativni utjecaj pandemije na konkurenciju sa slabijom novčanom pozicijom. 	<p style="text-align: center;"><u>PRIJETNJE</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rast turističkih konkurenata na Mediteranu (npr. Crna Gora); • Jaka konkurencija u luksuznom turističkom segmentu na obali; • Pretjerana apartmanizacija obale; • Zakonske barijere, sporo pribavljanje dozvola za proširenje kapaciteta; • Kretanja na tržištu rada odnosno dugoročni pritisak na rast nadnica; • Opasnost od terorističke prijetnje; • Opasnost od potresa; • Pojava nove pandemije, novog soja virusa ili sl.

Izvor: izrada autora

4.4. Procjena vrijednosti poduzeća Maistra d.d. metodom diskontiranih novčanih tokova

4.4.1. Izrada *pro forma* financijskih izvještaja

Prvi korak kod procjene vrijednosti je formiranje *pro forma* financijskih izvještaja, koji se koriste za financijske prognoze poslovanja. Osnova za izradu Maistrinih prognoza bit će povijesni podaci iz javnih financijskih izvještaja. *Pro forma* izvještaji nalaze se u dodacima ovoga rada, dok su postupak izračuna i pretpostavke pojašnjene u nastavku.

Prva je po redu projekcija računa dobiti i gubitka. 2020. godina prognozirana je na temelju javno dostupnih podataka za prva tri kvartala iste godine, koji su korigirani kako bi procijenili rezultat na kraju poslovne godine. S obzirom da je koronakriza ostavila dalekosežne posljedice na turistički sektor, brzina oporavka veoma je neizvjesna. Stopa rasta prihoda od prodaje stoga će pratiti procjenu rasta prihoda od turizma svjetske turističke burze ITB Berlin te Instituta za podatke i istraživanje tržišta Statista (ITB Berlin, 2021). Sukladno navedenom, u 2021. godini pretpostavit će se rast poslovnih prihoda od 55% u odnosu na 2020., dok se u 2022. predviđa rast od 23% na godišnjoj razini. U 2023. godini pretpostavlja se da prihodi prestiću pretkriznu razinu, te da će porasti 15% u odnosu na 2022. godinu. Za posljednju promatranu 2024. godinu predviđa se porast prihoda od prodaje Društva od 12% na godišnjoj razini. Ostali poslovni prihodi su također korigirani u 2020. godini, dok su u ostalim godinama zadržani na istoj korigiranoj razini s obzirom da u povijesnim godinama osciliraju a nisu nužno povezani s razinom prodaje.

Stavke poslovnih rashoda projicirane su kao udio od prihoda od prodaje, pri čemu su zadržani udjeli u prihodima od prodaje jednaki prosjeku udjela ostvarenih od 2015. do 2019. godine. Iznimka je 2020. godina koja je procijenjena na temelju objavljenih podataka za prvih devet mjeseci. Kod izračuna amortizacije u budućem razdoblju, tekuće kapitalne investicije su uvećane za materijalnu imovinu prethodne godine, te je na taj zbroj primjenjen prosjek udjela amortizacije u materijalnoj imovini tijekom povijesnih godina (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). S obzirom na nekarakteristično nisku razinu financijskih prihoda u 2019., koja je 1600% manja od godine ranije te koja je uvelike premašena u prva tri kvartala 2020. godine, projicirani financijski prihodi u budućem razdoblju zadržani su na razini iz 2018. godine. Financijski

rashodi, koji imaju gotovo pa zanemarive oscilacije u povijesnim godinama, u budućem su razdoblju na razini zadnje povijesne godine. Maistra d.d. u svim projiciranim godinama ostvaruje pozitivnu dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA). Dobit prije kamata i poreza (EBIT), dobit prije oporezivanja i neto dobit također su – izuzev 2020. godine – pozitivne u prognostičkom periodu.

Tablica 9: Pro forma RDG

	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
I. POSLOVNI PRIHODI	581.650.000	890.981.000	1.091.483.730	1.252.321.790	1.400.292.804
Prihodi od prodaje	562.420.000	871.751.000	1.072.253.730	1.233.091.790	1.381.062.804
Ostali poslovni prihodi	19.230.000	19.230.000	19.230.000	19.230.000	19.230.000
II. POSLOVNI RASHODI (bez amortizacije)	390.000.000	600.650.302	738.799.872	849.619.853	951.574.235
Materijalni troškovi	170.000.000	258.205.361	317.592.594	365.231.483	409.059.261
Troškovi osoblja	160.000.000	185.250.843	227.858.537	262.037.317	293.481.795
Ostali poslovni troškovi	60.000.000	157.194.099	193.348.742	222.351.053	249.033.179
III. EBITDA	191.650.000	290.330.698	352.683.858	402.701.937	448.718.569
- amortizacija	220.000.000	212.668.771	213.611.648	214.150.002	214.318.302
IV. EBIT	-28.350.000	77.661.926	139.072.210	188.551.935	234.400.267
+ financijski prihodi	1.500.000	5.060.227	5.060.227	5.060.227	5.060.227
- financijski rashodi	35.000.000	40.385.137	40.385.137	40.385.137	40.385.137
V. DOBITAK/GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	-61.850.000	42.337.016	103.747.300	153.227.025	199.075.357
VI. POREZ NA DOBIT	0	7.620.663	18.674.514	27.580.865	35.833.564
Stopa poreza na dobit	18%	18%	18%	18%	18%
VII. NETO DOBIT/GUBITAK	-61.850.000	34.716.353	85.072.786	125.646.161	163.241.793

Izvor: izrada autora

Projekcija bilance za 2020. godinu temelji se na korigiranom javno dostupnom izvještaju za prvih devet mjeseci iste godine. Proces za ostale godine kreće s dugotrajnom nematerijalnom imovinom, koja je prognozirana kao postotak od prodaje jednak prosjeku ostvarenom tijekom povijesnih godina. Materijalna imovina projicirana je kao zbroj materijalne imovine iz prethodne godine i kapitalnih investicija za tekuću godinu, umanjena za amortizaciju tekuće godine. Kapitalne investicije u povijesnim su godinama izračunate kao materijalna imovina tekuće godine umanjena za materijalnu imovinu prethodne godine te uvećana za amortizaciju tekuće godine. Kapitalne investicije opadaju u posljednjim povijesnim godinama, te je na prognoziranu primjenjena blaga stopa koja odgovara prosjeku posljednje dvije povijesne godine, te odražava konvergiranje ka vrijednosti amortizacije. Ostale stavke dugotrajne imovine zadržane su na razini iz 2019. godine. Zalihe i potraživanja u sklopu kratkotrajne imovine projicirane su prema očekivanoj razini prihoda od prodaje, i to zadržavanjem prosjeka povijesnih udjela svake od navedenih stavki u ukupnim prihodima od prodaje, i u godinama projekcije. Zbog oscilacija i naglog rasta u prva tri kvartala 2020. godine, stavka novac u banci i blagajni zadržana je na razini povijesnog prosjeka u preostalim prognoziranim godinama. Plaćeni troškovi budućeg razdoblja su na nivou posljednje povijesne godine.

Na strani pasive, rezerve odgovaraju povijesnom prosjeku, dok temeljni kapital ostaje nepromijenjen u odnosu na 2019. godinu s obzirom da ne postoje naznake o novoj dokapitalizaciji Društva. Prognozirana zadržana dobit jednaka je sumi neto dobiti te zadržane dobiti iz prethodne godine, pod pretpostavkom reinvestiranja čitave dobiti odnosno neisplaćivanja dividendi. Neto dobit dobivena je iz *pro forma* RDG-a, a rezervacije su na razini posljednje povijesne godine. Za dugoročne obveze izračunat je povijesni prosjek udjela u prihodima od prodaje, koji je zatim korišten na projiciranim prihodima od prodaje svake godine. Unutar kratkoročnih obveza, obveze prema dobavljačima prognozirane su kao udio od prihoda od prodaje koji je jednak prosječnom udjelu ostvarenom tijekom posljednjih pet povijesnih godina. Obveze prema povezanim poduzetnicima najveća je stavka kratkoročnih obveza, koja znatno oscilira te ne mora imati direktnu vezu sa prihodima od prodaje, stoga je izračunata kao prosjek povijesnih godina. Ostale kratkoročne obveze na sličnoj su razini kroz sve povijesne godine pa su zadržane na razini zadnje.

Za kratkoročnu financijsku imovinu i kratkoročne financijske obveze pretpostavlja se da će tijekom projiciranog razdoblja biti jednake iznosu iste stavke iz posljednje povijesne godine, uvećano za potencijalne dodatne kratkoročne investicije ili dodatni dug, ovisno o tome jesu li dodatna potrebna sredstva (AFN) manja ili veća od nule (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

U svim projiciranim godinama, osim 2020. i 2021. godine, aktiva je u periodu projekcije manja od pasive, pa je pretpostavka da će Maistra d.d. raspolagati viškom sredstava. Taj se višak u bilanci prikazuje na strani aktive kao uvećanje stavke kratkoročne financijske imovine, čime se postiže ravnoteža bilance (vid dodatnih kratkoročnih investicija). Koronakrizom obilježene 2020. te 2021. projicirane su s pasivom manjom od aktive, pa je postupak obrnut. Dodatni se iznos u navedenim godinama knjiži pod kratkotrajne financijske obveze kao dodatni dug.

Tablica 10: Pro forma bilanca

	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
AKTIVA					
DUGOTRAJNA IMOVINA	3.241.764.810	3.257.524.376	3.275.803.301	3.287.370.863	3.293.370.192
NEMATERIJALNA IMOVINA	25.000.000	21.265.801	26.156.935	30.080.476	33.690.133
MATERIJALNA IMOVINA	3.000.000.000	3.019.658.254	3.033.046.045	3.040.690.066	3.043.079.738
DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	112.875.066	112.875.066	112.875.066	112.875.066	112.875.066
POTRAŽIVANJA	10.986.560	10.986.560	10.986.560	10.986.560	10.986.560
ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	92.903.184	92.738.695	92.738.695	92.738.695	92.738.695
<i>Kapitalne investicije</i>	<i>237.779.647</i>	<i>232.327.025</i>	<i>226.999.439</i>	<i>221.794.023</i>	<i>216.707.974</i>
KRATKOTRAJNA IMOVINA	131.688.240	57.334.675	85.026.297	277.979.288	507.786.192
ZALIHE	8.000.000	5.903.666	7.261.509	8.350.735	9.352.824
POTRAŽIVANJA	15.000.000	27.875.863	34.287.312	39.430.409	44.162.058
KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	13.688.240	1.688.240	21.610.571	208.331.238	432.404.405
NOVAC U BANC I BLAGAJNI	95.000.000	21.866.906	21.866.906	21.866.906	21.866.906
PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	8.609.970	8.609.970	8.609.970	8.609.970	8.609.970
UKUPNO AKTIVA	3.382.063.020	3.323.469.021	3.369.439.569	3.573.960.121	3.809.766.354
PASIVA					
KAPITAL I REZERVE	1.879.816.318	1.895.570.266	1.980.643.052	2.106.289.213	2.269.531.006
TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1.277.985.565	1.277.985.565	1.277.985.565	1.277.985.565	1.277.985.565
REZERVE	48.286.927	29.324.521	29.324.521	29.324.521	29.324.521

ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	615.393.826	553.543.826	588.260.179	673.332.966	798.979.126
DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	-61.850.000	34.716.353	85.072.786	125.646.161	163.241.793
REZERVIRANJA	24.700.277	32.232.277	32.232.277	32.232.277	32.232.277
DUGOROČNE OBVEZE	1.011.705.877	376.164.256	462.682.035	532.084.340	595.934.460
KRATKOROČNE OBVEZE	407.509.565	961.171.239	835.551.222	845.023.308	853.737.628
OBVEZE PREMA DOBAVLJAČIMA	30.000.000	51.339.221	63.147.242	72.619.328	81.333.647
OBVEZE PREMA POVEZANIM PODUZETNICIMA	300.000.000	709.523.207	709.523.207	709.523.207	709.523.207
KRATKOROČNE FINANCIJSKE OBVEZE	16.662.098	139.461.345	2.033.307	2.033.307	2.033.307
OSTALE KRATKOROČNE OBVEZE	60.847.467	60.847.467	60.847.467	60.847.467	60.847.467
ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	58.330.983	58.330.983	58.330.983	58.330.983	58.330.983
UKUPNO PASIVA	3.382.063.020	3.323.469.021	3.369.439.569	3.573.960.121	3.809.766.354
Dodatna potrebna sredstva					
Dodatne kratkoročne investicije (veća pasiva)			19.922.331	206.642.998	430.716.165
Dodatni dug (veća aktiva)	14.628.791	137.428.038			

Izvor: izrada autora

4.4.2. Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala

Vrijednost prosječnog ponderiranog troška kapitala nužna je za diskontiranje slobodnih novčanih tokova poduzeća. Trošak kapitala Maistre d.d. sastoji se od troška obične glavnice i troška duga. Osim troška obične glavnice i duga, za izračun će biti potrebno odrediti i odgovarajuće pondere.

Trošak duga prije poreza određen je prema kamatnim stopama na dugoročne kredite, a dobiven prema podacima iz godišnjeg izvještaja (Maistra, 2020c). S obzirom da kamate koje poduzeće plaća na dug smanjuju iznos poreza na dobit, realni trošak duga za poduzeće manji je kada se

korrigira za porez. Trošak duga prije poreza iznosi 3,41% dok stopa poreza na dobit iznosi 18%, stoga je trošak duga nakon poreza jednak 2,8%.

Tablica 11: Trošak duga Maistre d.d.

Dug (u tis. HRK)	1.391.360
Trošak duga prije poreza	3,41 %
Stopa poreza na dobit	18 %
Trošak duga nakon poreza	2,8 %

Izvor: izrada autora

Trošak obične glavnice Maistre d.d. bit će izračunat pomoću prethodno pojašnjenog CAPM modela, gdje je trošak obične glavnice jednak nerizičnoj kamatnoj stopi uvećanoj za umnožak bete i tržišne premije rizika. Nerizična kamatna stopa neka je jednaka prinosu dvadesetogodišnje državne obveznice izdane od Ministarstva financija (2020) s dospijecem 2040., koji iznosi 1,28%. Tržišna premija rizika preuzeta je iz baze podataka analitičara A. Damodarana (2020) te za Hrvatsku trenutno iznosi 9.64%. Beta, mjera tržišnog rizika također je preuzeta iz navedene baze gdje je dobivena beta za usporediva europska hotelska društva koja iznosi 0,97. Trošak obične glavnice iznosi 10,63%, a pregled sastavnica nalazi se niže.

Tablica 12: Trošak obične glavnice Maistre d.d.

Tržišna vrijednost glavnice (u tis. HRK)	3.064.415
Nerizična kamatna stopa	1,28 %
Tržišna premija rizika	9,64 %
Beta	0,97
Trošak obične glavnice	10,63 %

Izvor: izrada autora

Izračunom troška duga i troška obične glavnice stvoreni su preduvjeti za određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala. S obzirom da Maistra u promatranom razdoblju ne koristi povlašteni kapital, prethodno navedena formula za izračun troška kapitala može se skratiti u:

$$k_A = w_D \times [r_B \times (1 - t)] + w_G \times r_G$$

pri čemu je k_A ponderirani prosječni trošak kapitala, w_D udio duga u strukturi kapitala, r_B trošak duga prije poreza, t stopa poreza na dobit, w_P udio povlaštene glavnice u strukturi kapitala a r_P trošak povlaštene glavnice, te w_G udio obične glavnice u strukturi kapitala a r_G trošak obične glavnice. Ponder duga iznosi 0,31 a ponder obične glavnice 0,69. Prosječni ponderirani trošak kapitala Maistre d.d. iznosi 8,2%.

Tablica 13: Trošak kapitala Maistre d.d.

Trošak duga nakon poreza	2,8 %
Ponder duga	0,31
Trošak obične glavnice	10,63 %
Ponder obične glavnice	0,69
Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)	8,2 %

Izvor: izrada autora

4.4.3. Procjena slobodnih novčanih tokova poduzeća Maistra d.d.

Idući korak prilikom procjene vrijednosti poduzeća DCF metodom jest izračun slobodnih novčanih tokova poduzeću, koji će zatim biti diskontirani gore dobivenim troškom kapitala. Novčani tokovi poduzeću (FCFF) bit će izračunati prema spomenutoj formuli, koja porezom korigiranoj EBIT dodaje amortizaciju, pa oduzima kapitalne investicije i neto obrtni kapital. Tablica ispod sadrži elemente potrebne za izračun slobodnih novčanih tokova, kao i slobodne novčane tokove za prognozirane godine.

Tablica 14: Kalkulacija slobodnih novčanih tokova poduzeću Maistra d.d. (u tis. HRK)

	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
Dobit prije kamata i poreza (EBIT)	-28.350	77.662	139.072	188.552	234.400
Porezna stopa (t)	N/A	18%	18%	18%	18%
Amortizacija (A)	220.000	212.669	213.612	214.150	214.318
Kapitalne investicije (ΔI)	237.780	232.327	226.999	221.794	216.708
Promjene obrtnog kapitala	-1.955	16.076	8.068	6.472	5.954
Slobodni novčani tokovi poduzeću	-44.175	27.948	92.584	140.497	183.865

Izvor: izrada autora

Prve četiri stavke u tablici već su izračunate u prethodnim poglavljima rada. Što se tiče obrtnog kapitala, u ovome će slučaju biti jednak zbroju stavki zaliha i potraživanja od kupaca, umanjeno za obveze prema dobavljačima. Promjene obrtnog kapitala odgovaraju razlici između iznosa obrtnog kapitala prethodne i tekuće godine. Slobodni novčani tokovi rastu u svim promatranim godinama, te su pozitivni za cijelo prognozirano razdoblje izuzev 2020. godine.

Za sadašnju vrijednost slobodnih novčanih tokova potrebno je diskontirati buduće novčane tokove, za što će se koristiti diskontna stopa jednaka prosječnom ponderiranom trošku kapitala. Izračun diskontnih faktora vrši se s obzirom na diskontnu stopu i broj godina. Diskontni faktori zatim se množe sa vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeću svake godine (tablica 14) te se tako dolazi do sadašnje vrijednosti. Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću za Maistru d.d. prelazi 282.625 tisuća kuna, a komponente izračuna dostupne su u tablici 15.

Tablica 15: Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova Maistre d.d. (u tis. HRK)

	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
<i>Diskontni faktor</i>	0,924	0,854	0,789	0,730	0,674
Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću	-40.827	23.873	73.089	102.508	123.983
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova	282.625				

Izvor: izrada autora

4.4.4. Izračun fundamentalne vrijednosti poduzeća Maistra d.d.

Posljednji nužni element za procjenu vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova je rezidualna vrijednost. Rezidualna vrijednost predstavlja sadašnju vrijednost svih procijenjenih slobodnih novčanih tokova koji će nastupiti nakon isteka promatranog razdoblja, odnosno nakon projiciranih pet godina. Već navedena formula za izračun glasi:

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

Dakle, osim slobodnog novčanog toka na kraju razdoblja (V_t) i troška kapitala (k_A) za rezidualnu vrijednost potrebna je i dugoročna stopa rasta (g). Rezidualnu vrijednost potrebno je svesti na sadašnju vrijednost. Rezultati izračuna nalaze se u tablici 16.

Tablica 16: Izračun rezidualne vrijednosti za Maistru d.d. (u tis. HRK)

Slobodni NT na kraju razdoblja (V_t)	183.865
Dugoročna stopa rasta (g)	3 %
Prosječni ponderirani trošak kapitala (k_A)	8,2 %
Rezidualna vrijednost (R_V)	3.641.935
Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	2.455.817

Izvor: izrada autora

S obzirom da Društvo u 2019. i 2018. nije isplaćivalo dividende nekontrolirajućim interesima, kako bi se izbjegla mogućnost da novčani tok Društva dugoročno nadmaši novčani tok gospodarstva, koristit će se dugoročna stopa rasta BDP-a. Procjena MMF-a (2020) o rastu realnog BDP-a za Hrvatsku u 2025. godini iznosi 3%. Izračunata rezidualna vrijednost zatim se diskontira pa danom trošku kapitala.

Konačna vrijednost poduzeća, dobivena metodom diskontiranih novčanih tokova, jednaka je zbroju diskontirane rezidualne vrijednosti te ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova. Konačna procijenjena vrijednost Maistre d.d. prikazana je u tablici 17.

Tablica 17: Procjena ukupne vrijednosti Maistre d.d. (u tis. HRK)

Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova	282.625
Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	2.455.817
Procjena ukupne vrijednosti poduzeća	2.738.442

Izvor: izrada autora

4.5. Identifikacija, kvantifikacija i upravljanje rizicima na primjeru poduzeća Maistra d.d.

4.5.1. Identifikacija rizika

Ovo će potpoglavlje proučiti rizike koji prijete Društvu i njihov utjecaj, te zatim ponuditi neke od potencijalnih mjera za ublažavanje utjecaja rizika. Rizici koji će biti navedeni proizlaze iz analize autora, te su prošireni očekivanjima Uprave iznesenim u javnim financijskim izvješćima (2020c, 2020d). Društvo se fokusira na financijske rizike koje čine tržišni rizici (valutni, cjenovni i kamatni) te kreditni rizik i rizik likvidnosti.

Financijskim rizicima prvenstveno upravlja Odjel riznice Maistre. Za upravljanje rizicima odgovoran je i menadžment matice Adris (2020), gdje je Sektor za upravljanje rizicima nadležan za praćenje i izvještavanje o stanju pojedinih rizika. U izvješću za 2019. godinu grupa

Adris navodi da primjena načela opreznosti podrazumijeva uključenost svih jedinica Grupe u proces upravljanja rizicima, stoga se od svih zaposlenika očekuje doprinos u prevladavanju i ublažavanju rizika. Navedeno je u skladu s preporukama iz drugog poglavlja rada, jer integrirano upravljanje rizicima mora uključivati sve zaposlenike u organizaciji.

Događaj koji bi mogao značajno utjecati na rizike Maistre jest epidemija COVID-19, koja je gotovo razornom snagom djelovala na mnoge sektore kako domaćeg, tako i svjetskog gospodarstva. Usporavanje gospodarstva primarno je uzrokovano restriktivnim mjerama uvedenim radi sprječavanja širenja zaraze. U Hrvatskoj, ograničavanje kretanja i rada ugostiteljskih objekata naškodilo je dijelu gospodarstvenika kojima je država nastojala nadoknaditi dio izgubljenog prometa. Primarna djelatnost Maistre, odnosno pružanje usluga smještaja, nije direktno ograničena restriktivnim mjerama već negativnim eksternalijama restrikcija koje predstavljaju ugrozu turističkom sektoru na globalnoj razini. Pogodenost turizma posebice se odnosi na avionske i kongresne destinacije. Rovinjski dio Društva značajni dio prihoda u predsezoni ostvaruje upravo od kongresnog turizma, dok su Zagreb i pogotovo Dubrovnik avionske destinacije. Maistru i hrvatski turizam očekuje neizvjesna sezona u 2021. godini, na koju će utjecati opće restriktivne mjere te razvoj situacije s koronavirusom. Neki od najvažnijih rizika u poslovanju Maistre d.d., koji imaju određen potencijal za materijalizaciju navedeni su u nastavku:

- *Valutni rizik* – prva izloženost Društva upravo je prema promjeni tečaja valuta. Kao turističko poduzeće s pretežito europskim gostima, Maistra je izložena promjenama vrijednosti eura jer je značajni dio potraživanja i inozemnih prihoda u toj valuti. Fluktuacije tečaja EUR/HRK mogu biti dodatno pojačane koronakrizom, što se i pokazalo kada je zabilježena deprecijacija od 2,5% u travnju 2020. godine u odnosu na veljaču (kada još nije bilo slučajeva koronavirusa u Hrvatskoj). Unatoč tome, treba imati na umu kako je jedna od osnovnih zadaća HNB-a očuvanje stabilnog tečaja, te da je nedavno produljena linija za likvidnost u eurima s Europskom centralnom bankom dodatno ojačala njezin položaj. Oscilacije u tečaju između eura i kune mogu utjecati na novčane tokove, no ograničeno jer je većina dugoročnog duga (oko 80% u 2019. godini) denominirana u domaćoj valuti.
- *Cjenovni rizik* – rizik od promjene cijena vlasničkih vrijednosnica nije značajan s obzirom da ulaganja po fer vrijednosti u bilanci nisu velika. Rast nabavnih cijena također nije značajan rizik za Društvo, s obzirom da zbog veličine i ekonomije obujma može ugovoriti relativno povoljne cijene. Međutim, ukoliko posredničke portale za

rezervaciju smještaja promatramo kao dobavljače, značajnost i vjerojatnost od porasta provizije i cijene naglo raste. Prednost hotelskog lanca poput Maistre nad manjim konkurentima je, u vidu odnosa sa posrednicima, taj što zbog svojeg brenda i raširenog direktnog rezervacijskog kanala može dogovoriti bolje uvjete.

- *Kamatni rizik* – odnosi se na rizik od promjena efektivnih kamatnih stopa poduzeća. Novi krug investicija vjerojatno će značiti i daljnja zaduživanja, a moguć je i rast kamatnih stopa na tržištu. Ipak, posudbe po promjenjivim kamatnim stopama čine oko 30% ukupnih dugovanja Maistre d.d. Posudbe po varijabilnim kamatnim stopama, kako se navodi u izvješću za 2019. godinu, odnose se na referentne tržišne stope i njihova promjena je u najvećoj mjeri neelastična na tržišne uvjete. Treba uzeti u obzir da je dio dugoročnih posudbi realiziran i sa povezanim društvima, te da su kamatne stope na povijesno niskim razinama.
- *Kreditni rizik* – podrazumijeva neplaćanje ili nepodmirivanje obveza prema promatranom poduzeću. Za Maistru, stavke koje bi mogle uzrokovati kreditni rizik su novac, potraživanja od kupaca i ostala potraživanja. Većina naplate se ipak vrši unaprijed ili trenutno, putem kreditnih kartica. Na disperziju ovog rizika utječe i to što Maistra ima brojčano mnogo gostiju s relativno malim iznosima, a ne nekoliko partnera s velikim očekivanim isplatama. Potencijalni bankroti turističkih agencija i turoperatora uslijed koronakrize mogli bi uvećati vjerojatnost ovog rizika.
- *Rizik likvidnosti* – ukazuje na opasnost od pomanjkanja tekućih sredstava, odnosno od nemogućnosti podmirivanja obveza poduzeća. Jedan je od najvažnijih rizika jer ga mogu pojačati svi ostali rizici koji prijete poduzeću. Rizik likvidnosti može biti potaknut sezonskim fluktuacijama, poput prepolovljenih prihoda Društva u 2020. godini, što može ugroziti podmirenje plaća, dobavljača i ostalih troškova. Usporedba izvještaja Društva za treći kvartal na godišnjoj razini pokazuje da je stavka novca u banci i blagajni u 2020. godini znatno povećana, što ipak umanjuje spomenuti rizik. Uprava Društva jednom tjedno prati projekcije likvidnosti, dok na korporativnoj razini Odjel financija grupacije Adris mjesečno pregledava interne financijske izvještaje sa ciljem kontrole rizika likvidnosti.
- *Rizik političke nestabilnosti i prirodnih katastrofa* – stabilnost političkog sustava nužan je preduvjet za rast turističkog sektora. Rastuća prijetnja od globalnog terorizma predstavlja veliku opasnost za turističke zemlje kao što je Hrvatska. Politički nemiri u Egiptu i Grčkoj proteklih godina pokazali su opasnost nestabilnosti po turizam, te

djelovali na prelijevanja dijela potražnje u Hrvatsku. Prirodne katastrofe poput zagađenja mora i voda također imaju potencijal za znatno suzbijanje turističke potražnje. Maistra sa svojim stožernim objektima uz obalu pogotovo je izložena rizicima ekološkog onečišćenja, ali i terorističkih prijetnji.

- *Rizik zaraznih bolesti* – pandemija COVID-19 pokazala je osjetljivost turističkog sektora i potražnje. U trenutku pisanja ovog rada, distribucija cjepiva već je započela u nekim zemljama, no puni oporavak hrvatskog turizma ne očekuje se tako brzo. Unatoč tome, mjere za suzbijanje koronavirusa značajno su se oslanjale na obustavu kretanja i rada ugostiteljskih objekata radi smanjenja kontakata. Rizik od pojave novog soja virusa sličnih obilježja, praćen restrikcijom kretanja i putovanja nosi veliku značajnost i umjerenu vjerojatnost.
- *Rizik radne snage* – snažna potražnja za djelatnicima u turizmu proteklih godina stvorila je pritisak na porast nadnica te porast troška radne snage za turistička poduzeća. Prosječna mjesečna neto plaća Maistre d.d. porasla je 35% u petogodišnjem razdoblju, uz znatni rast broja zaposlenih. Osim porasta troškova, smanjuje se dostupni kadar radne snage s iskustvom. Određeni dio iskusnih turističkih djelatnika odlazi na rad u inozemstvo, a prisutno je i već pojašnjeno starenje stanovništva koje će posebice pogoditi industrije gdje rade ljudi mlađe životne dobi. Iako je kratkoročno globalna pandemija zaustavila pritisak na porast plaća, on se može ponovno očekivati u dugom roku. Ovaj će rizik stoga potencijalno ponovno uzeti maha, a na njegovo smanjenje može utjecati uvoz strane radne snage.
- *Reputacijski rizik* – može nastupiti akumulacijom nezadovoljstva gostiju za vrijeme boravka u Maistrinim smještajnim kapacitetima. Katalizator ovog rizika je digitalizacija rezervacijskih sustava smještaja, koji svakome gostu nude mogućnost objavljivanja individualnih osvrta na svoj boravak. Iako pojačana transparentnost ide na ruku gostima kada biraju smještaj, ona zahtjeva pojačanu pažnju hotela na svoju reputaciju. Ocjene se najčešće kreću od 1 do 10 ili od 1 do 5, te već decimalne promjene potencijalno mogu ostaviti učinak na ostvarena noćenja i time na poslovne rezultate. Visoka prosječna ocjena Maistrinih objekata na popularnom portalu za rezervacije *Booking.com* od 9,01 odličan je pokazatelj, no treba uzeti u obzir da su za održavanje tog rezultata nužna kontinuirana ulaganja u ljude i imovinu.

- *Rizik konkurencije* – turistička industrija u Hrvatskoj, i to pogotovo njezin luksuzni segment, nalazi u fazi snažnog rasta pa Društvo mora voditi računa i o riziku konkurencije. Osim kompetitivne Istre gdje konkurencija već priprema spomenute projekte, Dubrovnik i Split (planirano širenje) etablirane su turističke destinacije s luksuznim hotelima te potencijalnim supstitutima. Maistra će biti primorana sve više ulagati u promociju i razvoj sadržaja kako bi se uspješno nosila s konkurencijom, ali i pažljivo donositi odluke o budućoj ekspanziji poslovanja.

4.5.2. Kvantifikacija rizika metodom rizičnih novčanih tokova i rangiranje rizika

Cilj ovoga poglavlja bit će istražiti utjecaj pojedinog rizika na sadašnju vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka Maistre d.d. Uz pomoć analize scenarija odnosno osjetljivosti odredit će se značajnost rizika te njegova vjerojatnost nastupa. Analiza putem rizičnog novčanog toka, sukladno definiciji iz trećeg poglavlja, promatrat će maksimalni gubitak generiranog neto novčanog toka, i to u odnosu na slobodne novčane tokove poduzeću (FCFF).

Nakon postupka kvantifikacije rizika, bit će provedeno rangiranje u mapu rizika prema unaprijed zadanim parametrima. Svakom će riziku biti izračunata značajnost i određena vjerojatnost nastupa prema sljedećim razinama:

Tablica 18: Razine značajnosti rizika

Značajnost	Razina
Pad vrijednosti < 10 %	1
Pad vrijednosti $\geq 10\%$ < 20 %	2
Pad vrijednosti $\geq 20\%$ < 30 %	3
Pad vrijednosti $\geq 30\%$ < 40 %	4
Pad vrijednosti $\geq 50\%$	5

Izvor: izrada autora prema literaturi kolegija Upravljanje rizicima, Ekonomski fakultet Zagreb

Tablica 19: Razine vjerojatnosti nastupa rizika

Vjerojatnost	Razina
Manje od 5 %	1
Između 5 % i 25 %	2
Između 25 % i 65 %	3
Između 65 % i 95 %	4
Više od 95 %	5

Izvor: izrada autora prema literaturi kolegija Upravljanje rizicima, Ekonomski fakultet Zagreb

Cjenovni rizik – vjerojatnost nastupa cjenovnog rizika određena je ocjenom 4. Pretpostavka je porast stavke ostalih troškova za svaku prognoziranu godinu od 2%, 5% ili 10%. Značajnost u najlošijem scenariju, tj. porastu ostalih troškova za 10% te smanjenju vrijednosti FCFF za 19,87%, prema gore navedenoj tablici iznosi 2.

Tablica 20: Projekcija cjenovnog rizika (u tis. HRK)

Porast ostalih pos. troškova	FCFF	%-tna promjena FCFF
2 %	271.397	-3,97%
5 %	254.553	-9,93 %
10 %	226.481	-19,87 %

Izvor: izrada autora

Kreditni rizik – vjerojatnost nastupanja iznosi 2. Pretpostavljamo dva zasebna scenarija smanjenja prihoda od prodaje zbog neplaćanja partnera u 2020. za 2% ili 3%. Pad od 3% koji donosi postotni pad FCFF od 27,74% spada pod značajnost razine 3, stoga kreditni rizik ipak treba redovito motriti.

Tablica 21: Projekcija kreditnog rizika (u tis. HRK)

<i>Pad prihoda od prodaje</i>	FCFF	%-tna promjena FCFF
2 %	230.352	18%
3 %	204.215	-27,74%

Izvor: izrada autora

Rizik likvidnosti – vjerojatnost izbijanja rizika likvidnosti iznosi 2. Kao kardinalni rizik nad kojim se manifestiraju ostali poslovni rizici, pretpostavit će se istovremeno smanjenje prihoda od prodaje (za 2% ili 3%) i povećanje materijalnih troškova (za 2% ili 5%) svake godine koji su sinergijskim učinkom doveli do materijalizacije rizika likvidnosti. Najlošiji scenarij istovremenog pada obje stavke za 3% te 5% u svakoj godini doveo bi do postotnog pada slobodnog novčanog toka od 38,23%, čime bi značajnost ovog scenarija potpala pod ocjenu 4.

Tablica 22: Projekcija rizika likvidnosti (u tis. HRK)

<i>Pad prihoda od prodaje</i>	<i>Rast materijalnih troškova</i>	FCFF	%-tna promjena FCFF
2 %	2 %	210.586	-25,49%
3 %	5 %	174.567	-38,23%

Izvor: izrada autora

Rizik političke nestabilnosti i prirodnih katastrofa – vjerojatnost ovoga rizika procijenjen je na razini 3. Neka scenariji podrazumijevaju produljeno razdoblje političke nestabilnosti koje smanjuje prihode od prodaje za 5% (10%) u svakoj godini u projiciranom razdoblju, no zbog smanjenog obujma poslovanja padaju i ostali poslovni troškovi za 15% (25%). Pad prihoda za 10% i pad ostalih poslovnih troškova za 25% uzrokovalo bi najvišu ocjenu značajnosti rizika, zbog ukupnog pada FCFF od 42,82%.

Tablica 23: Projekcija rizika političke stabilnosti i prirodnih katastrofa (u tis. HRK)

<i>Pad prihoda od prodaje</i>	<i>Pad ostalih poslovnih troškova</i>	FCFF	%-tna promjena FCFF
5 %	15 %	236.158	-16,44%
10 %	25 %	161.617	-42,82%

Izvor: izrada autora

Rizik zaraznih bolesti – vjerojatnost ovog rizika označena je s 4. Mogućnost pojave zarazne bolesti nosi i visoku značajnost, kao što se pokazalo na kvartalnim rezultatima Društva u 2020. godini. U ovome primjeru, prihodi od prodaje će se umanjiti za 30% (40%) a pad ukupnih poslovnih rashoda za 30% (40%). Ovakva kritična situacija, pri iznimnim gubicima pada prihoda od prodaje za 40% kojeg prati isti pad poslovnih rashoda umanjila bi FCFF za 45,26%. Razina značajnosti je na nivou 5.

Tablica 24: Projekcija rizika zarazne bolesti (u tis. HRK)

<i>Pad prihoda od prodaje</i>	<i>Pad poslovnih rashoda</i>	FCFF	%-tna promjena FCFF
30 %	30 %	186.681	-33,95%
40 %	40 %	154.700	-45,26%

Izvor: izrada autora

Rizik radne snage – vjerojatnost rizika radne snage određena je na razini 4. Pretpostavit će se da se rizik materijalizira putem porasta troškova osoblja za 3% te 10%. U lošijem scenariju, očekivani porast troška osoblja ostavio bi razinu slobodnih novčanih tokova na 208.208 tisuća kuna, što bi predstavljalo pad od 26,33% u odnosu na početnu razinu. Razina značajnosti time bi se nalazila na razini 3.

Tablica 25: Projekcija rizika radne snage

<i>Porast troškova osoblja</i>	FCFF	%-tna promjena FCFF
3%	260.300	-7,90 %
10%	208.208	-26,33 %

Izvor: izrada autora

Rizik konkurencije – označen je s vjerojatnosti 2. Rizik konkurencije mogao bi se pojaviti uslijed jačanja tržišnog udjela konkurenata, primjerice na budućim destinacijama gdje će Maistra poslovati. Prvi bi slučaj podrazumijevao pad poslovnih prihoda od 2% uz rast ostalih poslovnih troškova od 1%. Lošiji scenarij s padom poslovnih prihoda od 3% te rastom ostalih poslovnih troškova od 2% uzrokovao bi postotnu promjenu FCFF-a od -31,72%, stoga je značajnost 4.

Tablica 26: Projekcija rizika konkurencije

<i>Pad poslovnih prihoda</i>	<i>Rast ostalih poslovnih troškova</i>	FCFF	%-tna promjena FCFF
2%	1%	224.737	-20,48 %
3%	2%	192.986	-31,72 %

Izvor: izrada autora

Valutni rizik – oscilacije u tečaju između kune i eura, unatoč poslovanju sa strancima nisu pretjerano relevantne za Društvo. Maistra drži više od 80% dugoročnog duga u kunama, a olakotna okolnost je stabilnost tečaja i gotovo pa fiksni tečajni režim kojeg provodi HNB, potpomognut linijom za eursku likvidnost od strane ECB-a. Analiza Društva u izvještaju za 2019. godinu pokazuje kako bi jačanje eura za 1% umanjilo neto dobit za 1.571 tisuća kuna. Vjerojatnost nastupanja rizika ocijenjena je s 2, a značajnost s 2.

Kamatni rizik – kamatni rizik nema mnogo potencijala za ugrozu Društva zbog tendencije zaduživanja po fiksnim kamatnim stopama, te manjim dijelom u varijabilnim stopama, ali većinski neelastičnim na tržišne uvjete. Vjerojatnost nastupanja određena je ocjenom 2, dok će značajnost biti zadržana na razini 1.

Reputacijski rizik – unatoč potencijalnim opasnostima reputacijskog rizika, Maistra za sada izvrsno upravlja svojim brendom što potvrđuju osvrta gostiju. Očekuje se kako bi utjecaj reputacijskog rizika na slobodne novčane tokove Društva mogao ostaviti otprilike usporedive posljedice kao i kreditni rizik. Stoga će vjerojatnost nastupanja biti određena na razini 2, dok će se značajnost nalaziti na razini 3.

4.5.3. Određivanje strategije i mjera upravljanja rizicima

Nakon kvantifikacije te određivanja značajnosti i vjerojatnosti pojavljivanja rizika, isti će biti umetnuti u mapu rizika. Ovakav vizualni prikaz omogućuje jednostavnije praćenje osnovnih parametara pojedinog rizika. Za svaki od identificiranih rizika bit će predložene neke od osnovnih strategija i mjera, a rizici će biti obrađeni redom od prvog do četvrtog kvadranta.

U prvome kvadrantu nalaze se rizici koje treba spriječiti, jer prednjače i po značajnosti i vjerojatnosti materijalizacije. U slučaju Maistre, to su rizik zaraznih bolesti, rizik političke nestabilnosti i ekoloških katastrofa te rizik radne snage. Iako su ovi rizici najopasniji po Društvo, ono nažalost gotovo pa i ne može utjecati na prva dva rizika, kao niti ostatak industrije koji je njime pogođen. Politička stabilnost i teroristička prijetnja zasigurno su izvan kontrole poduzeća, koje samo ograničeno može njegovati dobre odnose s lokalnom vlasti. Niti rizik od nove globalne pandemije nažalost nije otpisan, što je također izvan utjecaja Maistre. Ono što kompanija po tom pitanju ipak može učiniti jest da bude pripravna za takav scenarij. Priprema mora uključivati dostatne količine obrtnog kapitala, ali i zalihe zaštitnih sredstava poput dezinficijensa i rukavica za goste i osoblje. Hoteli pritom moraju paziti i da ne postanu žarišta zaraze, te da osoblje prati funkcionalan raspored koji omogućuje zamjene u slučaju bolesti. Što se tiče rizika radne snage, Društvo na njega može djelovati razvijanjem dugoročnih odnosa sa zaposlenicima. Sezonalnost turističke industrije ima za posljedicu višak radne snage van ljetnih mjeseci kojeg se mnoge kompanije rješavaju. Državne mjere poput „stalnog sezonca“ ublažavaju taj efekt neizvjesnosti za radnike i omogućavaju kompanijama zadržavanje

kvalitetnog osoblja. Uz to, kao što je navedeno Maistra provodi i redovitu korekciju plaća svojih zaposlenika.

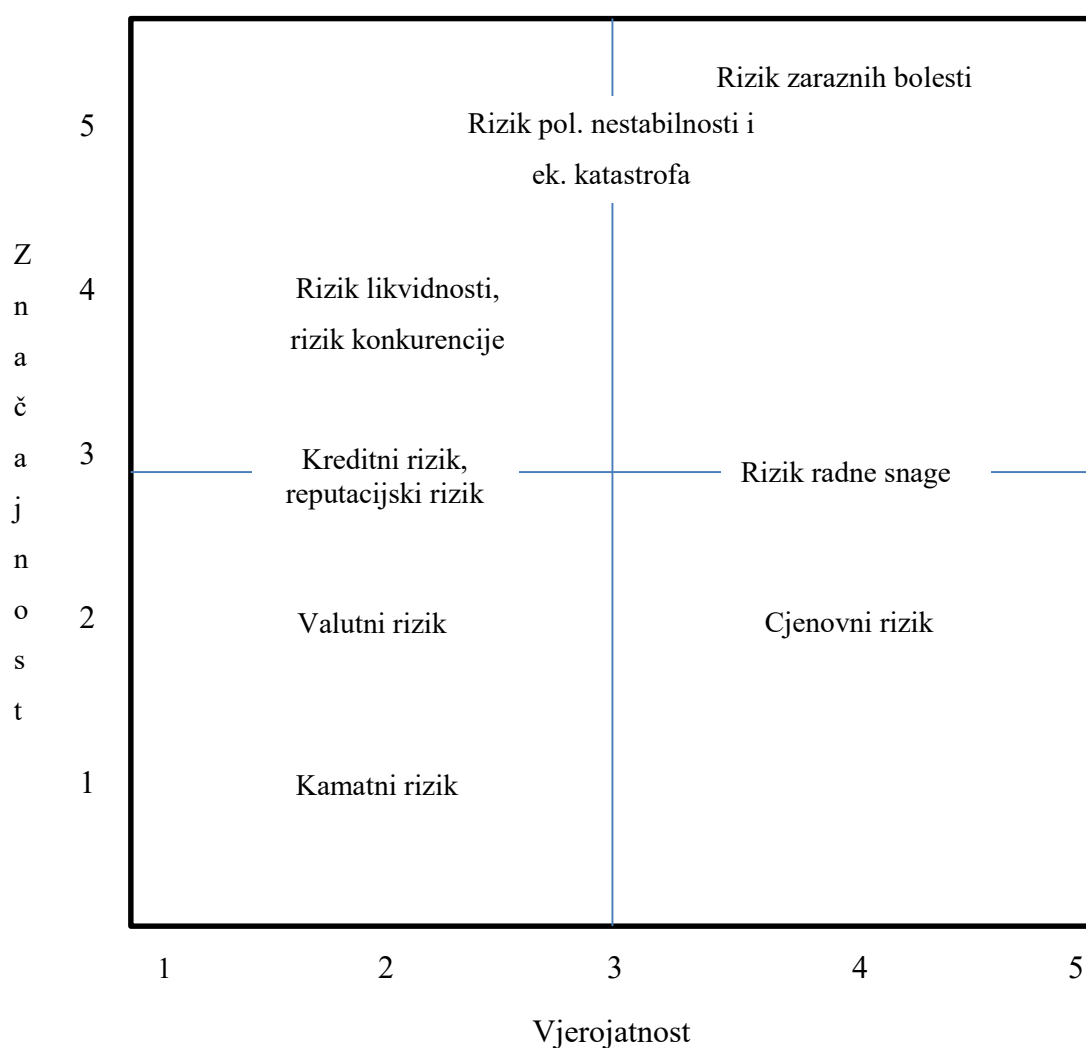
U drugome kvadrantu smješteni su reputacijski rizik, rizik konkurencije, rizik likvidnosti i kreditni rizik. To su rizici s manjom vjerojatnosti za izbijanje, ali velike značajnosti pa je potreban njihov konstantan nadzor. Za upravljanje rizikom likvidnosti potrebno je učinkovito upravljanje svim ostalim rizicima u poduzeću, s obzirom da je riječ o temeljnom riziku. Redoviti monitoring novčanih tokova te upravljanje tekućom imovinom i obvezama pomoći će u zaštiti od rizika likvidnosti. Kreditni rizik može se znatno umanjiti plaćanjima unaprijed, što Maistra djelomično i uspijeva provoditi. Druga metoda, koja je automatski u primjeni zbog prirode posla jest diverzifikacija kupaca i poslovnih partnera. Reputacijski rizik ustvari se kontrolira na dnevnoj bazi, praćenjem zadovoljstva gostiju koji su trenutno u objektu te upravljanjem i odgovorima na osvrte koje ostavljaju nakon boravka. Uvidom u odgovore na online osvrte može se primijetiti kako je većinu vremena na osvrte za hotele Lone i Monte Mulini odgovarao direktor osobno. Iako se može učiniti kao gubljenje cijenjenog vremena, ovaj osobni pristup daje do znanja gostu da je njegovo mišljenje zaista važno. Od rizika konkurencije Maistra se može zaštititi razvojem programa vjernosti gostiju, nudeći im popuste i besplatna noćenja ili obroke nakon ostvarenog prometa. Društvo mora izbjegavati cjenovnu konkurenciju te nastaviti dugoročna ulaganja, vodeći računa o postojećoj ili novoj konkurenciji unutar destinacije.

Rizicima smještenim u trećem kvadrantu treba aktivno upravljati. Riječ je o rizicima s manjom značajnosti, ali s velikom vjerojatnosti nastupanja. Za Društvo se ovdje nalazi cjenovni rizik. Zaštita od cjenovnog rizika može se postići trgovanjem izvedenim vrijednosnim papirima poput unaprijednica i ročnica. Unaprijednice omogućuju terminsku kupovinu ili prodaju bilateralnim ugovorom specificiranu količinu neke imovine prema dogovorenoj cijeni. Kupac pritom može zauzeti dugu poziciju i zaštititi se od rasta cijena (Miloš Sprčić i Sprčić, 2009). Ročnice su vrlo sličan instrument koji za razliku od unaprijednica omogućuje organizirano trgovanje. U slučaju Maistre, zaštita od porasta posredničkih provizija može se postići dugoročnim ugovorima, ali prvenstveno motiviranjem gosta za direktno rezerviranje smještaja.

Četvrti kvadrant sadrži valutni i kamatni rizik. U četvrtom kvadrantu su rizici koji zahtijevaju najmanje kontrole zbog svoje male značajnosti i vjerojatnosti. Od valutnog se rizika može relativno dobro zaštititi uz pomoć ročnica i opcija te *hedging*-om tj. zauzimanjem suprotne pozicije od budućeg priljeva. Prirodni *hedging* odnosi se na držanje potraživanja i obveza u

istoj valuti. Maistra trenutno ne koristi derivativne instrumente za zaštitu od izloženosti valutnom riziku, jer smatraju da njegova mala značajnost to ne traži. Osim spomenutog *hedging*-a, potencijalna strategija zaštite od kamatnog rizika može biti kamatni *swap*. Tim instrumentom poduzeće može praktično zamijeniti svoj varijabilni novčani tok (varijabilnu kamatnu stopu) za fiksni novčani tok, što pruža dodatnu zaštitu od porasta kamatnih stopa.

Slika 6: Mapa rizika za Maistru d.d.



Izvor: izrada autora

4.6. Rezultati i implikacije istraživanja

Dugoročna strategija razvoja hrvatskog turizma cilja na razvoj *premium* segmenta. Luksuzni segment turizma može u konačnici rezultirati dužom turističkom sezonom s boljim povratima na uloženi kapital, no potrebne su investicije u smještaj visoke kategorije i popratni sadržaj. Maistra, sa sjedištem u najrazvijenijoj hrvatskoj regiji Istri, jedna je od najvećih domaćih turističkih kompanija sa snažnim trendom rasta gotovo svih kategorija poslovanja koja je također fokusirana na *premium* segment turizma.

Pandemija koronavirusa zaustavila je nove investicije u turizam te snažno pogodila ugostitelje i djelatnike u turizmu, s još nejasnim dugoročnim posljedicama. Turistička grana grupacije Adris u prvih devet mjeseci 2020. godine pretrpila je pad prihoda od 50%. Od rovinjskog dijela poslovanja još su veće gubitke ostvarili objekti u Dubrovniku i Zagrebu. Unatoč tome, Maistra d.d. kroz cijelo povijesno razdoblje analize ostvaruje izvrsne financijske rezultate te jača tržišnu poziciju, a prednost je i etabrirana snaga brenda te geografska pozicioniranost. Analiza poduzeća provedena putem DCF metode ukazala je na konstantan očekivani rast budućih novčanih tokova, osim 2020. godine. Procjena vrijednosti Maistre d.d. premašila je iznos od 2,7 milijardi kuna. Ovaj rezultat dodatno dobiva na značaju kada se uzme u obzir i krizna 2020. godina, koja je također prognozirana i uključena u proces vrednovanja.

Istraživanje je identificiralo i osnovne rizike u poslovanju Društva: rizik radne snage, rizik zaraznih bolesti te rizik političke nestabilnosti i ekoloških katastrofa (I. kvadrant), reputacijski rizik, rizik konkurencije, rizik likvidnosti i kreditni rizik (II. kvadrant), cjenovni rizik (III. kvadrant) te valutni i kamatni rizik (IV. kvadrant). Maistra se može aktivno zaštititi od većine identificiranih rizika uz pomoć predloženih instrumenata. Iako na dva od tri rizika iz I. kvadranta ne može direktno utjecati, Društvo se na iste može pripremiti te ih redovito nadzirati. Izuzev rizika zaraznih bolesti, niti jedan drugi rizik nije se materijalizirao u povijesnom razdoblju, te se isto može očekivati i u projiciranom periodu. S obzirom da je jedini materijalizirani rizik bio izvan kontrole Društva, može se ustvrditi kako Maistra d.d. kvalitetno i pravovremeno upravlja financijskim i ostalim rizicima.

5. Zaključak

Integrirano upravljanje rizicima kontinuirani je proces koji rizik sagledava cjelovito i u kontekstu poslovne strategije poduzeća. Za razliku od tradicionalnog upravljanja koje nastoji isključivo umanjiti izloženost rizicima, integrirano upravljanje rizicima optimizira izloženost rizicima te time postaje integralni dio organizacije. Za provođenje analize koja prati *top-down* metodologiju ovoga procesa, započinje se s analizom okoline poduzeća i industrije kojoj promatrano poduzeće pripada, zatim se prelazi na samo poduzeće i tek onda dolaze rizici i njihov utjecaj na vrijednost.

Maistra d.d. posluje u rastućoj i relativno visoko konkurentnoj turističkoj industriji, preciznije u njezinom *premium* segmentu. Društvo prati strategiju diferencijacije kvalitetom, te je prepoznato po luksuznom hotelskom smještaju i jedinstvenom fokusu na gosta. Maistra u svim promatranim povijesnim godinama ostvaruje pozitivnu dobit prije oporezivanja, te se prognozira nastavak tog trenda i u prognoziranim godinama (osim u 2020. godini). U narednom periodu očekuje se nastavak širenja poslovanja na srednju i južnu Dalmaciju, uz nova ulaganja u objekte najviše kategorije u Zagrebu i Splitu.

Društvo i matična kompanija Adris nastoje uključiti sve zaposlenike u upravljanje rizicima, što je nužnost kod integriranog upravljanja rizicima. Uprava mnogo pažnje posvećuje riziku likvidnosti te na tjednoj bazi prati projekcije likvidnosti. To je ujedno i rizik s najvećom identificiranom značajnosti po poslovanje Društva, od onih na koje može utjecati. Koronakrizom potaknut rizik zaraznih bolesti predstavlja najveću ukupnu opasnost po poduzeće, s visokom značajnosti i vjerojatnosti izbijanja i to pogotovo u prvoj polovici 2021. godine. Zaključno, od značajnih rizika Maistra d.d. izložena je onima koje je gotovo nemoguće diverzificirati i koji također prijete ostatku industrije. Društvo je do sada pokazalo izrazitu sposobnost u upravljanju rizicima te se nastavak takvog trenda može očekivati i u doglednoj budućnosti.

LITERATURA

Knjige

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

Andersen, T. J., Garvey, M. i Roggi, O. (2014) *Managing Risk and Opportunity: The Governance of Strategic Risk-Taking*. New York: Oxford University Press.

Barney, J. B., Hesterly, W. S. (2015) *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases, 5th edition*. Essex: Pearson Education.

Brigham, E. F. i Ehrhardt, M. C. (2010) *Financial Management: Theory and Practice*. 13. izd. Mason: South-Western, Cengage Learning.

Damodaran, A. (2008) *Strategic risk taking: a framework for risk management*. New Jersey: Pearson Education.

Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2014) *Applied Corporate Finance*. 4. izd. New Jersey: John Wiley & Sons.

Fraser, J. i Simkins, B. J. (2010) *Enterprise Risk Management: Today's Leading Research and Best Practices for Tomorrow's Executives*. New Jersey: Wiley & Sons.

Grant, R. M. (2016) *Contemporary strategy analysis: Text and cases edition*. 9. izd. Chichester: Wiley & Sons

Lam, J. (2003) *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. New Jersey: Wiley & Sons.

Larrabee, D. T. i Voss, J. (2013) *Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added and Real Options*. New Jersey: John Wiley & Sons.

McKinsey & Company (2010) *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. izd. New Jersey: Wiley & Sons.

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

Miloš Sprčić, D. i Bedeković, K. (2019) *Integrirano upravljanje rizicima – strateški alat za bolje upravljanje poslovanjem*. Poglavlje u: Miloš Sprčić, D., Puškar, J., i Zec, I. (2019) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.

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

Miloš Sprčić, D., ed., et al. (2014) *Risk management: strategies for economic development and challenges in the financial system: A New Era of Risk Management – An Integrated Approach to Corporate Risks*. New York: Nova Science Publishers.

Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis i HUFA.

Orsag, S. i Dedi, L. (2011) *Budžetiranje kapitala*. Zagreb: Masmedia.

Palepu, K. G., Healy, P. M. (2012) *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*. 5. izd. Mason: South-Western, Cengage Learning.

Palepu, K. G., Healy, P. M. i Bernard, V. L. (2003) *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases*. Mason: South Western Educational Publishing.

Porter, M. E. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: The Free Press.

Porter, M. E. (1985) *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: The Free Press.

Wheelen, T. L. i Hunger, J. D. (2012) *Strategic management and business policy: toward global sustainability*. 13. izd. New Jersey: Pearson.

Žager, K. i Žager, L. (1999) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Masmedia.

Znanstveni članci i publikacije

Adris Grupa d.d. (2020) *Godišnje izvješće i izvješće neovisnog revizora 31. prosinca 2019. Godine*. Godišnje financijsko izvješće. Dostupno na: <https://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscu/odnosi-s-investitorima/financijska-izvjesca/2020-2/> [25. studeni 2020.]

Bolfek, B., Stanić, M. i Knežević, S. (2012) *Vertikalna i horizontalna financijska analiza poslovanja tvrtke*. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 25 (1), str. 146-167.

Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris, R. S. i Higgins, R. C. (1998) *Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis*. Financial practice and education, 8 (1), str. 13-28.

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004) *Executive Summary of Enterprise Risk Management: Integrated Framework*. Dostupno na: <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary.pdf> [08. listopada 2020.]

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2017) *Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance*. Dostupno na: <https://www.coso.org/Documents/2017-COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf> [09. listopada 2020]

Državni zavod za statistiku - DZS (2020) *Zaposlenost – administrativni izvori*. Tablični prikaz. Dostupno na: https://www.dzs.hr/Hrv/Covid-19/zaposlenost_i_place.html [9. studeni 2020.]

HNB (2020) *Tablica R1: Prihodi od razmjene usluga s inozemstvom*. Tablični prikaz, tablica P4. Putovanja (turizam) – prihodi. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/razmjena-usluga-s-inozemstvom> [15. studeni 2020.]

Horwath HTL (2019) *European Chains and Hotels Report 2019*. Godišnja publikacija. Dostupno na: https://corporate.cms-horwathhtl.com/wp-content/uploads/sites/2/2019/03/HTL_2019_EU_CHAINS-2.pdf [7. studeni 2020.]

Hrvatska narodna banka (2020a) *Brifing za medije*. Priopćenja. Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/2952583/hp17122020_brifing_za_novinare.pdf/38f7b217-6ddd-e64a-e48c-0dc1ae8c05ee?t=1608204039779 [17. prosinac 2020.]

Hrvatska narodna banka (2020b) *Financijska stabilnost*. Godišnja publikacija, br. 21, godina 12. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3393533/h-fs-21.pdf/c28f38eb-4789-ce51-bb7a-e95144e00187> [9. studeni 2020.]

Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje (2020) *Statističke informacije HZMO-a*. Mjesečna publikacija, br. 9/20. Dostupno na: <https://www.mirovinsko.hr/UserDocsImages/statistika/statisticke-informacije/2020/9/Statisticke-informacije-HZMO-a-9-2020-listopad-2020.pdf> [13. studeni 2020.]

International Organization of Standardization (2018) *ISO 31000:2018 Risk management — Guidelines*. Dostupno na: <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:31000:ed-2:v1:en> [06. listopada 2020.]

Lam, J. (2011) *Risk Management: The ERM Guide from AFP*. Association for Financial Professionals, str. 5.

Maistra d.d. (2020a) *Dokumentacija za nadmetanje I. izmjena*. Dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama/eu-projekti> [6. studeni 2020.]

Maistra d.d. (2020c) *Godišnje izvješće i izvješće neovisnog revizora 31. prosinca 2019. godine*. Godišnje financijsko izvješće. Dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama/tromjesečna-izvjesca> [17. studeni 2020.]

Maistra d.d. (2020d) *Financijska nerevidirana izvješća za treće tromjesečje 2020. godine*. Kvartalno financijsko izvješće. Dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama/tromjesečna-izvjesca> [17. studeni 2020.]

McKinsey & Company (2013) *Strategic commodity and cash-flow-at-risk modeling for corporates*. McKinsey Working Papers on Risk, br. 51.

Miloš Sprčić, D. (2007) *Izvedenice kao instrument upravljanja financijskim rizicima: primjer hrvatskih i slovenskih nefinancijskih poduzeća*. Financijska teorija i praksa, 31 (4), str. 391.

Miloš Sprčić, D. (2016) *Identifikacija i procjena poslovnih rizika*. Hrvatska revizorska komora.

Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L. (2017) *Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 15 (2), str. 127-145.

Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011) *Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CfaR*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 9 (1), str. 55-70.

Miloš Sprčić, D. i Sprčić, P. (2009) *Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 7 (1), str. 94-105.

Ministarstvo financija (2020) *Uvjeti izdanja obveznice HRRHMFO403E6*. Prospekt obveznice. Dostupno na: https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRRHMFO403E6&tab=stock_info [25. studeni 2020.]

Ministarstvo turizma (2020) *Turizam u brojkama 2019*. Godišnja publikacija, izdanje 2020. Dostupno na: https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf [14. studeni 2020.]

Narodne novine (2016) *Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dodanu vrijednost*. Zagreb: Narodne novine d.d. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_12_115_2526.html [6. studeni 2020.]

Narodne novine (2019) *Odluka o utvrđivanju godišnje kvote dozvola za zapošljavanje stranaca za kalendarsku godinu 2020*. Zagreb: Narodne novine d.d. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2019_11_113_2271.html [13. studeni 2020.]

Oral, C. i Akkaya, G. C. (2015) *Cash Flow at Risk: A Tool for Financial Planning*. *Procedia Economics and Finance*, 23 (5), str. 262 – 266.

Rašić Jelavić, S. i Brkić, I. (2016) *PEST/LE analiza opće okoline cementne industrije u Hrvatskoj*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 14 (1), str. 65-86.

Sabol, A., Šander, M. i Fučkan, Đ. (2013) *The Concept of Industry Life Cycle and Development of Business Strategies*. Management, Knowledge and Learning International Conference, str. 635-642.

Svjetska banka (2019) *Doing Business 2020*. Godišnja publikacija. Dostupno na: <https://www.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020> [7. studeni 2020.]

Svjetska banka (2020) *Global Economic Prospects*. Publikacija. Dostupno na: <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects> [9. studeni 2020.]

Udovičić, A. i Kadlec, Ž. (2013) *Analiza rizika upravljanja poduzećem*. Praktični menadžment: stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, 4 (1).

Yüksel, İ. (2012) *Developing a Multi-Criteria Decision Making Model for PESTEL Analysis*. International Journal of Business and Management, 7 (24), str. 52-66.

Internetski izvori

Damodaran, A. (2020) *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Dostupno na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html [10. prosinac 2020.]

Deloitte (2010) *The Chief Risk Officer: your business ally*. Dostupno na: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/About-Deloitte/mepovdocuments/mepov3/dtme_mepov3_The-Chief-Risk-Officer.pdf [09. listopada 2020.]

Eurostat (2020) *Tourism industries - economic analysis*. Dostupno na: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Tourism_industries_-_economic_analysis#Key_economic_indicators [14. studeni 2020.]

ITB Berlin (2021) *ITB Berlin NOW and Statista look back on 2020, a turbulent year in travel: despite a massive decline last year there are signs of a market recovery by 2023*. Priopćenje za medije. Dostupno na: https://www.itb-berlin.com/en/Press/PressReleases/News_90880.html?referrer=/en/Press/PressReleases/#news-en-90880 [27. siječanj 2021.]

Kay, N. (2014) *Competitive Strategy*. Edinburgh Business School, Heriot-Watt University. Dostupno na: <https://ebs.online.hw.ac.uk/EBS/media/EBS/PDFs/Competitive-Strategy-Course-Taster.pdf> [11. listopad 2020.]

Maistra d.d. (2020b) *Politika tvrtke*. Dostupno na: <https://www.maistra.com/hr/o-nama/zastita-okolisa> [14. studeni 2020.]

Međunarodni monetarni fond (2020) *Real GDP growth – Annual percent change*. Dostupno na: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD/HRV [17. prosinac 2020.]

Ministarstvo turizma i sporta (2019) *Prihodi od stranih turista prvi put premašili 10 milijardi eura, ukupni prihod 12 milijardi eura*. Dostupno na: <https://mint.gov.hr/vijesti/prihodi-od-stranih-turista-prvi-put-premasili-10-milijardi-eura-ukupni-prihod-12-milijardi-eura/19009> [14. studeni 2020.]

Zagrebačka burza (2020) *MAISTRA d. d. (MAIS)*. Pregled kretanja cijene dionice. Dostupno na: https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMAISRA0007&tab=stock_trade [9. studeni 2020.]

POPIS TABLICA

<i>Tablica 1:</i> Bilanca Maistre d.d.	46
<i>Tablica 2:</i> Račun dobiti i gubitka Maistre d.d.	49
<i>Tablica 3:</i> Pokazatelji likvidnosti.....	51
<i>Tablica 4:</i> Pokazatelji aktivnosti	52
<i>Tablica 5:</i> Pokazatelji profitabilnosti	52
<i>Tablica 6:</i> Pokazatelji investiranja	53
<i>Tablica 7:</i> Pokazatelji zaduženosti	53
<i>Tablica 8:</i> SWOT analiza za Maistru d.d.	56
<i>Tablica 9:</i> Pro forma RDG.....	58
<i>Tablica 10:</i> Pro forma bilanca	60
<i>Tablica 11:</i> Trošak duga Maistre d.d.	62
<i>Tablica 12:</i> Trošak obične glavnice Maistre d.d.	62
<i>Tablica 13:</i> Trošak kapitala Maistre d.d.....	63
<i>Tablica 14:</i> Kalkulacija slobodnih novčanih tokova poduzeću Maistra d.d. (u tis. HRK)	64
<i>Tablica 15:</i> Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova Maistre d.d. (u tis. HRK).....	65
<i>Tablica 16:</i> Izračun rezidualne vrijednosti za Maistru d.d. (u tis. HRK).....	65
<i>Tablica 17:</i> Procjena ukupne vrijednosti Maistre d.d. (u tis. HRK).....	66
<i>Tablica 18:</i> Razine značajnosti rizika	70
<i>Tablica 19:</i> Razine vjerojatnosti nastupa rizika	71
<i>Tablica 20:</i> Projekcija cjenovnog rizika (u tis. HRK).....	71
<i>Tablica 21:</i> Projekcija kreditnog rizika (u tis. HRK).....	72
<i>Tablica 22:</i> Projekcija rizika likvidnosti (u tis. HRK)	72
<i>Tablica 23:</i> Projekcija rizika političke stabilnosti i prirodnih katastrofa (u tis. HRK)	73
<i>Tablica 24:</i> Projekcija rizika zarazne bolesti (u tis. HRK).....	73
<i>Tablica 25:</i> Projekcija rizika radne snage	74
<i>Tablica 26:</i> Projekcija rizika konkurencije	74

POPIS ILUSTRACIJA

Slika 1: Utjecaj integriranog upravljanja rizicima na vrijednost poduzeća	7
Slika 2: Faze životnog vijeka industrije.....	12
Slika 3: Primjer mape rizika.....	21
Slika 4: Noćenja stranih gostiju u 2020. povoljnija od osnovnog scenarija i rezultata konkurencije.....	37
Slika 5: Kretanje prihoda od usluga pruženih stranim putnicima i turistima (u milijunima eura).....	40
Slika 6: Mapa rizika za Maistru d.d.....	77