

PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA (CFaR) U ANALIZI RIZIKA NA PRIMJERU PODUZEĆA VALAMAR RIVIERA D.D.

Nikpalj, Sara

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://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:364089>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-24**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

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

**PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA
(*CFaR*) U ANALIZI RIZIKA NA PRIMJERU PODUZEĆA
VALAMAR RIVIERA D.D.**

Diplomski rad

Sara Nikpalj

Zagreb, lipanj 2021.

Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij
Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje

**PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA
(*CFaR*) U ANALIZI RIZIKA NA PRIMJERU PODUZEĆA
VALAMAR RIVIERA D.D.**

**APPLICATION OF THE CASH-FLOW-AT-RISK MODEL
(*CFaR*) IN RISK ANALYSIS - THE CASE OF VALAMAR
RIVIERA D.D.**

Diplomski rad

Student: Sara Nikpalj

JMBAG studenta: 0067537151

Mentor: Prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić

Zagreb, lipanj 2021.

Sažetak

Cilj ovog rada jest povećanje svijesti o rizicima u poslovanju i njihove dvojake uloge, te važnosti integriranog procesa upravljanja rizicima s naglaskom na utjecaj na dugoročnu maksimizaciju vrijednosti poduzeća. Rad obuhvaća primjenu znanstveno utemeljene metodologije integriranog upravljanja rizicima u analizi slučaja Valamar Riviera d.d. koje je uzeto kao primjer lidera u domaćoj turističkoj industriji, koja ujedno predstavlja važnu kariku u strukturi domaćeg gospodarstva. Provedenom analizom identificirani su ključni rizici promatranog društva te njihov potencijalan utjecaj na novčane tokove i u konačnici na sadašnju vrijednost društva. Zaključno, iako postoji već uspješno uspostavljen sustav upravljanja rizicima, temeljni izazov društva, industrije i cijelog gospodarstva trenutno predstavlja rizik posljedica COVID-19 pandemije, odnosno rizik iz vanjskog okruženja koji nije moguće kontrolirati.

Ključne riječi: Analiza rizika, Integrirano upravljanje rizicima, Rizični novčani tokovi, Diskontirani novčani tokovi, Turistička industrija

Summary

The aim of this paper is to increase awareness of business risks and their dual role, and the importance of an integrated risk management process with an emphasis on the impact on long-term maximization of the company value. The paper includes the application of a scientifically based methodology of integrated risk management in the case of Valamar Riviera d.d. which is taken as an example of a leader in the domestic tourism industry, which is also an important part of the domestic economy structure. The analysis identified the key risks of the observed company and their potential impact on cash flows and ultimately on its present value. In conclusion, the company has already successfully established a risk management system, but the fundamental challenge of the company, industry and the entire economy is currently the risk of the consequences of the COVID-19 pandemic, i.e. the risks of the external environment that cannot be controlled.

Key words: Risk Analysis, Enterprise Risk Management, Cash Flow at Risk, Discounted Cash Flow, Tourism industry

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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

(vlastoručni potpis studenta)

(mjesto i datum)

SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
1.1. PREDMET I CILJ RADA	2
1.2. METODE ISTRAŽIVANJA I IZVORI PODATAKA	2
1.3. STRUKTURA I SADRŽAJ RADA	2
2. TEMELJNI KONCEPTI INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA	3
2.1. DEFINIRANJE RIZIKA	3
2.2. KLASIFIKACIJA POSLOVNIH RIZIKA	4
2.2.1. STRATEŠKI RIZICI	5
2.2.2. FINACIJSKI RIZICI	5
2.2.3. OPERATIVNI RIZICI	6
2.3. PROCES INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA.....	6
2.3.1. ANALIZA OKRUŽENJA I POSLOVANJA PODUZEĆA, ODREĐIVANJE POSLOVNIH CILJEVA, APETITA I TOLERANCIJE PREMA RIZIKU	8
2.3.2. IDENTIFIKACIJA, SUBJEKTIVNA PROCJENA RIZIKA I RANGIRANJE U MAPU RIZIKA	9
2.3.3. ANALIZA I OBJEKTIVNA KVANTIFIKACIJA RIZIKA / REVIDIRANJE MAPE RIZIKA	10
3. INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA U KONTEKSTU STVARANJA VRIJEDNOSTI...14	
3.1. VREDNOVANJE METODOM DISKONTIRANOG NOVČANOG TOKA (<i>DCF</i>).....	14
3.1.1. IZRADA FINACIJSKIH PROGNOZA	15
3.1.2. ODREĐIVANJE TROŠKA KAPITALA	16
3.2. UTJECAJ <i>ERM</i> -A NA POKRETAČE VRIJEDNOSTI	18
4. ANALIZA OKRUŽENJA I POSLOVANJA PODUZEĆA VALAMAR RIVIERA D.D.20	
4.1. PREGLED POSLOVNOG OKRUŽENJA	21
4.1.1. PESTLE ANALIZA	22
4.2. ANALIZA INDUSTRIJE	26
4.2.1. PORTEROV MODEL PET KONKURENTSKIH SILA	27
4.3. ANALIZA FINACIJE POZICIJE.....	29
4.3. SWOT ANALIZA	34
5. PRIMJENA METODE DISKONTIRANOG NOVČANOG TOKA (<i>DCF</i>)	35
5.1. IZRADA FINACIJSKIH PROGNOZA.....	35
5.2. ODREĐIVANJE TROŠKA KAPITALA	37
5.3. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA	39

6. PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA (CFAR)	41
6.1. IDENTIFIKACIJA RIZIKA.....	41
6.2. RIZIČNI NOVČANI TOKOVI (CFAR).....	47
6.3. MAPIRANJE RIZIKA	48
7. ZAKLJUČAK.....	51

1. UVOD

Brojne ekonomske i financijske krize u ne tako davnoj prošlosti značajno su doprinijele razvoju tzv. *risk managementa* koji je prepoznat kao ključna aktivnost pri osiguravanju egzistencije u kriznim razdobljima ali i otvaranjem prilika u vremenima gospodarskog oporavka. Temeljne pretpostavke uspješnog upravljanja rizicima su dobro razumijevanje opasnosti koje proizlaze iz unutarnjeg i vanjskog okruženja poduzeća te identifikacija najrizičnijih faktora koji predstavljaju potencijalnu prijetnju poslovanju. Upravljanje rizicima je tijekom godina evoluiralo od tradicionalno orijentiranog procesa koji je rizike promatrao kao individualne pojave do integriranog procesa koji se služi naprednijim holističkim pristupom detaljno objašnjenim u nastavku rada. (eng. *Enterprise risk management - ERM*)

Novonastala gospodarska kriza povezana s pandemijom korona virusa dodatno je podigla svijest o važnosti upravljanja rizicima, izazvavši mnogo promjena na globalnom tržištu zbog kojih se poduzeća suočavaju s potpuno novim oblikom rizika, ali i mogućnostima za razvoj novih strategija upravljanja. Učinkovitost procesa upravljanja rizicima znatno ovisi o usklađenosti ciljeva, misije i vizije poduzeća te povezanosti unutarnjih procesa i sustava kontrole. Budući da smo na mnogim primjerima proteklih godina svjedočili kako velike uspješne kompanije zapadaju u teškoće ili bankrotiraju (npr. *Thomas Cook, Agrokor, Lehman Brothers*), integrirano upravljanje rizicima nameće se kao bitan preduvjet dugoročno održivog poslovanja. ERM omogućava značajne kompetitivne prednosti i doprinosi ostvarivanju poslovnih ciljeva, boljem upravljanju i povećanju vrijednosti poduzeća što predstavlja glavni cilj svake profitne organizacije. Definira se kao kombinacija aktivnosti koje minimiziraju negativne utjecaje izloženosti rizicima, prvenstveno na novčane tokove poduzeća te u konačnici na vrijednost u cjelini.

Sadašnja vrijednost je određena veličinom i dinamikom očekivanih novčanih tokova, odnosno očekivanom moći zarađivanja. Osim toga, vrijednost je određena i diskontnom stopom koja je definirana funkcijom vremenske vrijednosti novca, individualnim investitorovim preferencijama kao i rizicima. Stoga se vrijednost ogleda kao kompromis prinosa i rizika koji odražava učinkovitost i moć zarade poduzeća za svoje vlasnike, ili u kontekstu održivosti za sve svoje ulagače i druge dionike. Slijedom navedenog maksimalna vrijednost se postiže kroz

simultano smanjenje volatilnosti i apsolutno povećanje vrijednosti očekivanih novčanih tokova, što je u skladu s temeljnim ciljem integriranog upravljanja rizicima koji naglasak stavlja na dugoročnu maksimizaciju sadašnje vrijednosti odnosno najveću moguću vrijednost poduzeća uz pretpostavku neograničenog vijeka poslovanja.

1.1. Predmet i cilj rada

Predmet rada je primjena metode rizičnih novčanih tokova (*eng. Cash Flow at Risk - CFaR*) u analizi rizika poduzeća Valamar Riviera d.d. koje je uzeto kao primjer vrlo uspješnog domaćeg poduzeća u hotelskoj industriji, koja ujedno predstavlja važnu kariku u domaćem gospodarstvu. Analiziran je utjecaj identificiranih rizika na novčani tok poduzeća kao najvažnijeg pokazatelja kvalitete poslovanja i temelja njegove vrijednosti. Rizici su promatrani u kontekstu negativnih posljedica, iako su uzete u obzir i potencijalne prilike koje izloženost istima nosi. Cilj ovog rada jest povećanje svijesti o rizicima u poslovanju i njihove dvojake uloge, te važnosti integriranog procesa upravljanja rizicima kao strateškog alata koji doprinosi povećanju vrijednosti poduzeća u cjelini.

1.2. Metode istraživanja i izvori podataka

Korištena je znanstveno utemeljena metodologija integriranog upravljanja rizicima; *PESTLE* metoda analize makrookruženja, *Porterov* model za analizu industrije, analiza financijskog položaja poduzeća te *SWOT* analiza pomoću koje su se utvrdile snage i slabosti te prilike i prijetnje. Navedene analize su podloga za identifikaciju rizika kao i kvantifikaciju istih primjenom metode rizičnih novčanih tokova, te procjenu vrijednosti odabranog poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova (*eng. Discount Cash Flow - DCF*). Rad je napisan uz pomoć izabrane domaće i strane stručne literature iz područja istraživanja, relevantnih internetskih izvora te javno dostupnih podataka o poslovanju društva.

1.3. Struktura i sadržaj rada

Rad se sastoji od sedam poglavlja, a u nastavku slijedi sažeti prikaz sadržaja; U uvodnom dijelu kratki je opis predmeta istraživanja te je definiran cilj rada. U drugom i trećem poglavlju pobliže se upoznaje s teorijskim konceptom rizika u poslovanju i procesom integriranog upravljanja rizicima. Također, detaljnije se objašnjavaju metode kvantifikacije rizika koje se kasnije primjenjuju u analizi slučaja. Ostatak rada je koncipiran kroz dva poglavlja gdje se primjenjuju

odabrane znanstvene metode u analizi slučaja na primjeru poduzeća Valamar Riviera d.d.. U posljednjem dijelu, zaključku, su iznesene glavne spoznaje i rezultati stečeni tijekom izrade rada i analize slučaja.

2. TEMELJNI KONCEPT INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA

2.1. Definiranje rizika

Prema Miloš Sprčić (2013) opća definicija rizika polazi od vjerojatnosti nastanka događaja koji će imati negativne posljedice na pojedinca, organizaciju ili društvo u cjelini. S aspekta poslovnih rizika, rizik se definira kao vjerojatnost nastupanja određenih događaja koji će imati negativne učinke na vrijednost očekivanih zarada, novčanih tokova i vrijednost poduzeća odnosno koji će ugroziti njezine poslovne ciljeve. Suvremena teorija u najširem definiranju rizika, nalazi da pojam uvijek sadrži dva osnovna elementa, izloženost ili mogućnost gubitka i vjerojatnost gubitka te da se obično veže uz negativnu konotaciju. Međutim, rizik je dualne prirode i potrebno ga je promatrati kroz dvije dimenzije, odnosno iz perspektive negativnih i perspektive pozitivnih efekata kojima izloženost može rezultirati.

Jednodimenzionalno promatranje rizika osim minimizacije može smanjiti opasnosti, ali i potencijalne prilike te povećati oportunitetne troškove u obliku propuštenih zarada. Propuštanje profitabilnih tržišnih oportuniteta može dovesti do većeg gubitka vrijednosti, nego što ga može izazvati nepovoljan događaj, negativne promjene cijena i sl. (Miloš Sprčić, et al., 2019). Stoga upravljanje rizicima treba promatrati kao strateški alat koji omogućuje sagledavanje svih aspekata rizika, kako pozitivnih tako i onih negativnih, s ciljem određivanja optimalne izloženosti. Međutim, optimalna izloženost rizicima predstavlja subjektivan pojam koji ponajprije ovisi o apetitu ili sklonosti ka riziku određenog pojedinca ili organizacije.

Upravljanje rizicima nekada je bilo znatno jednostavnije jer se poslovanje odvijalo u puno stabilnijoj okolini, dok se tržište kakvo danas poznajemo može okarakterizirati kao turbulentno, nepredvidivo i nesigurno okruženje puno brojnih izazova. U procesu prilagodbe na novo okruženje pojavio se trend jačanja svijesti o ulozi i važnosti upravljanja rizicima koji je dodatno potaknut posljedicama prošlih gospodarskih kriza te sve strožim regulatornim zahtjevima.

Upravljanje rizicima predstavlja trajan i složen proces koji bi trebao omogućiti pravovremenu identifikaciju i mogućnost mjerenja rizika kao zasebnih varijabli. U pravilu rezultira

smanjenjem volatilnosti novčanih tokova i rastom vrijednosti poduzeća, a dodatan motiv nalazi se u interesu za osiguranjem stabilnijeg poslovnog okruženja.

2.2. Klasifikacija poslovnih rizika

Pravovremena identifikacija rizika i razumijevanje njegovog izvora ključan je preduvjet za određivanje optimalnih metoda upravljanja. U nastavku je prikazana osnovna klasifikacija rizika koja se primjenjuje u okviru metodologije integriranog upravljanja rizicima, međutim potrebno je napomenuti da takva klasifikacija služi samo kao okvir za lakše razumijevanje hijerarhijske razine i kompleksnosti određenog rizika. Prema Miloš Sprčić (2013) klasifikacija opisana u nastavku definira vrste rizika prema nastanku događaja odnosno izvoru rizika koji može rezultirati određenim gubitcima za poduzeće. Iako postoje brojne metodologije klasifikacije rizika, radi lakšeg razumijevanja i učinkovitijeg upravljanja važno je uspostaviti jedinstveni model na način da se rizici grupiraju prema izvoru rizika, veličini potencijalne izloženosti odnosno utjecaju na ostvarenje temeljnih poslovnih ciljeva.

Najveću prijetnju poduzeću predstavlja skupina strateških rizika koji su smješteni na samom vrhu piramide upravljanja (Slika 1.), zatim financijski i operativni rizici koji se po prirodi javljaju češće, lakše su uočljivi i uglavnom ne predstavljaju veliki izvor zabrinutosti jer postoje već dobro uspostavljene metode upravljanja kojima se oni minimiziraju ili čak eliminiraju u potpunosti.

Slika 1. – Piramida upravljanja rizicima



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

2.2.1. Strateški rizici

Strateškim rizikom smatra se svaki rizik koji može utjecati na poslovnu strategiju i strateške ciljeve poduzeća (Lam, 2017). Često se poistovjećuju s budućim planovima i strategijama vezanim za uvođenje novih proizvoda i usluga, širenjem postojećeg poslovanja kroz spajanja i preuzimanja te izgradnjom novih postrojenja. Isto tako mogu biti rezultat pogrešnih procjena menadžmenta, nepovoljnih strateških odluka, kao i zanemarivanja promjena u okruženju (Curtis, 2012). Dakle, neprepoznavanje tržišnih promjena ili neadekvatna implementacija novih strategija osnovni je izvor potencijalnih strateških rizika koji mogu rezultirati narušavanjem konkurentskog položaja poduzeća. Prema Miloš Sprčić (2019) postoji veliki broj potencijalnih rizika u strateškim okvirima poslovanja, a neki od najučestalijih uključuju; politički rizik, rizik društveno-kulturnih trendova, tehnološki rizik, R&D rizik, rizik ekspanzije, reputacijski rizik, rizik brenda, gubitak ključnih kupaca, intelektualni rizik i mnoge druge. Za identifikaciju strateških rizika najčešće se koriste kvalitativne metode poput PESTLE i SWOT analize te Porterovog modela koji analiziraju različite čimbenike iz vanjskog i unutarnjeg okruženja poduzeća. Navedene metode predstavljaju vrlo široku podlogu pri identifikaciji potencijalnih rizika koje je moguće prepoznati jedino uz provedbu dubinske analize poslovanja poduzeća i jasnog razumijevanja njegovog okruženja.

2.2.2. Financijski rizici

Financijski rizici manifestiraju se kao gubitak vrijednosti uslijed negativnih promjena u cijenama financijske i realne imovine, tržišnim kamatnim stopama, tečajevima valuta, ali i nesposobnosti poslovnih partnera da izvrše ugovorene obveze zbog čega dolazi do smanjenja primitaka i/ili povećanja izdataka te poremećaja u novčanim tokovima poduzeća, stoga financijski rizici obuhvaćaju sljedeće vrste rizika; valutni rizik, kamatni rizik, cjenovni rizik, rizik likvidnosti i kreditni rizik (Miloš Sprčić, 2016). Dakle, izvor financijskih rizika čine nepovoljne promjene na financijskim tržištima novca i kapitala, odnosno promjene financijskih cijena poput kamatnih stopa, deviznih tečajeva ili cijena realne i financijske imovine. Pri mjerenju izloženosti financijskim rizicima najčešće se koriste kvantitativne metode poput rizične vrijednosti (*engl. Value-at-Risk-VaR*), rizičnih novčanih tokova (*engl. Cash-flow-at-Risk-CFaR*), analize osjetljivosti, analize scenarija, Monte Carlo simulacije i mnoge druge. Upravljanje financijskim rizicima je preteča današnjem *ERM*-u jer su prve metode i strategije upravljanja razvijene upravo s ciljem zaštite i minimiziranja potencijalno negativnih posljedica koje izazivaju. Prema Markowitzu (1952) kod upravljanja financijskim rizicima često se

primjenjuje strategija diversifikacije, a predstavljena je kroz Modernu teoriju portfelja. Strategija se temelji na diversifikaciji specifičnog rizika pojedine investicije kroz ulaganje u veći broj različitih investicija kreirajući time portfelj financijske imovine. Dobro diversificiran portfelj osigurava investitoru umanjenje ukupnog rizika ulaganja kroz značajno smanjenje specifičnog rizika, no rizik koji ostaje relevantan i kojeg nije moguće diversificirati jest tržišni rizik. Drugi instrument upravljanja financijskim rizicima jest korištenje izvedenih vrijednosnih papira kojima je omogućen prijenos različitih vrsta rizika na ostale sudionike na tržištu. Zbog izrazite kompleksnosti strategije diversifikacije veliki broj poduzeća okrenuo se financijskim tržištima izvedenica u potrazi za relativno jednostavnijim i efikasnijim mogućnostima upravljanja kojima se nastoje reducirati fluktuacije novčanih tokova poduzeća.

2.2.3. Operativni rizici

Operativni rizici predstavljaju skupinu rizika s kojima se poduzeća svakodnevno susreću u svom poslovanju, a odnose se na poremećaje u poslovnim procesima i njegovoj razini učinkovitosti. Prema Miloš Sprčić (2016) operativni rizici su rizici gubitaka nastalih kao rezultat neodgovarajućih ili loših procedura, propusta u internoj kontroli i reviziji, namjernih ili nenamjernih ljudskih pogrešaka ili grešaka poslovnih sustava, vanjskih i unutarnjih napada na IT sustave, nepredvidivih vanjskih događaja poput prirodnih katastrofa te neusklađenosti sa zakonskom regulativom. Kako je prethodno navedeno temeljni izvori operativnih rizika leže u neadekvatnim ili pogrešnim internim procedurama, ljudima i sistemima te vanjskim faktorima. Operativni rizici se nalaze na dnu piramide upravljanja (Slika 1.) što označava najmanji rizik u smislu značajnosti negativnih posljedica na poduzeće ali ujedno predstavlja i najveću rizičnu izloženost. U pravilu se najčešće javljaju u internim izvorima koje je lakše kontrolirati, međutim nikako ne treba zanemariti značajnost operativnih rizika iz vanjskog okruženja, s obzirom da ih nije moguće eliminirati, kontrolirati i predvidjeti predstavljaju veliki izazov u pogledu izbora adekvatnih mjera upravljanja.

2.3. Proces integriranog upravljanja rizicima

Chappell (2014) navodi kako integrirano upravljanje rizicima predstavlja okvir koji je potpora poslovanju poduzeća, te definira načine mjerenja i upravljanja posljedicama neizvjesnosti konzistentne načinu upravljanja kapitalom i aktivnostima kreiranja vrijednosti poduzeća. Prema Miloš Sprčić et.al. (2019) procesom integriranog upravljanja rizicima (*engl. Enterprise risk management - ERM*) ne može se u potpunosti kreirati okruženje bez rizika, no omogućuje

učinkovitije upravljanje poslovanjem u dinamičnom okruženju unatoč promjenjivom profilu rizika poduzeća.

Tradicionalni proces upravljanja rizicima zamijenjen je sofisticiranijim procesom integriranog upravljanja rizicima koji se pokazao uspješnijim prilikom uvođenja strateških metoda upravljanja koji do tada nije bio prisutan u poslovnoj praksi. Rizike se tada promatralo kao zasebne fragmente i fokus je bio na operativnim procesima upravljanja, dok je uvođenjem novog pristupa upravljanje rizicima postalo važan strateški alat menadžmenta. Interes za modelom dodatno raste nakon globalne financijske krize koja je pokazala prijašnje metode neuspješnima. Dodatno, Miloš Sprčić (2016) navodi kako je ubrajanje integriranog modela upravljanja rizicima u osnovicu rejting ocjene poznatih rejting agencija također potaknulo implementiranje modela u brojna poduzeća.

Temeljne prednosti implementacije ERM sustava čini bolje poznavanje poslovanja poduzeća te prepoznavanje prijetnji i prilika, učinkovitije donošenje odluka, vjerojatnije ostvarenje poslovnog i financijskog plana odnosno smanjenje volatilnosti očekivanog poslovnog rezultata, razvoj pozitivne organizacijske kulture, klime i komunikacije, bolji kreditni rejting, povećanje vrijednosti poduzeća kroz ostvarenje većih novčanih tokova te manji trošak kapitala, kao i stvaranje snažne poruke drugim poduzećima kako poduzeće ima konkurentsku prednost u upravljanju rizicima. (Miloš Sprčić, et al., 2014) Međutim, potrebno je napomenuti kako su istraživanja također pokazala da je predostrožan način razmišljanja pridonio smanjenju rizičnog ponašanja te na taj način smanjio udio prihoda koji se izdvaja za istraživanje i razvoj, što se pak negativno odrazilo na sklonost inoviranju bez koje nema daljnjeg gospodarskog napretka. (Andersen i Shroder, 2010). S obzirom na navedeno možemo zaključiti kako proces integriranog upravljanja rizicima može značajno pridonijeti stvaranju vrijednosti za poduzeće ali isto tako može imati suprotne učinke ako se ne provodi na optimalan način, odnosno uz optimalan odnos preuzetih i eliminiranih rizika.

Prema Miloš Sprčić, et al. (2019) proces integriranog upravljanja rizicima može se opisati kroz nekoliko međupovezanih faza koje su sažeto opisane u nastavu:

- Analiza okruženja i poslovanja poduzeća;
- Određivanje poslovnih ciljeva, apetita i tolerancije prema riziku;
- Identifikacija rizika;
- Subjektivna procjena rizika, rangiranje u mapu rizika;

- Analiza i objektivna kvantifikacija rizika / revidiranje mape rizika;
- Odluke / mjere o upravljanju rizicima;
- Nadzor, komunikacija i izvještavanje;
- Kontinuirano praćenje i revidiranje procesa.

2.3.1. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća, određivanje poslovnih ciljeva, apetita i tolerancije prema riziku

Poslovna strategija poduzeća treba definirati ciljeve i apetite prema rizicima, odnosno jasno odgovarati na pitanja o misiji i viziji poslovanja. Poduzeće ne bi trebalo započinjati s upravljanjem rizicima prije nego što jasno definira svoje ciljeve u terminima rizika i prinosa. U tom procesu posebno je važan korak određivanje sklonosti i apetita prema riziku odnosno davanje odgovora na pitanje kojim rizicima poduzeće treba ostati izložena kako bi ostvarila planirane ciljeve. Na taj način se odlučuje koje rizike je poduzeće spremno tolerirati i u kojoj mjeri jer su dio poslovne strategije, a od kojih će se rizika zaštititi (Miloš Sprčić, et al., 2019).

Razumijevanje okruženja poduzeća i industrije u kojoj poduzeće posluje te njegovog poslovanja i konkurentske pozicije u velikoj mjeri određuje kvalitetu provedene analize koja čini podlogu procesu upravljanja rizicima. Prema Miloš Sprčić (2013) analiza poduzeća započinje pregledom analize okruženja, zatim analize industrije i na kraju samom analizom poslovanja poduzeća. Takav *top-down* pristup stavlja informacije o poziciji poduzeća u industriji i okruženju u kontekst analize rizika. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća najčešće se provodi putem kvalitativnih metoda poput PESTLE i SWOT analize te Porterovog modela za analizu industrije. Navedenim metodama i modelima se provodi dubinska analiza unutarnjeg i vanjskog okruženja poduzeća, kako bi se mogli identificirati svi potencijalni i postojeći izvori rizika.

PESTLE analiza uzima u obzir makro-okruženje poduzeća koje se sastoji od ekonomskih, političkih, socio-kulturnih, demografskih, tehnoloških, zakonskih i ekoloških čimbenika. Slično kao i analiza makro-okruženja, analiza industrije omogućuje pregled potencijalnih utjecaja iz okoline na poslovanje poduzeća te pregled konkurentske prednosti poduzeća i njegovog nošenja s konkurencijom. Prema Porteru (2008) pet najvažnijih konkurentskih sila na profitni potencijal industrije prikazuje se modelom Porterovih pet sila koje čine: kupci, odnosno njihova pregovaračka moć; supstituti, prijetnja zamjene proizvoda supstitutom; dobavljači,

pregovaračka moć dobavljača; potencijalni konkurenti; prijatna ulaska novih konkurenata na tržište i konkurenti, odnosno trenutna konkurencija na tržištu.

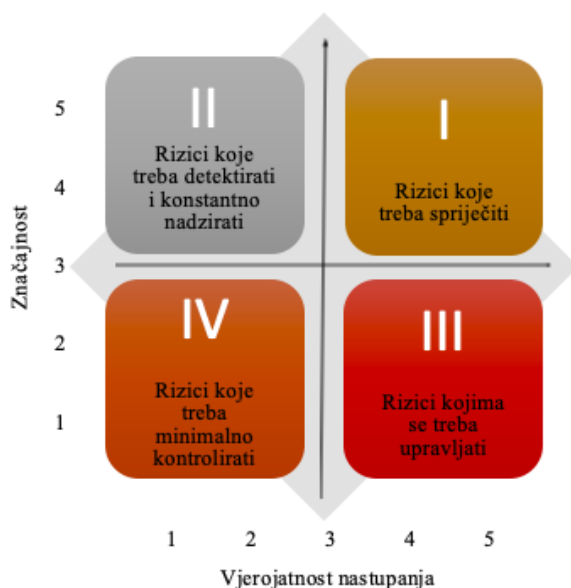
Najčešće korišten strateški alat analize unutarnjeg okruženja je SWOT, akronim engleskih riječi *strenghts* (snage), *weaknesses* (slabosti), *opportunities* (prilike) i *thretas* (prijetnje). Na temelju provedene SWOT analize trebalo bi biti moguće odrediti cjelovitu poziciju poduzeća i strategiju kojom će se najbolje iskoristiti snage i prilike te minimizirati identificirane slabosti i prijetnje. Pregledom svih navedenih čimbenika omogućuje se uvid u stanje poduzeća u njegovom internom i vanjskom okruženju kako je detaljnije prikazano u analizi slučaja u poglavlju 4.

2.3.2. Identifikacija, subjektivna procjena rizika i rangiranje u mapu rizika

Nakon utvrđenog stanja i odnosa poduzeća s njegovim unutarnjem i vanjskim okruženjem slijedi identifikacija rizika i procjena izloženosti istima. Kod usuglašavanja oko konačne liste rizika kojima je poslovanje izloženo te njihovog pozicioniranja u mapu rizika koriste se različite uglavnom kvalitativne metode i tehnike procjene rizika poput delfi metode, panela stručnjaka, brainstorminga, fokus grupa, analize “što ako”, intervjuiranja zaposlenika i ankete o rizicima. (Miloš Sprčić, 2016).

Izrada modela evaluacije rizika sastoji se od dva ključna koraka: definiranja ljestvice značajnosti rizika i ljestvice vjerojatnosti rizika koje se prikazuju u tzv. matrici ili mapi rizika. Položaj rizika u matrici određuje strategiju upravljanja, što je u ovisnosti o procijenjenoj značajnosti utjecaja rizika na poslovanje i vjerojatnosti njegovog nastupanja. Mapa se sastavlja na temelju subjektivne procjene te predstavlja podlogu za daljnje korake procesa. Prema položaju rizika u određenom kvadrantu mape rizike, donose se odluke kojim rizicima treba posvetiti najviše pozornosti u procesu upravljanja rizicima, a koji rizici nemaju toliko značajan utjecaj na poslovanje poduzeća.

Slika 2. – Mapa rizika



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

Sa slike 2. vidljivo je da se u prvom kvadrantu nalaze rizici kojima je dan visok prioritet zbog visoke značajnosti i velike vjerojatnosti nastupanja. Ako se njima primjereno ne upravlja, predstavljaju ozbiljnu prijetnju za poslovanje poduzeća i ostvarenje postavljenih ciljeva. Drugi kvadrant sadrži rizike sekundarnog prioriteta koji su značajni, ali je mala vjerojatnost njihova nastupanja, međutim kako bi se ona osigurala nužno je provoditi kontinuirani nadzor. U trećem kvadrantu nalaze se manje značajni rizici, velike vjerojatnosti nastajanja što zahtijeva aktivno upravljanje kako se značajnost ne bi promijenila uslijed promjena uvjeta poslovanja. Rizici iz četvrtog kvadranta nisu značajni i imaju malu vjerojatnost nastanka. Zahtijevaju minimalnu kontrolu, osim ako kontinuirana procjena rizika ne pokaže da je zbog promjene značajnosti ili vjerojatnosti nastanka došlo do premještanja rizika u drugu kategoriju. (Miloš Sprčić, 2013)

2.3.3. Analiza i objektivna kvantifikacija rizika / revidiranje mape rizika

Prema Miloš Sprčić, et al. (2019) izrada mape rizika iz prethodnog koraka predstavlja polazište za daljnju objektivizaciju i kvantifikaciju utjecaja rizika na poslovanje i vrijednost poduzeća. Kvantitativne procjene utjecaja identificiranih rizika vrše se uz pomoć metoda kao što su analiza scenarija, analiza osjetljivosti, rizična vrijednost (eng. *Value at Risk, VaR*) i rizični novčani tokovi (eng. *Cash Flow at Risk, CFaR*) koje se opisuju u nastavku. Nakon provedene kvantifikacije potrebno je prilagoditi tj. revidirati izrađenu mapu rizika čime postaje kvalitetnija informacijska osnova za utvrđivanje prioriteta i mjera upravljanja.

Analiza osjetljivosti

Analizom osjetljivosti testira se varijabilnost novčanih tokova na promjenu određenog faktora i predstavlja najjednostavniju metodu analize rizika. Miloš Sprčić (2013) navodi kako se nedostatak ove metode očituje u nemogućnosti mjerenja kombiniranih učinaka promjena više varijabli, već samo jedne varijable čije se promjene i osjetljivost novčanih tokova promatraju u izolaciji. U praksi rijetko dolazi do promjene samo jedne od varijabli jer su one u većoj ili manjoj mjeri međusobno povezane te se stoga ovaj nedostatak ispravlja drugim metodama poput scenarija i simulacija.

Analiza scenarija

Analiza scenarija omogućuje efikasno mjerenje rizika kroz lanac događaja i efekta za svaki pojedinačni scenarij (Hunziker, 2019). Svaki scenarij može kombinirati više rizičnih faktora i tako prikazati njihovu međusobnu povezanost. Prema Porteru (2008) scenarij povezuje nesigurnost trendova u veći broj alternativnih, ali konzistentnih pogleda na budućnost.

Rizična vrijednost

Rizična vrijednost (*eng. Value at Risk, VaR*) mjeri najveći očekivani gubitak koji se može dogoditi tijekom određenog vremenskog razdoblja u normalnim tržišnim uvjetima uz određenu razinu pouzdanosti (Miloš Sprčić, 2019). Postoje tri temeljna pristupa izračunu rizične vrijednosti: povijesna simulacija, metoda normalne distribucije i Monte Carlo simulacija. Povijesna simulacija izravno je vezana za povijesne podatke, dok metoda varijance i kovarijance te Monte Carlo simulacija koriste povijesne podatke za procjenu parametara statističke distribucije promjena tržišnih faktora. (Miloš Sprčić, 2019). Navedene metode daju procjenu potencijalnih gubitaka u normalnim tržišnim uvjetima, dok se za procjenu potencijalnih gubitaka u izvanrednim situacijama koriste i druge metode mjerenja rizika kao što je testiranje stresa te analiza scenarija. Najveći izazov predstavlja određivanje distribucije vjerojatnosti, zbog toga što može znatno utjecati na rizičnost modela odnosno nerazmjernost pretpostavljene i stvarne distribucije. Iako svaka od metoda ima određene prednosti i nedostatke prvenstveno zbog brojnih pretpostavki modela koji često ne odražavaju stvarne tržišne uvjete, njihova kombinacija može biti vrlo koristan alat pri mjerenju potencijalnih gubitaka. Ova metodologija se koristi uglavnom u financijskim institucijama, a značajan utjecaj na širenje primjene ove metodologije imao je sve veći pritisak regulatora kao i globalizacija financijskih

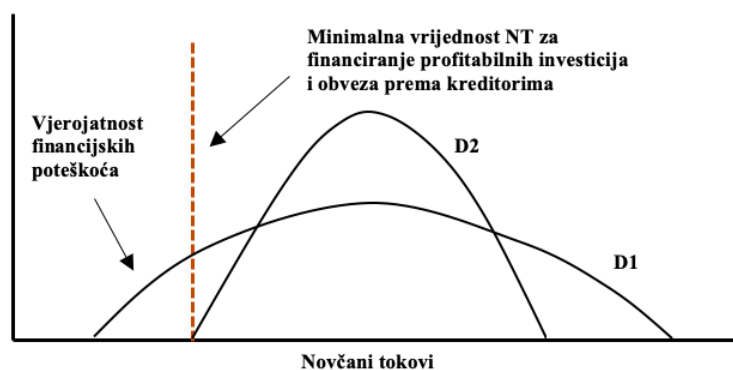
tržišta. Regulatori koriste ovu metodu s ciljem kontrole minimalnih razina kapitala financijskih institucija koje su u ovisnosti o razini izloženosti rizicima, dok poduzeća iz realnog sektora također mogu koristiti ovu metodu ali samo pri mjerenju i upravljanju financijskim rizicima.

Rizični novčani tok

Novčani tok pri riziku (*engl. Cash Flow at Risk - CFaR*) je metoda procjene rizika za nefinancijske institucije, poduzeća iz realnog sektora, a predložen je kao oblik VaR-a za određivanje ukupnog rizika novčanog toka poduzeća. Prema Miloš Sprčić (2013) rizični novčani tok definira se kao maksimalni gubitak neto generiranog novčanog toka, u odnosu na određeni ciljani nivo, koji se može dogoditi uslijed izloženosti tržišnim rizicima u određenom periodu i uz određenu razinu pouzdanosti. Ovom metodom procjenjuje se vjerojatnost financijskih poteškoća tumačenjem volatilnosti novčanih tokova. Razlika između *CFaR* i *VaR* metode je u tome što *CFaR* promatra osjetljivost operativnih novčanih tokova dok *VaR* promatra vrijednost ukupne imovine odnosno portfelja. Neovisno o korištenoj metodologiji, poznavanje volatilnosti rizičnih faktora samo po sebi nije dovoljno za uspješno upravljanje rizicima, već je potrebno razumjeti pokretače njihove volatilnosti kao i način na koji utječu na novčane tokove odnosno vrijednost portfelja.

Utjecaj upravljanja rizicima na vrijednost rizičnih novčanih tokova poduzeća prikazana je na slici 3., gdje se prikazuje vrijednost novčanih tokova poduzeća prije *hedginga* (D1), te njihova vrijednost nakon *hedginga* (D2), iz čega je vidljivo značajno smanjenje vjerojatnosti financijskih teškoća, odnosno potpuni izlazak iz zone bankrota. (Miloš Sprčić, Radić, 2011).

Slika 3. - *Hedging* i vrijednost novčanih tokova pri riziku



Izvor: Miloš Sprčić D., Radić D.(2011), Kvantifikacija izloženosti rizicima – usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, str. 60.

2.3.4. Odluke/mjere o upravljanju rizicima

Opisane faze procesa omogućavaju određivanje optimalne strategije odnosno mjera upravljanja rizicima. Postoje četiri osnovne strategije postupanja s rizicima koje se mogu međusobno kombinirati: izbjegavanje rizika, prirodni *hedging*, transfer rizika i pasivno snošenje rizika (Miloš Sprčić 2013). Svaka strategija za sobom nosi određene nedostatke, te je uglavnom nemoguće formirati potpunu zaštitu i u potpunosti eliminirati rizik, ali prikladna strategija može svakako minimizirati potencijalno negativne utjecaje rizičnih faktora. Izbor same strategije ovisi ponajprije o apetitu i toleranciji prema riziku koja treba biti unaprijed definirana.

Miloš Sprčić, et al. (2019) navodi kako je izbjegavanje rizika strategija potpunog eliminiranja rizika u slučaju predviđanja negativnog ishoda te da ova strategija ima najveće šanse za uspjeh ako se rizik ukloni prije započinjanja nekog projekta ili poslovne aktivnosti. Druga strategija je prirodni *hedging* kojim se utječe na smanjenje rizika investiranjem u imovinu čije kretanje je negativno korelirano, kako bi se gubitak na jednoj poziciji kompenzirao dobitkom na drugoj i obrnuto. Može se primijeniti i kod uobičajenog operativnog poslovanja, primjerice usklađivanjem valutne strukture troškova i prihoda čime se reducira tečajni rizik. Nasuprot izbjegavanju rizika, poduzeće može prihvatiti rizik, ali pritom donijeti odluku o prevaljivanju odnosno transferu rizika na treću stranu. To se uobičajeno provodi zaključivanjem police osiguranja ili kupnjom financijskih izvedenica čime se smanjuje varijabilnost novčanih tokova i troška kapitala. Konačno, u nekim slučajevima poduzeće će preuzeti odnosno tolerirati određene rizike unutar poduzeća tj. izabrati strategiju pasivnog snošenja rizika.

2.3.5. Nadzor, komunikacija i izvještavanje, kontinuirano praćenje i revidiranje procesa

Proces ne završava implementacijom odluka o upravljanju rizicima, već se nastavlja uspostavom nadzora koji osigurava učinkovitost kontrola, učenje lekcija iz uspona i padova, identifikaciju trendova i uočavanje promjena u unutarnjem i vanjskom okruženju (Green Philip, et al. 2016). Za učinkovito upravljanje rizicima nužno je uspostaviti redovitu i kvalitetnu komunikaciju i izvještavanje između ključnih aktera korporativnog upravljanja u poduzeću te provođenje revizije cijelog procesa. Zaključno, integrirano upravljanje rizicima je dugoročan proces koji treba pratiti dinamičnost samog poduzeća kao i njegovog poslovnog okruženja kako bi ispunio svoju temeljnu svrhu stvaranja dodatne vrijednosti.

3. INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA U KONTEKSTU STVARANJA VRIJEDNOSTI

Integrirano upravljanje rizicima u okviru stvaranja vrijednosti opisuje međupovezanost opisanog procesa upravljanja rizicima i fundamentalnih pokretača vrijednosti poduzeća. Kao što je već navedeno temeljni cilj ERM-a jest povećanje vjerojatnosti realizacije ciljeva poduzeća i u konačnici povećanja njegove vrijednosti. Rezultati provedenih analiza okruženja, industrije, poslovanja poduzeća i rizika kojima je poduzeće izloženo, integriraju se u okviru analize financijskih izvještaja kako bi se formulirale specifične financijske prognoze prihoda od prodaje, operativnih troškova, profitnih marži i ostalih varijabli koje služe kao inputi za izračun vrijednosti poduzeća (Miloš Sprčić, Orešković Sulje, 2012).

3.1. Vrednovanje metodom diskontiranog novčanog toka (DCF)

Kako bi se utvrdila vrijednost najbliže realnoj, intrinzičnoj vrijednosti poduzeća najčešće se koristi *going-concern* koncept. Ovakav koncept vrednovanja predstavlja određivanje vrijednosti poduzeća kroz svođenje serije budućih novčanih tokova na sadašnju vrijednost, odnosno vrijednost poduzeća promatra kao funkciju očekivanih novčanih tokova uzimajući u obzir rizik i vremensku vrijednost novca. Metode koje se temelje na principu vremenske vrijednosti novca polaze od pretpostavke da novac pojedincima vrijedi više danas nego u budućnosti, stoga se očekivani budućni novčani tokovi diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost. Prema Damodaranu (2010) diskontna stopa koja se primjenjuje održava rizičnost poslovanja i očekivanih budućih novčanih tokova, odnosno odražava međuovisnost rizika i nagrade, pa se tako rizičnija imovina diskontira uz višu diskontnu stopu, jer investitori očekuju veći prinos za veći preuzeti rizik.

Pri procjeni vrijednosti na temelju metoda diskontiranih novčanih tokova (*eng. Discounted Cash Flow – DCF*), potrebno je utvrditi najprikladniji model slobodnih novčanih tokova, zatim se izrađuju pro-forma financijski izvještaji, koji predstavljaju prognozu budućeg poslovanja poduzeća. Na temelju pro-forma izvještaja se izračunavaju slobodni novčani tokovi. Potrebno je utvrditi i odgovarajuću diskontnu stopu, po kojoj se očekivani novčani tokovi, primjenom tehnike diskontiranja, svode na sadašnju vrijednost. Sljedeći korak je određivanje rezidualne vrijednosti i njezine sadašnje vrijednosti. Konačno, zbrajanjem sadašnjih vrijednosti slobodnih novčanih tokova i rezidualne vrijednosti utvrđuje se vrijednost poduzeća. (Miloš Sprčić,

Orešković Sulje, 2012). Kako bi realno procijenili vrijednost poduzeća prije svega potrebno je suštinsko razumijevanje kompleksnosti poslovanja, održivosti novčanih tokova i rizika. Osim toga potrebno je poznavati i metodologiju procjene vrijednosti *DCF* modela koja je sažeto opisana u nastavku rada.

3.1.1. Izrada financijskih prognoza

Prognoza budućeg poslovanja se kvantificira kroz izradu pro-forma financijskih izvještaja kojima se projicira planirani financijski položaj poduzeća. Prema Frison i Alvarez (2002) proces izrade pro-forma financijskih izvještaja nadogradnja je povijesnih odnosa i omjera, temeljena na pretpostavkama o budućem stanju gospodarstva, tržišnim uvjetima i odlukama uprave. Najčešće korištena tehnika pri izradi pro-forma izvještaja odnosno financijskim prognozama jest metoda postotka od prodaje koja se bazira na očekivanim prihodima od prodaje i određenoj stopi rasta. S obzirom da se metoda postotka od prodaje temelji na pretpostavci da će stavke biti jednake određenom postotku od prodaje, prethodno izračunati omjeri se koriste za prognozu ostalih stavki financijskih izvještaja (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Prema Brigham i Ehrhardt (2005) postoji pet osnovnih koraka metode postotka od prodaje: prognoza prihoda od prodaje, analiza povijesnih omjera i pokazatelja, projekcija izvještaja o dobiti, projekcija bilance i utvrđivanje iznosa dodatnih potrebnih sredstava.

Nakon prognoze financijskih izvještaja utvrđuju se očekivani slobodni novčani tokovi poduzeću (*eng. free cash flow to firm – FCFF*) ili slobodni novčani tokovi običnoj glavnici (*eng. free cash flow to equity – FCFE*). Slobodni novčani tok poduzeću predstavlja iznos novca preostao nakon kupnje i prodaje proizvoda poduzeća, pružanja usluga, plaćanja operativnih troškova te provođenja kratkoročnih (u obrtni kapital) i dugoročnih (kapitalnih) investicija. Taj je novac dostupan kreditorima i vlasnicima poduzeća. Dok novac koji stoji na raspolaganju običnim dioničarima poduzeća nakon podmirenja troška duga predstavlja slobodan novčani tok običnoj glavnici (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Konačno, potrebno je odrediti rezidualnu vrijednost koja predstavlja vrijednost nakon razdoblja prognoze. Rezidualna vrijednost se određuje kao sadašnja vrijednost svih novčanih tokova od kraja vremenskog horizonta predviđanja pa nadalje uz određenu stopu rasta. Konstantnu ili dugoročno održivu stopu rasta moguće je temeljiti na prethodno realiziranim stopama rasta, procjeni analitičara, procjeni uprave ili modelu rasta zadržavanjem dobiti koja se temelji na pretpostavci da će stopa rasta ovisiti o iznosu zadržane neto dobiti poduzeća i stopi prinosa na

taj iznos. Iako je potencijal rasta određen intenzitetom reinvestiranja u nove projekte i kvalitetom projekata, s vremenom poduzeću postaje teško održavati visoku stopu rasta i ona postaje jednaka ili niža od stopa rasta ekonomije u kojoj djeluje. Stoga se stopa rasta obično određuje prema očekivanoj dugoročnoj stopi rasta industrije u kojoj poduzeće posluje, odnosno prema stopi rasta BDP-a (Miloš Sprčić, Orešković Sulje 2012).

3.1.2. Određivanje troška kapitala

Ključna faza pri procjeni vrijednosti je određivanje odgovarajuće diskontne stope, odnosno prinosa koji bi investitori mogli zahtijevati ako mogu izabrati ulaganje koje će stvarati novčane tokove u visini, vremenu i riziku jednake onima koji se očekuju da će se ostvariti od subjekta procjene. Diskontna stopa (stopa kapitalizacije) odražava stupanj rizičnosti poslovnih operacija analiziranog poduzeća, a utemeljuje se primjenom određenih standarda profitabilnosti. Diskontna stopa bi trebala odraziti međuovisnost rizika ostvarivanja budućih zarada (čistih novčanih tokova) i ocjenu njihove korisnosti za potencijalnog investitora kao nagrade za uloženu vrijednosti (Orsag, 1997).

Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) ukoliko se procjena vrijednosti temelji na slobodnim novčanim tokovima za vlasnike obične glavnice, za diskontnu stopu se uzima trošak obične glavnice. Međutim, ako se upotrebljavaju slobodni novčani tokovi za investitore u poduzeće, za diskontnu stopu se uzima ukupni trošak kapitala ili *WACC* (eng. *Weighted Averaged Cost of Capital*). Dakle, ukupan trošak financiranja koji uključuje trošak duga i trošak glavnice naziva se prosječnim ponderiranim troškom kapitala a definira se kao stopa povrata koju bi tvrtka morala očekivati kao zaradu za svoje prosječno rizično ulaganje kako bi osigurala očekivani fer prinos svim vlasnicima njenih vrijednosnica. Može se zaključiti kako *WACC* podrazumijeva oportunitetni trošak svih investitora („opskrbljivača kapitalom“), ponderiran relativnim odnosima njihovih uloga u kapital poduzeća.

Izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala može se opisati sljedećom formulom:

$$WACC = w_d k_d (1-t) + w_s k_s \quad (1)$$

Gdje je: w_d = ponder duga, w_s = ponder glavnice, k_d = trošak duga, k_s = trošak obične glavnice, t = porezna stopa

Trošak duga

Trošak duga predstavlja zahtijevani prinos kreditora na uloženi kapital odnosno trošak posuđivanja sredstava za financiranje. Bez obzira na način utvrđivanja, prinos kojeg kreditori zahtijevaju na uložena sredstva ne uključuje se izravno u formulu za izračun troška kapitala. 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 upravo za uštedu na porezu. Dakle, trošak duga nakon poreza, koji je sastavnica troška kapitala, računa se kao razlika između kamatne stope i uštede na porezu (Miloš Sprčić, Orešković Sulje, 2012)

Trošak obične glavnice

Trošak obične glavnice predstavlja stopu prinosa koju investitori zahtijevaju za ulaganje u obične dionice poduzeća, a najčešće se procjenjuje modelom vrednovanja kapitalne imovine (eng. *Capital Asset Pricing Model – CAPM*). Orsag (2011) navodi kako se prema modelu podrazumijeva da investitori od neke dionice držane u dobro diversificiranom portfoliju očekuju prinos u visini nerizične kamatne stope uvećane za premiju tržišnog rizika dionice. Premija tržišnog rizika dionice predstavljena je umnoškom beta koeficijenta dionice i premije rizika na cjelokupno tržište. Na taj način je nagrada za preuzeti sistematski rizik pri investiranju proporcionalna veličini rizika na ukupno tržište i relevantnoj rizičnosti neke investicije mjerene beta koeficijentom, kako je prikazano sljedećom formulom:

$$k_s = k_{RF} + \beta(k_M - k_{RF}) \quad (2)$$

Gdje je: k_s - zahtijevani prinos na dionicu, k_{RF} - nominalna nerizična kamatna stopa, β - beta koeficijent, k_M - premija rizika na tržišni indeks

Prema Damodaranu (2001) polazna stavka za izračun troška kapitala prema *CAPM* modelu je nerizična kamatna stopa. Nerizična kamatna stopa uglavnom se izjednačava s prinosom na državne obveznice koje je izdala vlada države u kojoj je procjenjivano poduzeće locirano (odnosno u kojoj ostvaruje novčane tokove), koji već odražava rizik zemlje.

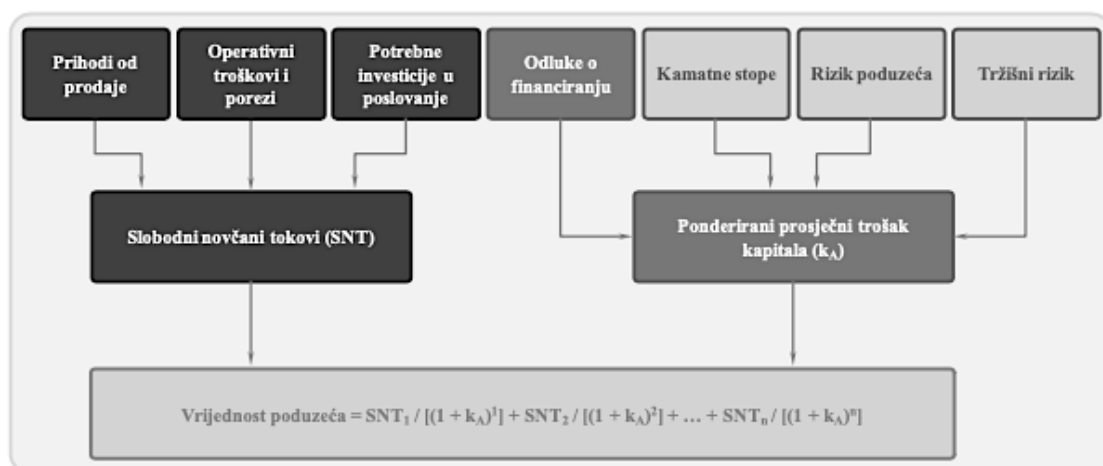
Tržišna premija rizika (eng. *market risk premium*) predstavlja razliku između očekivanoga tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope. Uzrokuje ju averzija prema riziku od strane investitora – s obzirom na to da imaju averziju prema riziku, većina će investitora zahtijevati veći prinos (premiju) u zamjenu za ulaganje u rizične dionice, odnosno u zamjenu za odustajanje od ulaganja u nerizičnu imovinu (Miloš Sprčić, Orešković Sulje, 2012).

Pratt i Grabowski (2008) beta koeficijent definiraju kao mjeru sistematskog ili tržišnog rizika pojedinačne investicije, te navode kako odražava osjetljivost, odnosno volatilnost prinosa individualne investicije u odnosu na prinos tržišnog portfelja. Beta koeficijent izračunava se na dva načina: (1) kao odnos kovarijance prinosa na neku dionicu i tržišnog prinosa te varijance tržišnog prinosa ili (2) kao odnos umnoška standardne devijacije prinosa na dionicu i koeficijenta korelacije prinosa na dionicu i prinosa na tržište te standardne devijacije tržišnog prinosa. Osim navedenih metoda izračuna, u praksi je vrlo čest pristup izračuna bete procjenjivanog poduzeća metodom komparacije s usporedivim poduzećima. (Miloš Sprčić, Orešković Sulje, 2012). Nakon procjene i izračuna svake od navedenih komponenti *CAPM* modela, iste se uvrštavaju u izračun prema prethodno opisanoj formuli, pri tome se osnovni model često proširuje i za dodatne varijable poput premije na specifični rizik ili veličinu poduzeća.

3.2. Utjecaj *ERM-a* na pokretače vrijednosti

Ključ uspješnog investiranja i upravljanja poduzećem leži u razumijevanju, ne samo koja je vrijednost, već i koji su izvori i pokretači vrijednosti. Kako je prethodno opisano formulom diskontiranog novčanog toka, vrijednost je funkcija dvije temeljne varijable: slobodnih novčanih tokova i ponderiranog prosječnog troška kapitala.

Slika 4. - Odnos novčanih tokova i vrijednosti poduzeća



Izvor: Brigham, E. F. i Ehrhardt, M. C. (2005) *Financial Management: Theory and Practice*. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation, str. 478.

Prethodno opisani model vrednovanja je vrlo kompleksan jer je svaka varijabla opisana nizom zavisnih faktora kao što je vidljivo na Slici 4. Dakle, postoji veliki broj faktora koji utječe na konačnu vrijednost poduzeća, prije svega to su prihodi od prodaje, operativni troškovi i potrebne investicije kroz slobodni novčani tok, zatim odluke o financiranju, kamatne stope, tržišni rizik i rizik poduzeća kroz prosječni ponderirani trošak kapitala.

S obzirom da konačni cilj integriranog upravljanja rizicima predstavlja povećanje vrijednosti poduzeća, postoji jasna međupovezanost navedenog procesa i opisanih pokretača vrijednosti u odabranom modelu. Prema Miloš Sprčić et al. (2019) ako se ERM provodi kao strateški alat stvaranja vrijednosti, vjerojatnost poduzimanja profitabilnih projekata je znato veća, dok je volatilitnost očekivanih novčanih tokova znatno manja. Međutim, uzimajući u obzir pretpostavku da ERM ima pozitivan utjecaj na vrijednost investicija te činjenicu da one smanjuju vrijednost slobodnog novčanog toka, možemo zaključiti kako postoji dvosmjerni utjecaj na vrijednost kada su u pitanju kapitalne investicije. S druge strane, investicije su nužne kako bi se postigle veće stope rasta i analogno tome više će vrijediti poduzeća koja više investiraju i postignu veću stopu rasta. Dakle, promišljene aktivnosti preuzimanja rizika pružit će nove tržišne prilike, poput poslova s novim kupcima ili razvoja novih inovativnih proizvoda, dok će s druge strane, zaštita od rizika osigurati stabilizaciju prihoda i troškova. Na primjer, sklapanje terminskih ugovora s ključnim dobavljačima može smanjiti troškove sirovina, dok će korištenje kamatnih i valutnih izvedenica zaštititi poduzeće od nepovoljnih promjena financijskih cijena.

Osim toga, važno je spomenuti utjecaj na prosječni ponderirani trošak kapitala. Prema modelima vrednovanja, smanjenje *WACC-a* povećava sadašnju vrijednost slobodnog novčanog toka. *WACC* u obliku diskontne stope odražava trenutnu razinu rizika poduzeća, rizika budućih ulaganja i rizika strukture kapitala. Stoga se *WACC* može promatrati kao pokazatelj ukupne izloženosti poduzeća. Slijedom toga, može se zaključiti da će smanjenje negativnog utjecaja različitih vrsta korporativnih rizika smanjiti trošak kapitala kako će se smanjivati i premija rizika koju zahtijevaju investitori. Poduzeća koja aktivno upravljaju rizicima i smanjuju vjerojatnost nesolventnosti i financijskih poteškoća investitori će nagraditi nižim zahtjevima povrata kapitala. Osim smanjivanja vjerojatnosti financijskih poteškoća i bankrota, upravljanje rizicima dovodi do optimalne kombinacije duga i kapitala formiranog na višoj razini zaduženosti. Iskorištavanjem povećane kreditne sposobnosti povećava se sadašnja vrijednost poreznog zaklona, što povećava ukupnu vrijednost neto rezultata. Sljedeći argument koji

podupire stajalište da ERM utječe na WACC je praksa rejting agencije *Standard & Poor-a* koji u postupak ocjenjivanja uključuje upravljanje rizicima unutar institucije ili kompanije. (Miloš Sprčić et al., 2020) Dakle, integriranim upravljanjem rizicima, poduzeće dobiva bolju kreditnu ocjenu, jer postaje manje rizično ulaganje, što pomaže u smanjenju troškova duga, a posljedično i smanjenu ukupnog troška kapitala.

4. ANALIZA OKRUŽENJA I POSLOVANJA PODUZEĆA VALAMAR RIVIERA d.d.

U nastavku rada slijedi „*top-down*“ analiza okruženja i poslovanja poduzeća pomoću koje su identificirane ključne snage i slabosti, te prilike i prijetnje zbirno prikazane kroz SWOT matricu.

Analizirano poduzeće čini vodeću turističku grupaciju u Republici Hrvatskoj te se smatra među najvećim investitorima u hrvatski turistički sektor s preko 6 milijardi kuna ulaganja u posljednjih 16 godina. Grupa Valamar Riviera posluje u osam atraktivnih destinacija, od Istre i Kvarnera do Dubrovnika u Hrvatskoj te Obertauerna u Austriji, a upravlja s oko 12% kategoriziranog turističkog smještaja Republike Hrvatske. Portfelj turističkih objekata uključuje trideset i šest hotela i ljetovališta te petnaest kamping ljetovališta, s preko 21.000 smještajnih jedinica, navedeno potvrđuje da je najveća turistička grupa u Hrvatskoj mjereno po kapacitetima, kao i prema prihodima (Valamar Riviera, godišnje izvješće 2020).

Tablica 1. – Ključni operativni pokazatelji (2017-2020)

Naziv pokazatelja	2017	2018	2019	2020	2019/2020
Broj smještajnih jedinica (kapacitet)	20.852	21.371	21.266	21.247	-0,1%
Dani pune zauzetosti	127	132	139	47	-66,1%
Godišnja zauzetost (%)	35%	36%	38%	13%	-2.500 bb
Broj noćenja ('000)	6.173	6.460	6.776	2.279	-66,4%
ADR (HRK)	548	576	605	532	-12,0%
RevPAR ('000 HRK)	69,4	76,2	83,8	25,0	-70,1%

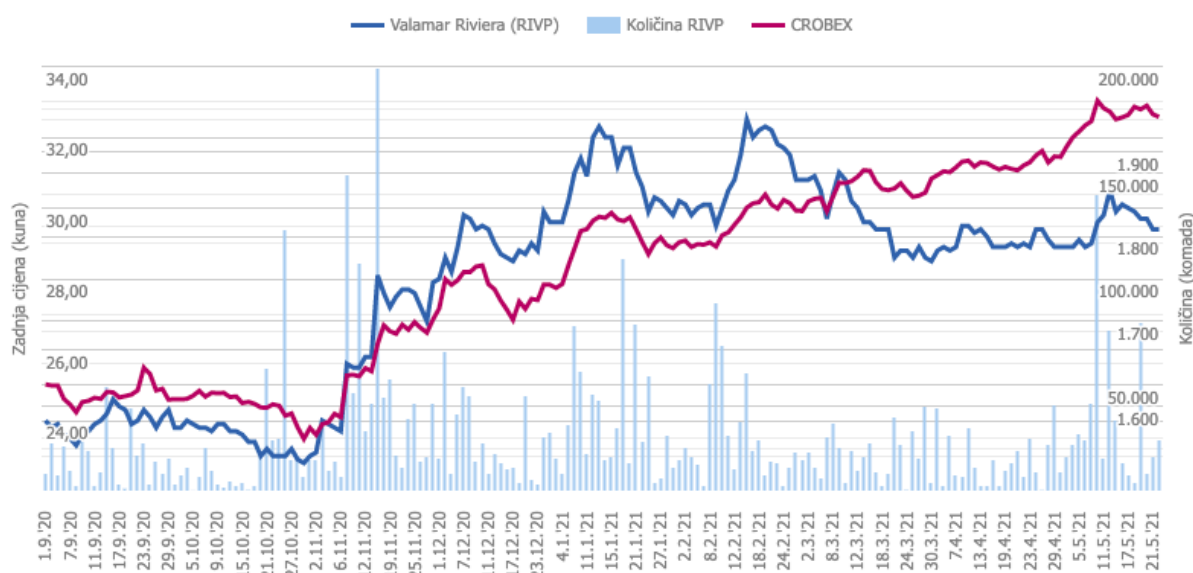
Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Valamar Riviera d.d.

Najveći udio u vlasništvu Valamara ima grupa *Epic Goldscheider & Wurmböck GmbH* sa oko 44% udjela u kapitalu. Prosječna cijena dionice na dan 31.12.2020. godine iznosila je 29,60 kuna, dok je tržišna kapitalizacija iznosila 3.730 mil. kuna. Dionice Valamara kotiraju na Zagrebačkoj burzi (ZSE) pod oznakom RIVP. Osim indeksa Zagrebačke burze (CROBEX),

dionica je također dio indeksa Bečke burze (CROX34 I SETX35), regionalnih indeksa SEE Link i svjetskog indeksa MSCI Frontier Markets.

Na Grafu 1. vidljivo je kretanje cijene dionice na Zagrebačkoj burzi te nagli pad uzrokovan Covid-19 krizom. Najveća cijena zabilježena je u 2017. godini kada je dosegla oko 50 kuna po dionici, dok je najniža cijena iznosila nešto manje od 20 kuna tijekom prve polovine 2020. godine kada je zbog neizvjesnosti oko novonastale situacije nastala panika na svim financijskim tržištima.

Graf 1. – Kretanje cijene dionice RIVP i burzovnog indeksa CROBEX (9/2020 – 5/2021)



Izvor: <https://valamar-riviera.com/hr/investitori/o-dionici-rivp/> (28.06.2021.)

4.1. Pregled poslovnog okruženja

Na važnost turizma za hrvatsko gospodarstvo, ali i na osjetljivost hrvatskog gospodarstva na kretanja u turističkom sektoru, ukazuje podatak Državnog zavoda za statistiku da udio sektora turizma u BDP-u Hrvatske iznosi gotovo 20%, te da poduzeća turističkog sektora čine petinu ukupnog broja poduzeća u Hrvatskoj. Nakon ostvarivanja konstantnih stopa rasta turizma u ranijim razdobljima, 2020. godina obilježena je snažnim padom turističke aktivnosti do kojeg je došlo uslijed pandemije bolesti Covid - 19 i mjera koje su uvedene radi sprečavanja daljnjeg širenja bolesti. Dodatno, sezona 2020. specifična je i po tome što su se gosti dulje zadržavali u jednoj destinaciji, pri čemu su najpoželjnija vrsta smještaja bile kuće za odmor i kampovi. Ovaj se trend zasigurno može objasniti činjenicom da je prilikom planiranja turističkih putovanja prioritet postala sigurnost, pri čemu se prednost daje dužem boravku na jednoj destinaciji te

sigurnijim i mirnijim okruženjima na kojima nema velikih okupljanja. (Ekonomski institut Zagreb, Sektorske analize – turizam 2020.)

Detaljna analiza makrookruženja prikazana je kroz PESTLE analizu u nastavku.

4.1.1. PESTLE analiza

PESTLE analiza strateški je alat za analizu makro okoline u kojoj poduzeće djeluje. Temelji se na analizi političkih, ekonomskih, socijalno-društvenih, tehnoloških, legislativnih ili pravnih te ekoloških čimbenika. Svaki od ovih čimbenika promatra se s ciljem identificiranja mogućih vanjskih utjecaja iz okoline koji bi mogli imati određeni utjecaj na donošenje odluka i poslovne performanse promatranog poduzeća (Grant, 2016).

Politički čimbenici

Politički čimbenici odražavaju utjecaj države na gospodarstvo, odnosno njezine politike i političkih odnosa na gospodarska kretanja. Republika Hrvatska ima izrazito povoljan geopolitički položaj, što je između ostalog rezultat dugogodišnjeg članstva u Europskoj uniji i slobodnog kretanja ljudi i kapitala. Također, vrlo bitan faktor čini razvijena infrastruktura i dobra prometna povezanost s većinom zemalja koje čine njena glavna emitivna tržišta. Osim toga, potrebno je spomenuti i važnost mogućeg članstva Hrvatske u Schengenskom prostoru što će imati značajan pozitivan učinak na trgovinu, fluktuaciju radne snage, a posebice na hrvatski turizam i rast BDP-a. Schengenski sporazum će dodatno olakšati kretanje ljudi i dobara, eliminiranjem kontrola na unutarnjim granicama zemalja članica.

Političku scenu hrvatske obilježava relativno visoka razina korupcije u usporedbi s ostatkom Europe. Prema indeksu percepcije korupcije (*eng. Corruption Perceptions Indeks - CPI*) Hrvatska se nalazi na 63. mjestu od promatranih 180 zemalja. Dodatno, učestale izmjene u unutarnjoj politici dovode do nekonzistentnosti provođenja, promjena različitih zakona i regulativa koje mogu utjecati na poslovanje, te pojavu kompleksnih i dugotrajnih administrativnih procedura. Brojne porezne reforme svakako otežavaju situaciju potencijalnim investitorima i poduzetnicima, međutim Vlada konstantno nastoji smanjiti porezno opterećenje ne bi li poboljšala poslovnu klimu u zemlji. Najznačajnije porezne reforme u 2020. godinu jesu smanjenje stope poreza na dobit za porezne obveznike koji ostvaruju prihode do 7,5 milijuna kuna, s 12% na 10%, zatim smanjenje poreza na dohodak s 24% na 20%, odnosno s 36% na

30%, povećanje osnovnog osobnog odbitka te umanjene porezne obveze za mlade (Porezna uprava, 2020).

Hrvatska se generalno percipira kao izrazito sigurna destinacija te samim time uživa određene prednosti. Jedan od razloga snažnog broja rasta turističkih dolazaka tijekom posljednjih godina rezultat je toga što je Hrvatska bila manje pogođena rastućim međunarodnim sigurnosnim rizicima i geopolitičkim prijetnjama u usporedbi s konkurentskim destinacijama poput Turske, Tunisa, Grčke i Egipta.

Ekonomski čimbenici

Ekonomski čimbenici obuhvaćaju ekonomski rast, stopu nezaposlenosti, devizne tečajeve, razinu inflacije, politiku kamatnih stopa i mnoge druge faktore koji imaju značajan utjecaj na kupovnu moć i obrasce potrošnje stanovništva. Izrazite promjene u ponašanju potrošača i poduzeća izazvane pandemijom korona virusa, kao i pratećim restriktivnim epidemiološkim mjerama, snažno su pogoršale globalna gospodarska kretanja. Došlo je do povećanja nezaposlenosti, smanjenja kupovne moći građana i sve većeg zaduživanja. Smanjenje gospodarske aktivnosti i potrošnje uzrokovalo je velike gospodarske gubitke i dovelo do potrebe za državnim intervencijama. Kako bi spasila gospodarske subjekte, država je donijela mjere za reprogramme i moratorije kredita te nove poticaje za likvidnost. Prema Državnom zavodu za statistiku (DZS) pad BDP-a u 2020. godini iznosio je 8,4%. Riječ je o rekordnom padu, pod utjecajem pandemije i mjerama zatvaranja dijela gospodarstva kako bi se spriječilo širenje zaraze. U 2021. očekuje se djelomični oporavak gospodarske aktivnosti, pri čemu ona neće dosegnuti razinu prije izbijanja epidemije. Uz pretpostavku da će se pandemija razmjerno uspješno kontrolirati do primjene učinkovitog cjepiva i bez primjene najstrožih ograničavajućih epidemioloških mjera, u 2021. se očekuje gospodarski rast od 4,9% (HNB, Makroekonomska kretanja i prognoze, 2020)

Na razini Europske unije kamatne se stope kreću već dulje vrijeme na povijesno niskim razinama kao rezultat ekspanzivne monetarne politike Europske centralne banke. U bližoj budućnosti ne očekuju se značajnije promjene prvenstveno zbog novih politika koje potiču otpuštanje likvidnih sredstava za pomoć realnom sektoru kako bi što bezbolnije prebrodili krizno razdoblje. S obzirom na to ne postoji veći rizik otežanog odnosno skupljeg pristupa kapitalu koji će biti nužan za održavanje postojećih i financiranje planiranih investicija poduzeća.

Hrvatska je u srpnju 2020. pristupila europskom tečajnom mehanizmu II (ERM II), čime je učinjen ključni formalni korak k uvođenju eura. Važna odrednica sudjelovanja u mehanizmu ERM II jest središnji paritet koji je određen na razini od 7,5345 kuna za 1 euro, uz standardni raspon fluktuacija od $\pm 15\%$. Tečajna politika HNB-a nakon ulaska u ERM II ostat će u potpunosti ista kao dosad, a utvrđeni središnji paritet vjerojatno će biti tečaj po kojem će se kuna službeno zamijeniti eurom. Do trenutka uvođenja eura potrebno je provesti minimalno dvije godine u tečajnom mehanizmu ERM II, zadovoljiti kriterije konvergencije i ispuniti dodatne reformske mjere na koje se Hrvatska obvezala u zahtjevu za ulazak u mehanizam. (HNB, Makroekonomska kretanja i prognoze, 2020) Uz to, očekuje se da bi Euro trebao postati službenom valutom najkasnije 2023. godine, što će eliminirati određene financijske rizike, povezane s valutnim rizikom i visokim transakcijskim troškovima.

Socijalno - društveni čimbenici

Najvažniji socijalno - društveni čimbenici su starosna struktura stanovništva, društveni trendovi i njihove osnovne vrijednosti. Cilj promatranja društvene komponente okoline je prilagodba promjenama, odnosno razumijevanje na koji način određene promjene u društvu utječu na potražnju za proizvodima i uslugama poduzeća.

Trend starenja populacije u svijetu i Republici Hrvatskoj značajno je promijenio smjer razvoja turističke ponude, kao i jačanje srednjeg sloja stanovništva s višim raspoloživim dohocima. U posljednje vrijeme posebice se bilježi povećanje potražnje od strane mladih i širenje trenda putovanja popraćeno aktualnim društvenim mrežama, što je dodatno omogućilo potpuno novi smjer razvoja turističke ponude. Trenutna zdravstvena kriza je također značajno izmijenila strukturu potražnje, odnosno preferencije i prioritete potrošača. Prema analizi Ekonomskog Instituta – Zagreb, prilikom planiranja turističkih putovanja prioritet je postala sigurnost, pri čemu se prednost daje dužem boravku na jednoj destinaciji te sigurnijim i mirnijim objektima poput kuća za odmor i kampova, dok je najveći pad potražnje realiziran u hotelskom smještaju.

Tehnološki čimbenici

Analiza tehnoloških čimbenika podrazumijeva promatranje sadašnjih tehnoloških promjena i investicija u poduzeću te implementaciju i utjecaj novih, budućih tehnologija na njegovo poslovanje. Razvoj tehnologije i digitalizacija svakodnevno donosi brojne promjene u hotelijerskoj industriji, osobito u smislu novih modernijih kanala distribucije i promocije poput društvenih mreža i online platformi poput *TripAdvisora*, *Bookinga* i *Airbnb-a*. Valamar

kontinuirano radi na unapređenju, razvoju i implementaciji novih tehnologija u svakodnevnom poslovanju. Poseban je naglasak na osiguravanju dovoljnih resursa za razvoj i implementaciju novih tehnologija na području ICT-a, projekata zaštite podataka te unapređenja postojećih i razvoja i implementacije novih, suvremenih poslovnih sustava. (Valamar Riviera, godišnje izvješće 2020)

Pravni čimbenici

Pravni čimbenici predstavljaju institucionalno okruženje odnosno državno zakonodavstvo, norme i pravila unutar jurisdikcije u kojoj poduzeće djeluje. Česte promjene zakonskih propisa mogu značajno narušiti financijski položaj poduzeća, ugroziti planove ulaganja a time i povjerenje ulagača. Hrvatski pravni sustav se može okarakterizirati kao izuzetno sporim i nestabilnim, posebice u području trgovačkog prava koje je od krucijalne važnosti za sve gospodarske subjekte. Prava radnika i uvjeti rada, ali i prava kupaca svakim danom sve su stroža i određena brojnim konvencijama i propisima na razini EU. S obzirom na to, poduzeća se moraju voditi strateškim planovima tako da u obzir uzimaju postojeću zakonsku regulativu ali u isto vrijeme moraju voditi računa i o predviđanju budućih promjena. Neki od najvažnijih zakona za društva turističkog sektora vezani su uz zaštitu potrošača, konkurentsko natjecanje i zaštitu okoliša. Prema godišnjem izvješću Valamara za 2020. godinu, njihovo poslovanje se temelji na poštivanju svih zakona i zakonskih propisa koji su vezani uz poslovanje. Također, u izvješću se navodi kako su Društvo i Grupa značajno izloženi potencijalnim promjenama propisa vezanih u koncesije i koncesijske naknade te prava korištenja pomorskog dobra i turističkog zemljišta s obzirom da je to jedan od temeljnih uvjeta za obavljanje poslovanja, posebice u kampovima koji predstavljaju glavni segment planiranog rasta i razvoja.

Ekološki čimbenici

Ekološki čimbenici imaju sve veću važnost u gospodarstvu, a posebice u sektoru turizma zbog potencijalno katastrofalnih posljedica koje mogu prouzročiti. Onečišćenje okoliša, zagađenje mora i ostale velike ekološke katastrofe najveće su prijetnje za turizam i mogu imati velike posljedice za sve subjekte u tom sektoru. Kao posljedica porasta negativnih ekoloških utjecaja stvaraju se sve veće zakonske regulacije i sankcije, a poseban se naglasak stavlja na ekološki odgovorno poslovanje. Ekološka osviještenost potrošača nikad nije bila na većoj razini, stoga oni zahtijevaju isto od poduzeća. Zakoni za zaštitu okoliša često dovode do povećanja troškova jer poduzeća moraju odvojiti više sredstava za određenu opremu kojom se kontrolira razina zagađenja, uz to moraju osigurati stručnjake koji će vršiti kontrolu i izvještavanje. Sukladno

tome, Valamar Riviera sustavno primjenjuje visoke standarde u zaštiti okoliša posebice u okviru sprečavanja onečišćenja, racionalno korištenje resursa, smanjivanje i pravilno zbrinjavanje otpada te plana u slučaju incidentnih situacija.

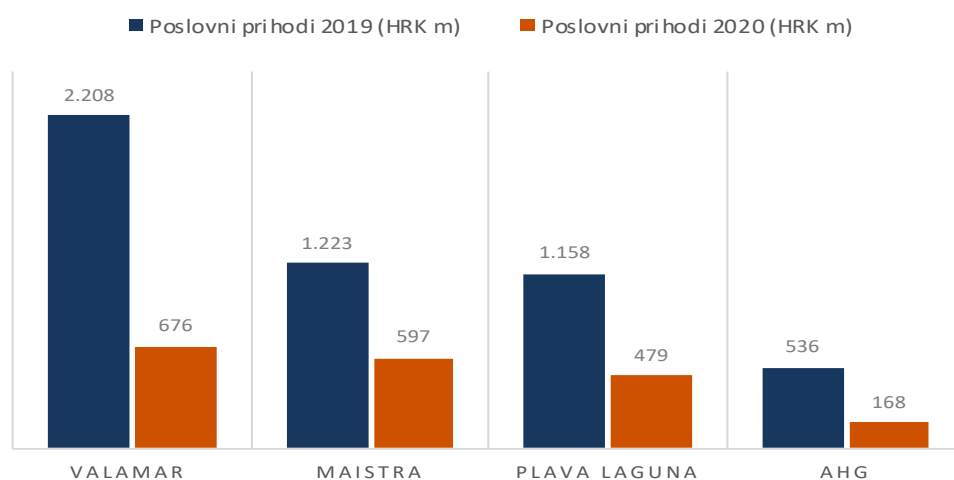
U poslovnim objektima Valamara primjenjuju se i certificirani sustavi upravljanja okolišem prema ISO standardima kao i sustav upravljanja kvalitetom, sustav upravljanja energijom te sustav upravljanja sigurnošću hrane. (Valamar Riviera, godišnje izvješće 2020)

4.2. Analiza industrije

Ocjena konkurentskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća prije svega se temelji na analizi industrije unutar koje poduzeće obavlja svoju djelatnost. Rezultati industrijske analize predstavljaju temelj analize poduzeća. Postojeća industrijska struktura uvjetuje i određuje pravila konkurentске igre odnosno oblike suparničke borbe, načine odvijanja poslovnog procesa, marketinška, tehnološka i razvojna rješenja te odabir dugoročnih poslovnih strategija. (Miloš Sprčić, 2013)

Promatrajući strukturu hotelijerske industrije Republike Hrvatske možemo zaključiti kako je ona iznimno koncentrirana, što označava visoku dominaciju manjeg broja poduzeća. Rast velikih hotelskih poduzeća potpomognut je primarno velikim ulaganjima, aktivnostima spajanja i preuzimanja te povećanjem popularnosti Hrvatske kao turističke destinacije. Najveća poduzeća u industriji jesu Valamar Riviera, Maistra, Plava Laguna i Arena Hospitality Group (AHG). Valamar Riviera među konkurentima dominira prema veličini prihoda kao i prema broju kapaciteta. Maistra, kao prvi sljedbenik po veličini prihoda ima nešto drugačiju poslovnu strategiju koja ima veći fokus na potrošače više platežne moći, stoga su prosječne cijene noćenja puno više u odnosu na prosjek Valamara. Plava Laguna i Arena Hospitality Group konkurenti su čije je poslovanje najsličnije Valamaru, njihova je ponuda diferencirana i namijenjena gostima različite platežne moći i preferencija.

Graf 2. – Usporedba poslovnih prihoda najvećih hotelskih poduzeća



Izvor: Izrada autora

Detaljna analiza industrije prikazana je kroz Porterov model pet konkurentskih sila u nastavku.

4.2.1. Porterov model pet konkurentskih sila

Natjecanje između postojećih konkurenata

Kao što je već spomenuto Valamar neupitno zauzima mjesto lidera u industriji, što se očituje kroz najveći tržišni udio prema veličini ostvarenih prihoda i broju kapaciteta. Izravne konkurente Valamara čine isto tako snažne turističke grupacije poput Maistre, Plave Lagune i Arena Hospitality Grupe. Međutim, unatoč snažnoj konkurenciji Valamar se uspio istaknuti svojom veličinom, poslovnim modelom, konstantnim investicijama u širenje kapaciteta ali i inovacijama s ciljem poboljšanja kvalitete postojećih smještajnih jedinica. Osim toga, kao najveće poduzeće Valamar se može pohvaliti boljom pregovaračkom moći u odnosu na konkurenciju. S obzirom da je industrija do sada ostvarivala pozitivne stope rasta rivalitet nije bio toliko izražen jer je korporativni rast pratio rast industrije, međutim s obzirom na pojavu krize uzrokovane pandemijom i smanjenje potražnje za hotelskim smještajem izgledna je pojava borbe za tržišni udio i promjena dugoročnih poslovnih strategija.

Prijetnja ulaska novih konkurenata

Unatoč velikom i na izgled zasićenom tržištu do sada nije bilo naznaka smanjenja investicija, naprotiv svake godine je bilježen rast investicijskih ciklusa u svim segmentima. Međutim, trenutna situacija smanjene potražnje obeshrabrila je dio investitora, kao i etablirana hotelska poduzeća koja su privremeno obustavila veći dio prethodno planiranih investicija i okrenuli se očuvanju stabilnosti i likvidnosti poslovanja. Osim velike neizvjesnosti budućeg razvoja cijelog

turističkog sektora, ulazak novih konkurenata dodatno obeshrabruju i visoke ulazne barijere poput količine potrebnog kapitala i relativno visoke tržišne koncentracije. Dodatno, očekuje se kako bi u postkriznom razdoblju moglo doći do dodatnog rasta tržišne koncentracije kroz aktivnosti spajanja i preuzimanja manjih i financijski posrnulih poduzeća od strane velikih etabliranih hotelskih lanaca. U pogledu tržišnih segmenata, vidljiv je rast i jačanje konkurencije u segmentu kampinga primarno zbog novih tržišnih trendova kao i manjih prepreka glede potrebnog kapitala.

Prijetnja supstituta

Supstituti se mogu promatrati kroz nekoliko segmenata, tako bi primjerice potencijalni supstituti mogli biti novi oblici netradicionalnih putovanja i odmora ili druge destinacije Mediterana. Negativne posljedice trenutne zdravstvene krize svakako će utjecati na izbor destinacije, kako zbog sigurnosnih razloga tako i financijskih, posebice kod cjenovno osjetljivijih putnika.

Pregovaračka moć kupaca

Tržište možemo podijeliti na dva segmenta kupaca; kupce na veliko - turoperatori i turističke agencije koji imaju ulogu marketinških posrednika i strateških partnera te kupce - pojedince. Segment kupaca pojedinca može se okarakterizirati kao cjenovno osjetljivijim iako se Valamar prilagodio kupcima raznih platežnih razreda kroz dobro diversificiranu ponudu smještaja, popratnih usluga i *loyalty* programa. Pregovaračka moć individualnih kupaca je dakle vrlo mala, posebice za vrijeme sezone kada je potražnja na najvišim razinama. Međutim, pregovaračka moć velikih kupaca je značajno veća prvenstveno zbog dugogodišnjih ugovora koji osiguravaju popunjenost kapaciteta te određenu stabilnost prihoda.

Pregovaračka moć dobavljača

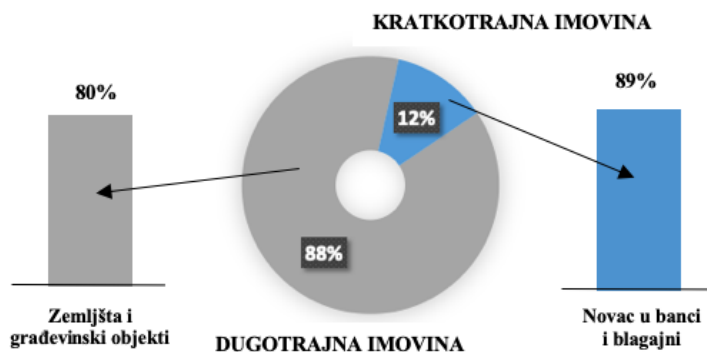
S obzirom na Valamarovu tržišnu poziciju i reputaciju moglo bi se zaključiti kako manji dobavljači nemaju veliku pregovaraču moć. Međutim, dobavljače možemo također segmentirati te zasebno promatrati kroz različite razine značajnosti i rizičnosti. Dakle, može se zaključiti kako manji dobavljači koji primjerice isporučuju prehrambene proizvode i proizvode potrebne za svakodnevno funkcioniranje objekata ne predstavljaju veliki rizik. Dok je nešto drugačija situacija s dobavljačima iz građevinske industrije koji bi mogli predstavljati značajniji rizik s obzirom na visoke kapitalne izdatke potrebne za provedbu planiranih projekata izgradnje novih i renovaciju postojećih kapaciteta.

4.3. Analiza financije pozicije

Na temelju dostupnih financijskih izvještaja provedena je analiza financijske pozicije promatranog društva. U nastavku su opisane ključne spoznaje dobivene horizontalnom i vertikalnom analizom bilance i računa dobiti i gubitka koja je dostupna u prilogu rada.

Analizom bilance utvrđeno je kako u ukupnoj imovini društva dominira dugotrajna materijalna imovina s udjelom od 88% u 2020. godini., dok unutar dugotrajne imovine najznačajnija stavka jesu zemljišta i građevinski objekti sa udjelom od 80%. Struktura na strani aktive se kroz promatrane godine nije značajno mijenjala te je ona karakteristična za poduzeća koja posluju u hotelijerskoj industriji. Kratkotrajna imovina zauzima preostalih 12% ukupne imovine u 2020. godini gdje je najznačajnija stavka novac u banci i blagajni koja čini 89% ukupne kratkotrajne imovine društva. Visoka razina likvidnih sredstava postoji prvenstveno zbog sezonskog karaktera poslovanja i operativne poluge koja je prisutna zbog visokog udjela fiksne imovine i troškova hladnog pogona kroz cijelu godinu. Dodatno, na dan 31.12.2020. godine vidljiv je rast od preko 20% na poziciji novac u banci i blagajni što se može djelomično pripisati i konzervativnijim pristupom u upravljanju zbog novonastale krize i veće nesigurnosti poslovanja. Ukupna aktiva u razdoblju od 2017. do 2020. je bilježila kontinuirani rast s time da je najviša stopa rasta zabilježena u 2019. godini, dok je i u kriznoj 2020. godini vrijednost ukupne aktive bila veća za 5,9% u odnosu na prethodnu godinu.

Graf 3. – Struktura aktive na 31.12.2020.



Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Valamar Riviera d.d.

U ukupnoj pasivi najznačajniji udio predstavljaju kapital i rezerve (42% u 2020.). U strukturi dugoročnih obveza najznačajnije su one prema bankama i ostalim financijskim institucijama (96% ukupnih dugoročnih obveza u 2020. godini). Analizirajući stavke pasive, vidljivo je

smanjenje kapitala i rezervi od 11% u 2020. godini te značajno povećanje kratkoročnih obveza za 77,5%. Stavke dugoročne obveze također bilježe rast za 12,6% u odnosu na prethodnu godinu.

Analizom računa dobiti i gubitka moguće je utvrditi da je najveći generator dobiti poslovni prihod, odnosno prihodi od osnovne djelatnosti, što dobit čini „zdravom”. Poslovni prihodi su rasli po stopama od približno 11% kroz promatrane godine, osim u 2020. godini kada je zabilježen pad od gotovo 70%. Tijekom promatranog razdoblja poduzeće je ostvarivalo pozitivan financijski rezultat, osim u 2020. godinu kada je ostvareno oko 359 milijuna kuna gubitka uslijed pojave Covid - 19 pandemije. Unutar kategorije poslovnih rashoda najznačajnije stavke jesu materijalni troškovi 23,8%, zatim troškovi osoblja 17,7% i amortizacija koja čini 46,4% ukupnih rashoda u 2020. godini.

Možemo zaključiti kako društvo ima stabilnu bilancu, snažan novčani potencijal i dobru financijsku poziciju koja je primarno potaknuta akvizicijama, velikim ulaganjima u portfelj nekretnina i snažnom tržišnom pozicijom. Međutim, ne treba zanemariti i višu razinu duga zbog djelomičnog financiranja bankarskim kreditima. S obzirom na trenutnu situaciju Valamar je privremeno usporio planirane investicije te se fokusirao na osiguranje potrebne likvidnosti za nastavak poslovanja u novom kriznom razdoblju i nepovoljnijim uvjetima. Unatoč lošijim financijskim rezultatima u 2020. godini koji su nastali poglavito kao rezultat utjecaja vanjskih faktora, očekuje se da će društvo u skorije vrijeme biti u mogućnosti nesmetano nastaviti svoje investicijske aktivnosti, budući da one predstavljaju strategiju budućeg poslovanja, odnosno repozicioniranje portfelja kroz početak izgradnje luksuznijih ljetovališta i kampova.

U sklopu analize financijske pozicije promatranog poduzeća, izračunate su vrijednosti temeljnih financijskih pokazatelja za razdoblje od zadnje četiri godine.

Tablica 2. - Pokazatelji likvidnosti

Naziv pokazatelja	2017	2018	2019	2020
Novčani odnos	0,71	0,62	1,05	0,71
Brzi odnos	0,79	0,72	1,12	0,76
Tekući odnos	0,85	0,78	1,18	0,79
Koeficijent financijske stabilnosti	1,05	1,05	1,02	1,06

Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Valamar Riviera d.d.

Na temelju Tablice 2. gdje je prikazano kretanje pokazatelja likvidnosti koji označavaju sposobnost poduzeća za podmirenje tekućih obveza, može se zaključiti kako poduzeće u promatranom razdoblju nema optimalnu razinu likvidnosti, odnosno kako pokazatelji nisu u skladu s teorijskim referentnim vrijednostima. Novčani, brzi i tekući odnosi u većini godina, a posebice u posljednjoj 2020. nalaze se ispod 1, što govori kako poduzeće nije bilo u mogućnosti svoje kratkoročne obveze podmiriti novcem ili ostalim visoko likvidnim sredstvima. Niti koeficijent financijske stabilnosti u promatranom razdoblju nije na optimalnoj razini, budući da ukazuje na negativan obrtni kapital, odnosno da se dio dugotrajne imovine financira iz kratkoročnih izvora. Međutim, navedeni pokazatelji su uglavnom rezultat prirode poslovanja specifične za industriju poduzeća koju obilježava visoka sezonalnost i visok udio fiksne imovine i troškova. S obzirom na navedeno, može se reći kako poduzeće bez obzira na lošije pokazatelje nema izražen rizik likvidnosti, posebice uzimajući u obzir visoku dostupnost kreditnih linija.

Tablica 3. - Pokazatelji poluge

Naziv pokazatelja	2017	2018	2019	2020
Odnos dugoročnog duga	0,43	0,45	0,44	0,50
Odnos duga i glavnice	0,76	0,83	0,79	1,00
Ukupna zaduženost	0,46	0,48	0,47	0,55
Relativna zaduženost	0,92	0,98	0,95	1,33
Stupanj zaduženosti	0,46	0,48	0,47	0,55
Pokriće kamata	3,07	4,90	4,05	-3,09
Pokriće novčanim tokom	7,17	12,04	10,59	0,80

Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Valamar Riviera d.d.

Pokazatelji ukupne i relativne zaduženosti, odnos dugoročnog duga i odnos dugoročnog duga i glavnice formirani su na temelju bilance i odražavaju statičku zaduženost poduzeća. Navedeni pokazatelji iz Tablice 3. prikazuju povećanje stupnja zaduženosti što proizlazi iz povećanja tuđih izvora financiranja kroz promatrani period. Pokazatelj ukupne zaduženosti ukazuje na to da je poduzeće u 2020. godini 55% svoje imovine financiralo dugom, dok je taj odnos u 2019. godini iznosio 47%. Kamate poduzeća su bile prosječno 4 puta pokrivena zaradama prije kamata i poreza, odnosno prosječno 10 puta pokrivena novčanim tokom, osim u 2020. godini uslijed značajnog smanjenja poslovne aktivnosti i zarada.

Tablica 4. - Pokazatelji aktivnosti

Naziv pokazatelja	2017	2018	2019	2020
Koeficijent ukupne imovine	0,37	0,36	0,34	0,10
Koeficijent tekuće imovine	5,36	6,06	3,59	0,95
Koeficijent potraživanja	57,3	43,5	51,2	16,0
Prosječno vrijeme naplate	6,4	8,4	7,1	22,8

Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Valamar Riviera d.d.

Pokazatelji aktivnosti upućuju na brzinu poslovnog procesa, odnosno brzinu cirkulacije imovine u poslovnom procesu. Tijekom promatranog razdoblja vidljiv je negativan trend kretanja svih navedenih pokazatelja, posebice u zadnjoj 2020. godini. Primjerice, koeficijent obrta tekuće imovine pao je s 3,59 u 2019. godini na 0,95 u 2020., što ukazuje na smanjenje efikasnosti poslovanja i usporavanje poslovnog ciklusa. Nadalje, vidljivo je i značajno povećanje u trajanju naplate potraživanja koji je tijekom promatranog razdoblja narastao sa 7 na 23 dana potrebnih za realizaciju naplate.

Tablica 5. - Pokazatelji profitabilnosti

Naziv pokazatelja	2017	2018	2019	2020
Neto profitna marža	13,3%	11,9%	13,8%	-51,5%
Bruto profitna marža	13,0%	12,8%	10,5%	-71,9%
Profitabilnost ukupne imovine	4,8%	4,6%	3,6%	-7,3%
Profitabilnost glavnice	9,7%	8,7%	9,5%	-12,5%

Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Valamar Riviera d.d.

Nadalje, u Tablici 5. prikazani su pokazatelji profitabilnosti koji daju najrelevantniju informaciju o uspješnosti poslovanja poduzeća. 2020. godina ostavila je značajne posljedice na poslovanje društva što se odražava i kroz sve navedene pokazatelje profitabilnosti, međutim uzimajući u obzir trendove prije možemo reći kako je društvo ostvarivalo zadovoljavajuću razinu profitabilnosti uz prosjek od 13% neto marže i 12% bruto marže profita, što je u skladu s industrijskim prosjekom. Izuzevši negativan rezultat u 2020. godini, prosječna profitabilnost ukupne imovine poduzeća iznosila je 4,3%, dok je povrat vlasnicima vlastitog kapitala odnosno profitabilnost glavnice u prosjeku iznosila 9,3%.

Tablica 6. - Pokazatelji investiranja

Naziv pokazatelja	2017	2018	2019	2020
Zarade po dionici	1,96	1,90	2,32	-2,70
Prinos od dividendi	0,80	0,90	1,00	0,00

Izvor: Izrada autora prema godišnjim financijskim izvještajima društva Valamar Riviera d.d.

Osim prethodno navedenih pokazatelja, vrlo važnu ulogu nose i pokazatelji investiranja posebice iz perspektive ulagača. Na temelju Tablice 6. vidljiv je pozitivan trend rasta zarada po dionici kao i prinosa od dividendi koji je prekinut kriznom 2020. godinom. Zarade po dionici u promatranom vremenskom razdoblju od 2017. do 2019. godine kretale su se od 1,96 do 2,32 kn. Prinos od dividendi se kretao od 0,80 do 1, osim u 2020. godini kada iznosi 0.

4.3. SWOT analiza

S – Snage

- snažna tržišna pozicija
- prepoznatljiv *brend*
- iskusan menadžment
- diversificirana ponuda
- standardi kvalitete
- društveno odgovorno poslovanje
- atraktivne destinacije
- suradnja s velikim svjetskim tuoperatorima
- razvijen sustav upravljanja rizicima
- konstantna ulaganja u unaprjeđenje usluga

W - Slabosti

- sezonalnost potražnje
- nejasna strategija
- rast zaduženosti
- visoki troškovi „hladnog pogona“
- visoki troškovi osoblja
- visoka ovisnost o inozemnim tržištima

O - Prilike

- prometna povezanost s glavnim emitivnim tržištima
- državni poticaji, smanjenje poreznog tereta i sredstva EU fondova
- prilike za nove akvizicije
- imidž „sigurne“ zemlje
- rastuća potražnja u *premium* i *camping* segmentu
- razvoj zračnog prometa u RH
- modifikacija proizvoda i usluga

T - Prijetnje

- nedostatak kvalificirane radne snage
- geopolitički sukobi i teroristički napadi
- vremenske neprilike i nepogode
- gospodarska kriza uzrokovana Covid-19 i spori oporavak
- smanjenje tržišta - potražnje
- promjena preferencija, percepcija, potreba i ponašanja potrošača

5. PRIMJENA METODE DISKONTIRANOG NOVČANOG TOKA (*DCF*)

Metodom diskontiranog novčanog toka (*DCF*) u nastavku rada procijenjena je vrijednost dionice Valamara, koja je zatim uzeta kao referentna vrijednost pri kvantifikaciji značajnosti identificiranih rizika pomoću metode rizičnih novčanih tokova (*CFaR*).

5.1. Izrada financijskih prognoza

Financijske prognoze temelje se na raspoloživim financijskim izvještajima društva, analizi relevantnih gospodarskih kretanja i prognozi Euromonitora (2021) koji navodi kako snažniji oporavak turističkih dolazaka Europa očekuje tek 2023. godine, dok se u 2021. godini u najboljem slučaju očekuje ostvarenje oko 65% dolazaka iz 2019. Istraživači Euromonitora objavili su da turistička potražnja u Europi još većim dijelom ovisi o pandemiji i epidemiološkoj situaciji na domaćim i tržištima izvan vlastite zemlje, no istraživači Euromonitora navode da postoji određena 'živost' u potražnji, posebice za ljetni dio sezone zbog želja za putovanjima i sve veće procijepljenosti stanovnika. Uzevši u obzir sve navedeno, projicirani su očekivani prihodi od prodaje za buduće razdoblje od pet godina, te su pomoću metode postotka od prodaje izrađeni proforma financijski izvještaji za isto razdoblje.

Prihodi od prodaje prognozirani su uz pretpostavku da će se u 2023. godini približno doseći razina iz predkrizne 2019. godine, te da će nakon toga rasti po stopi od 10% godišnje koja je izračunata kao prosječna stopa rasta prihoda od prodaje ostvarena u trogodišnjem razdoblju od 2017. do 2019. godine. Ostali poslovni prihodi projicirani su kao konstantna vrijednost. Očekuje se da će se u periodu do 2023. godine zadržati na razini 2020. godine, dok će se kako je već navedeno u 2023. normalizacijom poslovanja vratiti na razinu 2019. godine. Poslovni rashodi poduzeća, uključujući materijalne troškove, troškove zaposlenika i ostale poslovne rashode, prognozirani su na temelju metode postotka od prodaje na način da su se omjeri ostvareni u 2020. godini zadržali na istoj razini do 2023. godine kada se projekcija nastavila na razini omjera ostvarenih u 2019. godini.

Jedina stavka rashoda koja nije prognozirana na temelju metode postotka od prodaje je amortizacija. Projekcije za amortizaciju izrađene su na temelju udjela u materijalnoj imovini, a za njezin izračun uzeta je vrijednost udjela u 2019. jer se pretpostavlja da će daljnjim investicijskim ciklusom udio amortizacije ostati na toj razini. Financijski prihodi i rashodi prognozirani su prema povijesnim razdobljima, po istom principu kao i ostali poslovni prihodi.

Na temelju provedene projekcije, poduzeće bi u 2023. godini trebalo ostvariti dobit približno kao na razini 2019. godine, međutim zbog ostvarenih gubitaka iz prethodnih godinama i mogućnosti prijenosa istih, predviđa se kako društvo neće biti obveznik plaćanja poreza na dobit sve do četvrtog razdoblja projekcije.

Tablica 7. - Planirani račun dobiti i gubitka (2021-2025)

PROJEKCIJE POSLOVANJA DRUŠTVA							
U HRK	2019.	2020.	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
POSLOVNI PRIHODI							
Prihodi od prodaje	2.139.319.744	642.478.457	1.060.089.454	1.908.161.017	2.194.385.170	2.413.823.687	2.655.206.056
Ostali poslovni prihodi	68.359.046	33.132.178	33.132.178	33.132.178	68.359.046	68.359.046	68.359.046
Ukupno poslovni prihodi	2.207.678.790	675.610.635	1.093.221.632	1.941.293.195	2.262.744.216	2.482.182.733	2.723.565.102
POSLOVNI RASHODI							
Materijalni troškovi	609.249.061	254.642.998	420.160.947	756.289.704	624.930.943	687.424.037	756.166.441
<i>Udio u prihodima</i>	<i>28,5%</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,6%</i>	<i>28,5%</i>	<i>28,5%</i>	<i>28,5%</i>
Troškovi osoblja	583.409.043	189.951.093	313.419.303	564.154.746	598.425.811	658.268.392	724.095.231
<i>Udio u prihodima</i>	<i>27,3%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,6%</i>	<i>27,3%</i>	<i>27,3%</i>	<i>27,3%</i>
Ostali troškovi	197.392.249	89.097.655	144.171.034	256.012.357	196.203.644	215.824.009	237.406.410
<i>Udio u prihodima</i>	<i>8,9%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>
Ostali poslovni rashodi	39.845.238	10.015.299	10.015.299	10.015.299	39.845.238	39.845.238	39.845.238
Ukupni poslovni rashodi	1.429.895.591	543.707.045	887.766.583	1.586.472.107	1.459.405.635	1.601.361.675	1.757.513.319
EBITDA	777.783.199	131.903.590	205.455.049	354.821.089	803.338.580	880.821.058	966.051.783
<i>EBITDA marža</i>	<i>35,2%</i>	<i>19,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,3%</i>	<i>35,5%</i>	<i>35,5%</i>	<i>35,5%</i>
Amortizacija	474.514.405	496.444.044	570.931.743	492.636.779	405.209.881	298.857.338	208.626.012
Vrijednosno usklađenje	587.773	1.509.899	1.509.899	1.509.899	1.509.899	1.509.899	1.509.899
Rezerviranja	8.827.807	28.714.012	28.714.012	28.714.012	28.714.012	28.714.012	28.714.012
EBIT	293.853.214	-394.764.365	-395.700.605	-168.039.602	367.904.788	551.739.809	727.201.860
<i>EBIT marža</i>	<i>13,3%</i>	<i>-58,4%</i>	<i>-36,2%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>16,3%</i>	<i>22,2%</i>	<i>26,7%</i>
Financijski prihodi	11.149.376	21.291.138	21.291.138	21.291.138	21.291.138	21.291.138	21.291.138
Financijski rashodi	72.530.819	127.575.353	127.575.353	127.575.353	127.575.353	127.575.353	127.575.353
DOBIT PRIJE POREZA	232.471.771	-501.048.580	-501.984.820	-274.323.817	261.620.573	445.455.594	620.917.645
<i>EBT marža</i>	<i>10,5%</i>	<i>-74,2%</i>	<i>-45,9%</i>	<i>-14,1%</i>	<i>11,6%</i>	<i>17,9%</i>	<i>22,8%</i>
Porez na dobit	-73.379.909	-142.242.789	-358.805.791	-143.179.029	-131.144.788	80.182.007	111.765.176
Neto dobit	305.851.680	-358.805.791	-143.179.029	-131.144.788	392.765.361	365.273.587	509.152.469
<i>Neto marža</i>	<i>13,9%</i>	<i>-53,1%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>17,4%</i>	<i>14,7%</i>	<i>18,7%</i>

Izvor: Izrada autora

Nadalje kako bi mogli projicirati slobodni novčani tok poduzeća potrebno je odrediti razinu neto obrtnog kapitala i kapitalnih investicija. Kapitalne investicije kao jedna od važnijih stavki projekcije određena je prema udjelu u prihodima od prodaje na razini 2019. godine kada omjer iznosi 0,45:1. Stoga, projekcija kapitalnih ulaganja određena je kao udio u prihodima od prodaje, a to dodatno možemo potvrditi konkretnim investicijskim planovima društva prema kojima će se u narednom razdoblju nastaviti velika investicijska ulaganja u nove i postojeće kapacitete. Stavke obrtnog kapitala koji uključuje zalihe, kratkoročna potraživanja i

kratkoročne obveze projicirane su sukladno očekivanom iznosu prihoda od prodaje, odnosno prema povijesnim razinama navedenim u Tablici 2.

Tablica 8. - Projekcija neto obrtnog kapitala (2021-2025)

IZRAČUN PROMJENA U OBRTNOM KAPITALU					
U HRK	31.12.2021.	31.12.2022.	31.12.2023.	31.12.2024.	31.12.2025.
Zalihe	50.053.093	23.034.555	26.489.739	29.138.713	32.052.584
<i>Udio u prihodima</i>	<i>4,7%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>
Kratkoročna potraživanja	133.807.432	37.258.002	42.846.702	47.131.372	51.844.509
<i>Udio u prihodima</i>	<i>12,6%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>
Nekamatonske kratkoročne obveze	323.518.112	215.030.496	247.285.070	272.013.577	299.214.935
<i>Udio u prihodima</i>	<i>30,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,3%</i>
Neto obrtni kapital	-139.657.586	-154.737.939	-177.948.629	-195.743.492	-215.317.842
<i>Ujecaj na novčani tok</i>	<i>-14.106.131</i>	<i>-15.080.352</i>	<i>-23.210.691</i>	<i>-17.794.863</i>	<i>-19.574.349</i>

Izvor: Izrada autora

Konačno, na temelju prethodno opisanih stavki izrađena je projekcija očekivanih slobodnih novčanih tokova promatranog poduzeća. U razdoblju prognoze u prve dvije godine očekuju se negativni novčani tokovi kao rezultat značajnoj smanjenja zarada tj. poslovnih prihoda. Dok se pozitivan slobodni novčani tok poduzeću očekuje se u 2023. godini kada se prognozira povratak na razinu poslovanja iz predkrizne 2019. godine.

Tablica 9. - Projekcija slobodnog novčanog toka (2021-2025)

PLANIRANI SLOBODNI NOVČANI TOK					
U HRK	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Zarade prije kamata i poreza	-395.700.605	-168.039.602	367.904.788	551.739.809	727.201.860
Amortizacija	570.931.743	492.636.779	405.209.881	298.857.338	208.626.012
Kapitalne investicije	212.017.891	381.632.203	658.315.551	603.455.922	663.801.514
Promjene u radnom kapitalu	14.106.131	15.080.352	23.210.691	17.794.863	19.574.349
Slobodni novčani tokovi poduzeću (FCFF)	-50.892.884	-72.115.378	91.588.428	229.346.362	252.452.009

Izvor: Izrada autora

5.2. Određivanje troška kapitala

Za izračun adekvatne diskonte stope koja će se primijeniti pri određivanju sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća koristiti će se prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC). Kako je već navedeno za određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala potrebno je utvrditi pondere duga i glavnice, odnosno odgovarajuću ili ciljanu strukturu financiranja. Također, potrebno je utvrditi trošak duga koji poduzeće plaća za financiranje dužničkim instrumentima te trošak obične glavnice koji je detaljno opisan CAPM modelom u nastavku.

Ponderi duga i obične glavnice

Za potrebe izračuna WACC-a korišten je stvarni omjer duga i obične glavnice na dan 31.12.2020. u sljedećem iznosu - 57% duga i 43% vlastitog kapitala.

Trošak duga (K_d)

Trošak duga za potrebe analize procijenjen je na osnovu prosječne kamatne stope na stanja kredita na razdoblje dulje od godine dana nefinancijskim trgovačkim društvima koja je u referentnom razdoblju iznosila 2,75% (HNB).

Trošak obične glavnice (K_e)

Za određivanje troška obične glavnice korišten je *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* koji se temelji na pristupu teorije tržišta kapitala. Kako je prethodno opisano *CAPM* model se zasniva na tri elementa: nerizičnoj stopi prinosa, beta koeficijentu i premiji tržišnog rizika.

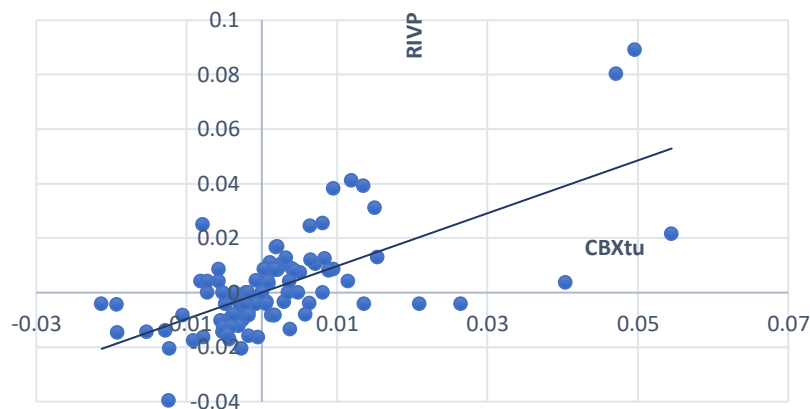
- Nerizična stopa (R_{f1})

Za potrebe analize korištena je nerizična stopa u iznosu od 0,63% koja je u skladu s prinosom na desetogodišnje državne obveznice Republike Hrvatske izdane od strane Ministarstva financija (HNB).

- Beta koeficijent (β_1)

Za izračun Beta koeficijenta korištena je metoda varijance-kovarijance, a izračunata je na temelju povijesnih podataka Zagrebačke burze o zadnjim dnevnim cijenama dionice RIVP i CROBEX-tur tržišnog indeksa u periodu od 2018 do 2020. godine. Utvrđeno je kako beta promatranog poduzeća iznosi 1,05, što označava da su cijene dionica RIVP bile blago volatilnije od tržišta, odnosno osjetljivije na gospodarska kretanja.

Graf 4. – Prikaz regresijskog pravca



Izvor: Izrada autora

- Tržišna premija rizika ($R_m - R_{f2}$)

Tržišna premija rizika predstavlja prinos iznad nerizične stope prinosa, odnosno prinos koji investitor zahtjeva za dodatni rizik ulaganja u dionice poduzeća. Za izračun je korištena tržišna premija rizika za teritorij Republike Hrvatske u visini od 7,14%. (Dostupno na Damodaran Online – ERP March 2020)

Na temelju prethodno opisanog modela, WACC je izračunat kako slijedi;

Tablica 10. – Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)

WACC	
Ključni parametri	
Nerizična stopa (Rf)	0,63%
Tržišna premija (ERP)	7,14%
Beta koeficijent	1,05
Trošak glavnice (Re)	8,13%
Trošak duga (Rd)	2,75%
Stopa poreza na dobit	18,00%
Trošak duga (1-t)	2,26%
Ponder glavnice	0,43
Ponder duga	0,57
Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)	4,78%

Izvor: Izrada autora

5.3. Procjena vrijednosti poduzeća

S obzirom da utvrđeni iznos budućih novčanih tokova predstavljaju dobitke u budućnosti, potrebno ih je metodom diskontiranja svesti na sadašnju vrijednost. Diskontiranje se provodi na temelju procijenjenog prosječnog ponderiranog troška kapitala koji odražava rizičnost ostvarenja projiciranih novčanih tokova sa gledišta svih investitora poduzeća.

Tablica 11. – Diskontirani novčani tokovi (DCF)

SADAŠNJA VRIJEDNOST BUDUĆIH NOVČANIH TOKOVA						
U HRK	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Rezidualna vrijednost
SLOBODNI NOVČANI TOK	-50.892.884	-72.115.378	91.588.428	229.346.362	252.452.009	
Dugoročna stopa rasta						1,50%
WACC						4,78%
Preostala vrijednost						7.812.253.462
Vremenski diskont	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	5,0
Diskontni faktor	1,05	1,10	1,15	1,21	1,26	1,26
DISKONTIRANI NOVČANI TOKOVI	-48.571.200	-65.685.790	79.617.020	190.273.778	199.888.445	6.185.647.731

Izvor: Izrada autora

Dugoročna stopa rasta u iznosu od 1,5% predstavlja projiciranu dugoročnu stopu rasta slobodnih novčanih tokova poduzeća, pod pretpostavkom neograničenosti poslovanja. Određena je na temelju petogodišnjeg prosjeka realne godišnje stope rasta BDP-a u Republici Hrvatskoj za razdoblje do 2020. godine. Primjenom koncepta Gordonovog modela rasta određena je preostala ili rezidualna vrijednost poduzeća te je diskontirana prethodno prikazanim diskontnim faktorom. Vrijednost društva (*enterprise value*) izračunata je kao zbroj diskontiranih novčanih tokova u planiranom razdoblju i diskontirane rezidualne vrijednosti. Dobivena vrijednost predstavlja vrijednost poduzeća prije odbitka neto financijskih obveza, pa je tako potrebno oduzeti financijski dug i pridodati novac i novčane ekvivalente društva na dan procjene kako bi se dobila vrijednost vlasničkog kapitala, odnosno glavnice.

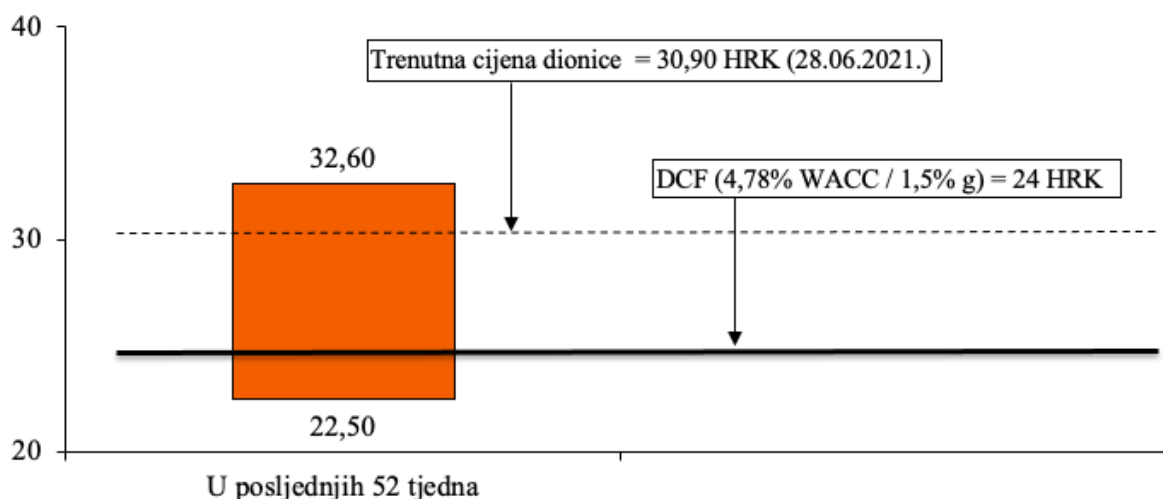
Tablica 12. – Procjena vrijednosti poduzeća Valamar Riviera d.d.

PROCJENA VRIJEDNOSTI	
U HRK	
Sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova	355.522.253
Rezidualna vrijednost	6.185.647.731
PROCJENA VRIJEDNOSTI DRUŠTVA (ENTERPRISE VALUE)	6.541.169.984
Dugoročne financijske obveze na dan 31.12.2020 godine	3.508.641.162
PROCJENA VRIJEDNOSTI VLASNIČKOG KAPITALA (EQUITY VALUE)	3.032.528.822
Broj dionica	126.027.542
Vrijednost po dionici	24,1

Izvor: Izrada autora

Diskontiranjem procijenjenih slobodnih novčanih tokova poduzeća, dobivena je vrijednost vlasničkog kapitala na dan 31.12.2020. godine koja iznosi približno 3 milijarde kuna, odnosno približno 24 kune po dionici.

Graf 5. – Prikaz tržišne i fundamentalne vrijednosti dionice RIVP



Izvor: Izrada autora prema podacima ZSE

6. PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA (CFaR)

Na temelju prethodne analize vanjskog i unutarnjeg okruženja poduzeća identificirani su ključni izvori rizika kojima je poduzeće izloženo. U nastavku rada ocjenjena je vjerojatnost nastupanja svakog identificiranog rizika te je kvantificirana njihova značajnost koja je na kraju zbirno prikazana u matrici rizika. Vjerojatnost nastupanja rizika je dodijeljena na osnovu subjektivne procjene i na temelju dostupnih informacija iz okoline. Značajnost je pak određena na temelju metode rizičnih novčanih tokova (CFaR) kojom se kvantificirao njihov potencijalno negativan utjecaj na procijenjenu sadašnju vrijednost slobodnih novčanih tokova, odnosno procijenjenu fundamentalnu vrijednost promatranog poduzeća.

6.1. Identifikacija rizika

- Valutni rizik

Valutni rizik većinom proizlazi iz promjena nominalnog tečaja EUR/HRK, a nastaje iz budućih komercijalnih transakcija te priznate imovine i obveza. Valamar većinu prihoda od prodaje ostvaruje u eurima, valuti u kojoj je denominiran najveći dio dugoročnog duga. Iako se Društvo djelomice prirodno zaštitilo od valutnog rizika, određeni dio obveza iskazan je i u kunama zbog čega se aktivno koriste izvedeni vrijednosni papiri u skladu s očekivanim kretanjima tržišta, čime se štiti od utjecaja nepovoljnih kretanja nominalnog tečaja na imovinu, obveze i novčane tokove. S obzirom na navedeno i činjenicu da je Hrvatska tijekom 2020. godine ušla u mehanizam ERM II te da bi Euro trebao postati

službenom valutom kroz naredne dvije do tri godine, može se zaključiti kako valutni rizik ne predstavlja veliku prijetnju za Društvo, posebice u kontekstu budućih novčanih tokova.

- Kamatni rizik

S obzirom da se Društvo intenzivno koristi dužničkim financijskim instrumentima, kako za financiranje tekuće likvidnosti tako i za kapitalne investicije, izloženo je riziku promjene kamatnih stopa. Međutim, Društvo aktivno koristi izvedenice za zaštitu od izloženosti kamatnog rizika novčanog toka i rizika vrijednosti kamatne stope na način da primjenjuje kamatnu zamjenu iz promjenjive u fiksnu kamatnu stopu. Kamate stope se trenutno kreću na povijesno niskim razinama zbog visoke likvidnosti tržišta i kvantitativnog popuštanja ECB-a koje ima za cilj poticanje gospodarskih aktivnosti. S obzirom na to, unatoč usporavanju gospodarstva i pada gospodarskih očekivanja u skoroj budućnosti se ne očekuju veće fluktuacije ili rast kamatnih stopa, te možemo zaključiti kako rizik promjene kamatnih stopa ne predstavlja veliku prijetnju za Društvo.

- Kreditni rizik

Kreditni rizik prvenstveno proizlazi iz prodajnih aktivnosti, odnosno potraživanja od kupaca. U skladu s prodajnim politikama Valamara, suradnja se ugovara isključivo s kupcima koji imaju odgovarajuću razinu kreditne sposobnosti i zadovoljavajući bonitet. Međutim, slabije gospodarsko okruženje, koje je posljedica pandemije, osobito je utjecalo na djelatnosti turističkog sektora, posebice turističkih agencija i turoperatora koji čine ključne poslovne partnere Društva. S obzirom na to, osobitom se pozornošću prati kreditna izloženost prema najvećim kupcima te se ugovaraju razni instrumenti osiguranja potraživanja poput mjenica, zadužnica ili garancija. U navedenim okolnostima, smatra se da je kreditna izloženost jedan od temeljnih izvora rizika za sve gospodarske subjekte, a posebice u industriji turizma i djelatnosti hotelijerstva koje trpi najveće posljedice krize.

- Rizik likvidnosti

Smanjenje poslovne aktivnosti znatno je povećalo rizik likvidnosti Društva. Međutim, Valamar je aktivno upravljao navedenih rizikom i prije nastanka Covid-19 krize, a trenutno je razvio dodatne planove očuvanja likvidnosti kroz minimizaciju troškova i korištenje dostupnih mjera potpora i pomoći gospodarstvu, uključujući odgodu plaćanja dospjelih glavnica po dugoročnim kreditima sukladno danoj mogućnosti moratorija na otplatu kreditnih obveza. S obzirom da Društvo putem ugovorenih kreditnih linija s

vodećim bankama s kojima ima dugoročan i stabilan poslovni odnos, u svakom trenutku može osigurati dostatnu količinu likvidnih sredstava, može se zaključiti kako unatoč rastu navedenog rizika na razini cijelog gospodarstva, ne očekuju se značajni problemi u pogledu održavanja solventnosti i likvidnosti poslovanja.

- Rizik zaposlenika

Rizik zaposlenika odnosi se na nedostatak kvalificirane radne snage koja čini temeljni preduvjet za kvalitetno obavljanje poslovne djelatnosti svakog gospodarskog subjekta. Trend iseljavanja mladih u inozemstvo, veća mobilnost radnika i trenutna nestabilnost tržišta rada uzrokovana pandemijom, dodatno ugrožavaju poziciju Društva. Rast i razvoj nije moguć bez kvalitetnog upravljanja ljudskim potencijalima, a otvaranjem i širenjem tržišta rada prepoznati su rizici vezani za deficitarne pozicije, razvoj novih znanja i specifičnih vještina. S obzirom na to, Valamar aktivno upravlja rizikom zaposlenika kontinuiranim ulaganjem u edukaciju i razvoj ljudskih potencijala te osiguravanjem visoke razine radničkih prava kako s gledišta konkurentnosti plaća, sustava motivacije i nagrađivanja, tako i razvoja karijera, brige o zdravlju i suradnje s obrazovnim ustanovama diljem Hrvatske.

- Reputacijski rizik

Reputacijski rizik odražava se kao negativan utjecaj na percepciju poduzeća i njegov imidž. Izrazito je važan unutar hotelijerske industrije, a može se pojaviti u bilo kojem trenutku ukoliko dođe do nezadovoljstva korisnika usluga tijekom njihova boravka. Svaka pojava nezadovoljstva bilo izazvana lošom uslugom, propustom ili neprofesionalnim ponašanjem osoblja, nastupom nekog incidenta ili situacije može ugroziti reputaciju poduzeća. U svojem dugogodišnjem poslovanju Valamar nije imao zabilježeno negativno mišljenje javnosti oko kvalitete usluga s obzirom da kako je prethodno navedeno, aktivno radi na upravljanju ljudskim potencijalima koji čine temeljni izvor navedenog rizika te se vodi načelima društveno odgovornog poslovanja.

- Cyber rizik

Tehnološki napredak odvija se sve brže, što dodatno povećava važnost kibernetičke sigurnosti i rizika koji iz nje proizlaze. Kibernetički rizik općenito se odnosi na rizik od oštećenja podataka ili štete uzrokovane neuspjehom sustava informacijske tehnologije poduzeća. Svjesni rizika pouzdanosti informatičkih poslovnih rješenja te kibernetičke

sigurnosti poslovanja, Društvo kontinuirano radi na unapređenju, razvoju i implementaciji novih tehnologija u svakodnevnom poslovanju. Poseban je naglasak na osiguravanju dovoljnih resursa za razvoj i implementaciju novih tehnologija na području ICT-a, projekata zaštite podataka koji su u skladu s GDPR regulativom te unapređenja postojećih i razvoja i implementacije novih, suvremenih poslovnih sustava. Unatoč konstantnom napretku informacijskih tehnologija, navedeni rizik predstavlja veliku prijetnju svakom poslovnom subjektu, s obzirom da se sve veći dio ključnih poslovnih procesa oslanja upravo na IT sustave koji su često nepouzdana i nesigurni.

- Cjenovni rizik

Cjenovni rizik predstavlja rizik fluktuacije cijena roba i usluga, a izloženost navedenom riziku može se promatrati iz nekoliko perspektiva. Poduzeće može biti direktno izloženo kroz kretanje cijena proizvoda koji su nužni za obavljanje usluga u opsegu njegove osnovne djelatnosti, ili indirektno preko kretanja cijena energenata i transporta koji su u visokoj korelaciji s turističkim kretanjima. Valamar je znatno izložen riziku promjene cijena, posebice zbog poslovne strategije velikih kapitalnih ulaganja gdje glavni rizik čine cijene građevinskih usluga i materijala koji su nužni za realizaciju izgradnje novih i održavanja postojećih kapaciteta. Osim toga, cjenovni rizik se može pojaviti i na strani ponude koji se ogleda kroz potencijalni rat cijenama između konkurenata. S obzirom na navedeno, može se zaključiti kako navedeni rizik ima više izvora. Jednim dijelom proizlazi iz nepovoljnih gospodarskih kretanja, a drugim iz samog poslovnog modela i visoke potražnje za građevinskim uslugama. Navedenim rizikom potrebno je upravljati kroz održavanje dobrih poslovnih odnosa s dobavljačima, ugovaranjem izvedenih vrijednosnih papira ukoliko su dostupni te diversifikacijom ključnih poslovnih partnera.

- Rizik konkurencije

Uzimajući u obzir izrazitu koncentraciju tržišta hotelijerstva u Hrvatskoj i njegove važnosti za cijelo gospodarstvo, može se reći kako postoji izražen rizik konkurencije. Rastuća potražnja, visoke stope rasta te porast životnog standarda bili su ključni pokretači ulaska novih konkurenata na tržište kao i okrupnjavanja postojećih. Konstantne investicije i aktivnosti spajanja i pripajanja u turističkom sektoru znatno utječu na povećanje rizika konkurencije, a posebice trend okrupnjavanja čime se povećava snaga konkurencije i dolazi do pojačanih konkurentskih pritisaka na poduzeće. U narednom post kriznom razdoblju očekuje se dodatan rast aktivnosti spajanja i preuzimanja čime se

može znatno ugroziti tržišni položaj Valamara kao vodećeg poduzeća. Rizikom konkurencije moguće je upravljati redovitim provođenjem istraživanja tržišta koje služi kao važan orijentir poslovanju, prije svega zbog boljeg uvida u potrebe i želje potrošača te mogućnosti pravovremene prilagodbe novim tržišnim trendovima ali i konkurenciji.

- Regulatorni rizik

Rizik promjene zakonskih i regulatornih okvira predstavlja značajan rizik za Društvo te čini jedan od zahtjevnijih segmenata upravljanja rizicima gdje su mogućnosti vrlo ograničene. Učestale promjene fiskalnih i parafiskalnih propisa negativno utječu na konkurentnost i na profitabilnost Društva, posebice u situacijama kada se događaju nakon što se već usvoji poslovna politika i budžet za sljedeću poslovnu godinu te ugovore komercijalni uvjeti s poslovnim partnerima, što znatno ugrožava financijski položaj i planove daljnjih ulaganja, a time i povjerenje investitora. Najveći izvor rizika leži u potencijalnim promjenama propisa u odnosu na koncesije i koncesijska odobrenja, odnosno koncesijske naknade za korištenje pomorskog dobra, ali i koncesijskih naknada za korištenje turističkog zemljišta. S obzirom na osnovnu djelatnost Valamara, pravo korištenja pomorskog dobra i turističkog zemljišta neki su od osobito značajnih uvjeta za nesmetano poslovanje, poglavito u kampovima koji čine ciljani segment daljnjeg rasta i razvoja poslovanja. Navedeni rizik nije moguće mitigirati, stoga je potrebno aktivno pratiti relevantne zakonske i regulatorne okvire ne bi li se smanjila vjerojatnost nastupanja štetnih posljedica nepridržavanja istih odnosno kako bi se napravila pravovremena prilagodba poslovanja.

- Rizik prirodnih katastrofa

Na rezultate poslovanja Društva kao i na sve druge gospodarske subjekte mogu značajno utjecati okolišni stresori te prouzročiti katastrofalne posljedice. Oni prvenstveno predstavljaju opasnost po zadovoljstvo korisnika cjelokupnim iskustvom boravka u destinaciji. Takvi su stresori primjerice zagađenje mora, onečišćenje obale, klimatske promjene, potresi, požari, poplave, duga kišna razdoblja i sl. Navedeni faktori mogu izravno utjecati na dolaske i duljinu boravka gostiju ali i na povećanje troškova poslovanja u slučaju nastanka izravnih materijalnih šteta. Rizik nastupanja prirodnih katastrofa se ne može mitigirati, međutim ugovaranjem raznih oblika osiguranja od štetnih posljedica istih moguće je djelomice transferirati na osiguravajuće društvo.

- Rizik sigurnosnih kriza

Posebnu ulogu imaju sigurnosni rizici koji se vežu uz pitanja političkih nestabilnosti, terorizma, ratova i kriminala. Turistička industrija pokazala je visok stupanj ranjivosti na navedene rizike, međutim Hrvatska se može pohvaliti percepcijom izrazito sigurne zemlje, odnosno turističke destinacije. Dodatno, pojavom pandemije razvio se potpuno novi oblik sigurnosnog rizika koji je vezan uz širenje bolesti i zdravstvenu situaciju u zemlji. Možemo zaključiti kako je turizam bezuvjetno vezan za koncept sigurnosti, a ponašanje turista, te posljedično odabir destinacije za putovanje, više nego ikad prije je pod izravnim utjecajem percepcije sigurnosti kao i sustavima upravljanja rizicima. Navedeni rizik je potrebno kontinuirano nadzirati provođenjem strožih internih kontrola unutar samog poduzeća ali i na razini same zemlje kao turističke destinacije.

- Rizik recesije

Covid-19 kriza predstavlja recentni primjer operativnog i financijskog poremećaja globalne ekonomije, osobito turističkih tokova obzirom na ograničenja kretanja ili potpune zabrane putovanja. Nastupom izvanrednih okolnosti te uvođenjem izvanrednih mjera zabrane okupljanja, kretanja i rada ugostiteljskih objekata, sve s prvenstvenim ciljem zaštite stanovništva od rizika zaraze, došlo je i do poremećaja u poslovanju Društva, otkazivanja smještaja i drugih ugovorenih usluga od strane partnerskih agencija i gostiju. Posljedično, pandemija je ostavila izravan trag i na stabilnost makroekonomskih pokazatelja poput stopa zaposlenosti, kretanja domaćeg bruto proizvoda, industrijske proizvodnje i drugih pokazatelja koji neposredno utječu na kupovnu moć građana i samim time na donošenje odluka o putovanju i korištenju usluga hotelskog smještaja. Konačne posljedice Covid-19 krize još uvijek nisu sa sigurnošću poznate, ali se sa sigurnošću može reći kako postoji veliki rizik od pojave nove recesije. Rizik recesije je također izvan okvira kontrolabilnih izvora rizika, stoga se strategija upravljanja temelji na samom praćenju gospodarskih kretanja te primjerenoj prilagodbi poslovanja i planiranih budžeta.

- Rizik novih trendova

Izvor rizika leži u promjeni navika i ponašanja potrošača uzrokovanih Covid-19 krizom. Već sada je vidljivo kako se izmijenila struktura potražnje, odnosno preferencije i prioriteta potrošača u industriji. Pojavio se trend povećanja potražnje u kamping segmentu, dok segmenti hotela i ljetovališta bilježe najmanju popunjenost i novih rezervacija. Osim toga, pojavio se i trend „*last-minute*“ rezervacija potaknut konstantnim

izmjenama i neizvjesnosti oko ograničenja kretanja. Modifikacija proizvoda i usluga, te razvoj inovacija čine ključnu strategiju ka prilagodbi novom post kriznom razdoblju u kojemu sigurnost postoji ključan preduvjet za razvoj poslovne aktivnosti. S obzirom da Valamar kontinuirano prati trendove te ima već dovoljno diversificiran portfolio proizvoda i usluga, očekuje se kako će se uspješno prilagoditi novim promjenama na tržištu.

6.2. Rizični novčani tokovi (CFaR)

U svrhu primjene metode rizičnih novčanih tokova korištena je analiza scenarija koja se provodi davanjem jedne ili više pretpostavki u vezi s rizičnim čimbenicima kako bi se kvantificirao njihov utjecaj na promjenu referentne vrijednosti. Na osnovu prethodne analize i subjektivne procjene definirani su scenariji, a referentna vrijednost u ovom slučaju je određena na razini procijenjenih diskontiranih slobodnih novčanih tokova poduzeća koji predstavljaju njegovu fundamentalnu vrijednost. U nastavku se nalazi sažeti prikaz svih identificiranih rizika, korištenih varijabli i pretpostavki u svakom pojedinom scenariju te konačno očekivani utjecaj na FCFF izražen u postotnom i apsolutnom iznosu.

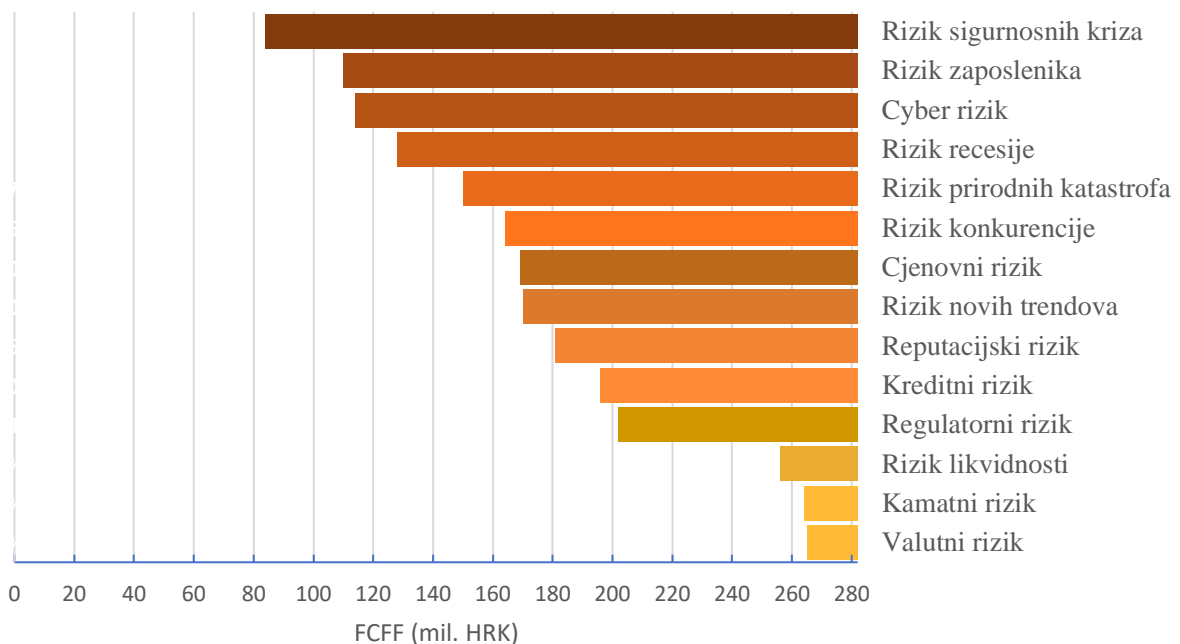
Tablica 13. – Kvantifikacija rizika metodom rizičnih novčanih tokova (CFaR)

RIZIČNI NOVČANI TOKOVI (CFaR)			
RIZIK	SCENARIO	RAZDOBLJE	% ΔFCFF
Valutni rizik	Promjena tečaja 5-15% (EUR/HRK)	2021.	2 - 6%
Kamatni rizik	Rast troška duga 1-2% (WACC)	2021.-2025.	3 - 6%
Kreditni rizik	Pad prihoda od prodaje 5-7% (nenaplativa potraživanja)	2021.-2025.	22 - 30%
Rizik likvidnosti	Rast troška duga 2-3% (WACC)	2021.-2025.	6 - 9%
Rizik zaposlenika	Rast troškova osoblja 5-7% (rast plaća)	2021.-2025.	43 - 61%
Reputacijski rizik	Pad prihoda od prodaje 10-15% (narušavanje imidža)	2021.-2022.	24 - 36%
Cyber rizik	Rast poslovnih rashoda 1-2% (narušavanje IT sustava)	2021.-2025.	37 - 59%
Cjenovni rizik	Rast materijalnih troškova 2-3%	2022.-2025.	32 - 40%
Rizik konkurencije	Pad prihoda od prodaje 10-15%	2022.-2025.	44 - 56%
Regulatorni rizik	Rast poslovnih rashoda 1-2% (rast poreza i drugih naknada)	2023.-2025.	29 - 43%

Rizik prirodnih katastrofa	Pad prihoda od prodaje 15-20% (kišna sezona)	2021.	36 - 47%
Rizik sigurnosnih kriza	Pad prihoda od prodaje 30-40% (terorizam)	2022.-2023.	56 - 70%
Rizik recesije	Pad prihoda od prodaje 10-20% (pad gospodarskih aktivnosti)	2021.-2023.	34 - 62%
Rizik novih trendova	Rast kapitalnih investicija 8-10% (prilagodba ponude)	2021.-2023.	32 - 40%

Izvor: Izrada autora

Graf 6. – Prikaz pada vrijednosti FCFF prema modelu *CFaR*



Izvor: Izrada autora

Vjerojatnost nastupanja financijskih poteškoća mjeri se kao onaj dio simulirane distribucije slobodnih novčanih tokova koji padne ispod zadanog praga kumulativne vrijednosti. Na ovaj način analizirana je osjetljivost slobodnih novčanih tokova, odnosno procijenjene vrijednosti poduzeća na promjene određenih varijabli u *DCF* modelu na koje utječe izloženost pojedinim identificiranim rizicima.

6.3. Mapiranje rizika

Mapa rizika predstavlja statički prikaz izloženosti poduzeća u određenom vremenskom trenutku. U mapi rizika pozicionirani su svi identificirani rizici prema pridruženim vrijednostima značajnosti i vjerojatnosti. Postotna promjena rizičnih novčanih tokova odredila

je razinu značajnosti svakog rizika prema unaprijed utvrđenoj ljestvici, dok se vjerojatnost nastupanja rizika odredila na temelju subjektivne procjene.

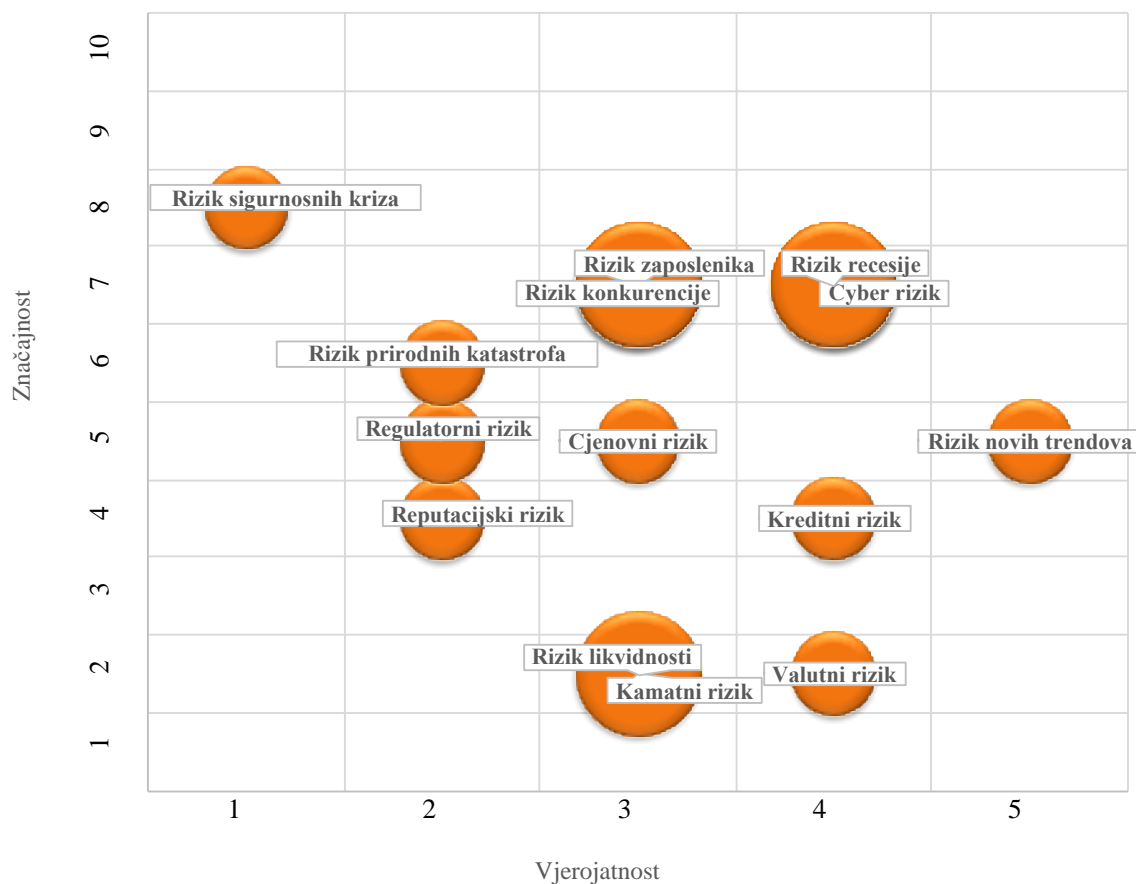
Tablica 14. – Ljestvica razine vjerojatnosti i značajnosti rizika

Značajnost	Razina	Vjerojatnost	Razina
<5 %	1	<5 %	1
> 5 % < 15 %	2	> 5 % < 25 %	2
> 15 % < 25 %	3	> 25 % < 65 %	3
> 25 % < 35 %	4	> 65 % < 95 %	4
> 35 % < 45 %	5	> 95 %	5
> 45 % < 55 %	6		
> 55 % < 65 %	7		
> 65 % < 75 %	8		
> 75 % < 85 %	9		
> 85 %	10		

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

Na temelju prethodno definiranih razina vjerojatnosti i značajnosti, odnosno provedene analize rizičnih novčanih tokova, sastavljena je mapa rizika kako je prikazano u nastavku.

Slika 5. – Mapa rizika (Valamar Riviera d.d.)



Izvor: Izrada autora

Sukladno provedenoj kvantifikaciji rizika može se zaključiti kako najveću prijetnju poslovanju Valamara predstavlja rizik sigurnosnih kriza, rizik recesije, cyber rizik i rizik razvoja novih tržišnih trendova. Navedene rizike je vrlo teško ili nemoguće kontrolirati s obzirom da se radi o eksternim izvorima rizika koji nisu pod kontrolom poduzeća. Unatoč tome, poduzeće bi ih trebalo aktivno nadzirati i evaluirati kako bi pravovremeno reagiralo i prilagodilo se novonastaloj situaciji te maksimalno zaštitilo svoju vrijednost, odnosno novčani tok.

Prema navodima Uprave Valamara od početka pojave pandemije Covid-19 društvo je aktivno pristupilo ublažavanju i kontroliranju potencijalnih rizika te žurno osnovalo Odbor za upravljanje rizicima te dodatno usvojilo Pravilnik o upravljanju rizicima. Na tragu ranije navedenih gospodarskih poremećaja, Valamar Riviera je proaktivno pristupila poduzimanju odgovarajućih sveobuhvatnih financijskih mjera štednje koje su prvenstveno usmjerene na

smanjenje troškova, očuvanje solventnosti i likvidnosti uz istodobnu sigurnost u nesmetani nastavak poslovanja.

7. ZAKLJUČAK

Trenutna gospodarska kriza uzrokovana Covid-19 pandemijom dodatno je naglasila značajnost efikasnog sustava upravljanja rizicima kao ključnog procesa korporativnog upravljanja kao i njegovu ulogu u očuvanju stabilnosti poslovanja, unapređenju organizacijske otpornosti te boljem razumijevanju interakcije poslovnog sustava s okruženjem.

Predmet analize, poduzeće Valamar Riviera d.d. uzeto je kao primjer vrlo uspješnog domaćeg poduzeća u turističkoj industriji koja ujedno ima značajnu gospodarsku i društvenu važnost u Republici Hrvatskoj. Uz pomoć analize unutarnjeg i vanjskog okruženja identificirani su ključni čimbenici koji imaju potencijalno nepovoljan utjecaj na trenutno i buduće poslovanje poduzeća. U svrhu kvantifikacije rizika korištena je metoda rizičnih novčanih tokova (*CFaR*) na temelju koje se odredila značajnost svakog pojedinog rizika s obzirom na utjecaj na slobodni novčani tok, odnosno procijenjenu vrijednost poduzeća.

Na temelju provedene analize, možemo zaključiti kako unatoč poboljšanim sigurnosno-političkim prilikama koje su jednim dijelom potakle razvoj turizma u prethodnim godinama, nepovoljna gospodarska situacija koja je naglo obrnula dugogodišnju rastuću dinamiku cjelokupnog tržišta donijela je brojne izazove. Općenito, najveća prijetnja za poslovne subjekte u turizmu leži u osjetljivosti na vanjske čimbenike koji se ne mogu kontrolirati, kao što su primjerice pojava prirodnih katastrofa, vremenskih neprilika, ekoloških katastrofa, političkih i geopolitičkih nestabilnosti, terorizma i drugih sigurnosnih kriza poput trenutne zdravstvene krize.

Zaključno, društvo Valamar Riviera d.d. ima već uspješno uspostavljen sustav upravljanja rizicima, međutim kao i za sve ostale subjekte u industriji temeljni rizik za poslovanje predstavljaju prethodno navedeni rizici iz vanjskog okruženja, posebice rizici povezani s razvojem novih trendova u postkriznom razdoblju. Međutim, diverzificiran turistički portfelj Valamara, iznimno povoljna geografska pozicija, visoko razvijen kanal direktne prodaje, zajedno s velikim ulaganjima u kamping ljetovališta trebali bi omogućiti poduzeću da uspješno upravlja s trenutnim poremećajima u turističkim tokovima te da postigne veću otpornost na volatilnost ekonomskih ciklusa.

POPIS LITERATURE

1. Andersen, T. J. and Shroder, P. W. (2010) *Strategic Risk Management Practice: How to Deal Effectively with Major Corporate Exposures*. New York: Cambridge
2. Andersen, T. J., Garvey, M. and Roggi, O. (2014) *Managing Risk and Opportunity: The Governance of Strategic Risk-Taking*. New York: Oxford University Press
3. Barney, J. B. i Hesterly, W. S. (2005) *Strategic Management and Competitive Advantage Concepts and Cases Global Edition*. 5. izd. Essex: Pearson
4. Bartram, S. M. (2000) Corporate risk management as a lever for shareholder value creation. *Financial Markets, Institutions & Instruments*
5. Beasley, M.S. i Frigo, L.M (2010) *Chapter 3: ERM and Its Role in Strategic Planning and Strategy Execution*. U: Fraser, J. i Simkins, B. ur. *Enterprise risk management*. New Jersey: John Wiley & Sons
6. Brealey, R. A., Myers, S. C. (1999) *Principles of Corporate Finance*. Irwin McGraw-Hill. 6th edition
7. Brigham, E. F. i Ehrhardt, M. C. (2005) *Financial Management: Theory and Practice*. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation
8. Butler, R. W. (1980) The concept of a tourist area cycle of evolution: implications for management of resources
9. Chappell, C. (2014) *The Executive Guide to Enterprise Risk Management*. New York: Palgrave
10. Copeland T., Koller T.I., Murrin J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
11. Culp, C. L. (2002) *The risk management process: Business strategy and tactics (Vol. 103)*. John Wiley & Sons
12. Curtis Taylor, J. (2012) *Concepts of Strategic Risk and Managing Strategic Risk*
13. Damodaran, A. (2006), *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*, MATE, Zagreb
14. Damodaran, A. (2007) *Strategic risk taking: a framework for risk management*. Pearson Prentice Hall
15. Damodaran, A. (2010) *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*, MATE, Zagreb

16. Damodaran, A. (2012) *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. University edition. New York / Chichester / Brisbane / Toronto / Singapore: John Wiley & Sons, Inc.
17. Darlington, A., Grout, S. i Whitworth, J. (2001) *How Safe is Safe Enough? An Introduction to Risk Management*. London: The Staple Inn Actuarial Society
18. Ekonomski institut Zagreb, *Sektorske analize – turizam 2020.*)
19. Fridson, M. i Alvarez, F. (2002) *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*. 3rd ed. New York, USA: John Wiley & Sons, Inc.
20. Froot, K. A., Scharfstein, D. S. & Stein, J. C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies, *The Journal of Finance*
21. Kolačević S. (2012): *Vrednovanje poduzeća, TEB- poslovno savjetovanje, Zagreb*
22. Kolačević, S., Hreljac, B. (2009), *Vrednovanje poduzeća: novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti*, Stega tisak, Zagreb
23. Koller T., Goedhart M., Wessels D. – McKinsey & Co. (2005) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 4th edition. New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.
24. Kruschwitz, L. i Loffler, A. (2006): *Discounted Cash Flow- A theory of the Valuation of Firms*, John Wiley & Sons, Inc, London
25. LaGattuta, D. A., Stein, J. C., Tennican, M. L., Usher, S. E. & Youngen, J. (2000). *Cashflow at risk and financial policy for electricity companies in the new world order*, *The Electricity Journal*
26. Lam, J. (2014) *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. Second edition. Hoboken, New Jersey: Wiley
27. Lam, J. (2017) *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*. Hoboken, New Jersey: Wiley
28. Markowitz, H. M. (1952) *Portfolio Selection*, *Journal of Finance* 7
29. Miloš Sprčić D. & Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Ekonomski fakultet
30. Miloš Sprčić D. i suradnici, (2020), *Enterprise risk management – Theory and practice with selected case studied of multinational companies*, Ekonomski fakultet – Zagreb
31. Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima, Sinergija, Zagreb*
32. Miloš Sprčić, D. (2013), *Corporate Risk Management and Value Creation*, *Montenegrin Journal of Economics*

33. 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
34. Miloš Sprčić, D. & Radić, D. (2011) Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu
35. Miloš Sprčić, D. & Sprčić, P. (2009) Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu
36. Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L. (2017) *Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem*
37. Miloš Sprčić, D., et al. (2016) *Does enterprise risk management influence market value*
38. Miloš Sprčić, D., Kožul, A. i Pecina, E. (2017) Managers Support – A Key Driver behind Enterprise Risk Management Maturity, Zagreb International Review of Economics & Business
39. Miloš Sprčić, D., Puškar, J. i Zec, I. (2019.) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima – zbirka poslovnih slučajeva, Ekonomski fakultet
40. Orsag, S. (1997) Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest
41. Orsag, S. (2011) Vrijednosni papiri. Sarajevo, BiH: Revicon
42. Osmanagić Bedenik, N. (2007) Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha. Zagreb: Školska knjiga
43. Osmanagić, Bedenik, Nidžara i suradnici (2010), Kontroling između profita i održivog razvoja, M.E.P. Zagreb
44. Porter, M. E. (2008) The Five Competitive Forces That Shape Strategy. Harvard Business Review, 86
45. Pratt, S. P., i Grabowski, R. J. (2008.). Cost of Capital, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc
46. Valamar Riviera (2019) Godišnje izvješće 2018., Poreč., Valamar Riviera
47. Valamar Riviera (2020) Godišnje izvješće 2019., Poreč., Valamar Riviera
48. Valamar Riviera (2021) Godišnje izvješće 2020., Poreč., Valamar Riviera
49. Wiedemann, A., Hager, P. i Roehrl, A. (2003) Integrated risk management with Cash-Flow-at-Risk Earnings-at-Risk methods

POPIS SLIKA

Slika 1. – Piramida upravljanja rizicima

Slika 2. – Mapa rizika

Slika 3. - *Hedging* i vrijednost novčanih tokova pri riziku

Slika 4. - Odnos novčanih tokova i vrijednosti poduzeća

Slika 5. – Mapa rizika (Vlamar Riviera d.d.)

POPIS GRAFOVA

Graf 1. – Kretanje cijene dionice RIVP i burzovnog indeksa CROBEX (1/2020 – 4/2021)

Graf 2. – Usporedba poslovnih prihoda najvećih hotelskih poduzeća

Graf 3. – Struktura aktive na 31.12.2020

Graf 4. – Prikaz regresijskog pravca

Graf 5. – Prikaz tržišne i fundamentalne vrijednosti dionice RIVP

Graf 6. – Prikaz pada vrijednosti FCFE prema modelu CfaR

POPIS TABLICA

Tablica 1. – Ključni operativni pokazatelji (2017-2020)

Tablica 2. - Pokazatelji likvidnosti

Tablica 3. - Pokazatelji zaduženosti

Tablica 4. - Pokazatelji aktivnosti

Tablica 5. - Pokazatelji profitabilnosti

Tablica 6. - Pokazatelji investiranja

Tablica 7. - Planirani račun dobiti i gubitka (2021-2025)

Tablica 8. - Projekcija neto obrtnog kapitala (2021-2025)

Tablica 9. - Projekcija slobodnog novčanog toka (2021-2025)

Tablica 10. – Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)

Tablica 11. – Diskontirani novčani tokovi (DCF)

Tablica 12. – Procjena vrijednosti poduzeća Valamar Riviera d.d.

Tablica 13. – Kvantifikacija rizika metodom rizičnih novčanih tokova (CFaR)

Tablica 14. – Ljestvica razine vjerojatnosti i značajnosti rizika

PRILOZI

Prilog 1. - Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka

RAČUN DOBITI I GUBITKA								
U HRK	2017.	%	2018.	%	2019.	%	2020.	%
POSLOVNI PRIHODI								
Prihodi od prodaje	1.755.286.721	98,7%	1.961.413.631	98,9%	2.139.319.744	96,9%	642.478.457	95,1%
Ostali poslovni prihodi	23.109.141	1,3%	21.326.884	1,1%	68.359.046	3,1%	33.132.178	4,9%
Ukupno poslovni prihodi	1.778.395.862	100,0%	1.982.740.515	100,0%	2.207.678.790	100,0%	675.610.635	100,0%
POSLOVNI RASHODI								
Promjene vrijednosti zaliha	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Materijalni troškovi	519.753.525	29,2%	551.752.686	27,8%	609.249.061	27,6%	254.642.998	37,7%
Troškovi osoblja	480.161.466	27,0%	541.614.164	27,3%	583.409.043	26,4%	189.951.093	28,1%
Amortizacija	346.413.599	19,5%	410.521.539	20,7%	474.514.405	21,5%	496.444.044	73,5%
Ostali troškovi	143.755.460	8,1%	174.094.246	8,8%	197.392.249	8,9%	89.097.655	13,2%
Vrijednosno usklađenje	126.181	0,0%	385.273	0,0%	587.773	0,0%	1.509.899	0,2%
Rezerviranja	9.486.384	0,5%	7.126.272	0,4%	8.827.807	0,4%	28.714.012	4,3%
Ostali poslovni rashodi	19.196.560	1,1%	14.993.937	0,8%	39.845.238	1,8%	10.015.299	1,5%
Ukupno poslovni rashodi	1.518.893.175	85,4%	1.700.488.117	85,8%	1.913.825.576	86,7%	1.070.375.000	158,4%
DOBIT IZ REDOVNOG POSLOVANJA	259.502.687	14,6%	282.252.398	14,2%	293.853.214	13,3%	-394.764.365	-58,4%
Financijski prihodi	63.640.247	3,6%	33.377.026	1,7%	11.149.376	0,5%	21.291.138	3,2%
Financijski rashodi	84.499.175	4,8%	57.547.921	2,9%	72.530.819	3,3%	127.575.353	18,9%
		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
UKUPNI PRIHODI	1.842.036.109	103,6%	2.016.117.541	101,7%	2.218.828.166	100,5%	696.901.773	103,2%
UKUPNI RASHODI	1.603.392.350	90,2%	1.758.036.038	88,7%	1.986.356.395	90,0%	1.197.950.353	177,3%
DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	238.643.759	13,4%	258.081.503	13,0%	232.471.771	10,5%	-501.048.580	-74,2%
		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Porez na dobit	-6.443.626	-0,4%	18.893.996	1,0%	-73.379.909	-3,3%	-142.242.789	-21,1%
DOBIT TEKUĆE GODINE	245.087.385	13,8%	239.187.507	12,1%	305.851.680	13,9%	-358.805.791	-53,1%

Izvor: Izrada autora

Prilog 2. - Vertikalna analiza bilance

BILANCA								
U HRK	31.12.2017.	%	31.12.2018.	%	31.12.2019.	%	31.12.2020.	%
Nematerijalna imovina	45.224.706	0,9%	53.726.810	0,9%	56.189.081	0,9%	46.400.186	0,7%
Materijalna imovina	4.440.260.536	88,9%	5.111.237.027	90,2%	5.558.203.413	85,6%	5.662.917.241	82,3%
Dugotrajna financijska imovina	5.417.132	0,1%	20.189.324	0,4%	48.171.781	0,7%	46.430.294	0,7%
Potraživanja	834.499	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Odgodena porezna imovina	140.663.699	2,8%	125.706.036	2,2%	193.832.039	3,0%	331.410.138	4,8%
Dugotrajna imovina	4.632.400.572	92,7%	5.310.859.197	93,7%	5.856.396.314	90,2%	6.087.157.859	88,5%
Zalihe	24.496.814	0,5%	25.447.350	0,4%	25.825.011	0,4%	30.335.208	0,4%
Potraživanja	30.637.890	0,6%	45.046.838	0,8%	41.771.516	0,6%	40.184.920	0,6%
Kratkotrajna financijska imovina	850.728	0,0%	440.629	0,0%	827.911	0,0%	613.241	0,0%
Novac u banci i blagajni	287.836.954	5,8%	261.842.353	4,6%	550.142.638	8,5%	665.932.900	9,7%
Kratkotrajna imovina	343.822.386	6,9%	332.777.170	5,9%	618.567.076	9,5%	737.066.269	10,7%
Aktivna vremenska razgraničenja	20.382.090	0,4%	25.309.119	0,4%	20.339.193	0,3%	55.358.952	0,8%
AKTIVA	4.996.605.048	100%	5.668.945.486	100%	6.495.302.583	100%	6.879.583.080	100%
Temeljni (upisani) kapital	1.672.021.210	33,5%	1.672.021.210	29,5%	1.672.021.210	25,7%	1.672.021.210	24,3%
Kapitalne rezerve	3.602.906	0,1%	5.304.283	0,1%	5.223.432	0,1%	5.223.432	0,1%
Rezerve iz dobiti	102.055.847	2,0%	94.297.196	1,7%	95.998.078	1,5%	98.511.512	1,4%
Revalorizacijske rezerve	634.097	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Rezerve fer vrijednosti		0,0%	905.282	0,0%	61.474	0,0%	872	0,0%
Zadržana dobit ili preneseni gubitak	263.138.894	5,3%	348.674.430	6,2%	430.206.412	6,6%	715.882.878	10,4%
Dobit ili gubitak poslovne godine	243.596.016	4,9%	235.337.282	4,2%	284.535.940	4,4%	-329.593.506	-4,8%
Manjinski (nekontrolirajući) interes	231.125.940	4,6%	401.993.065	7,1%	731.023.213	11,3%	701.810.928	10,2%
Kapital i rezerve	2.516.174.910	50,4%	2.758.532.748	48,7%	3.219.069.759	49,6%	2.863.857.326	41,6%
Rezerviranja	58.356.183	1,2%	127.787.632	2,3%	125.529.523	1,9%	141.118.430	2,1%
Dugoročne financijske obveze	1.852.267.505	37,1%	2.198.942.318	38,8%	2.443.662.677	37,6%	2.770.275.555	40,3%
Ostale dugoročne obveze	63.391.257	1,3%	82.666.051	1,5%	103.203.681	1,6%	97.073.792	1,4%
Dugoročne obveze	1.915.658.762	38,3%	2.281.608.369	40,2%	2.546.866.358	39,2%	2.867.349.347	41,7%
Kratkoročne financijske obveze	203.141.559	4,1%	227.143.740	4,0%	285.262.246	4,4%	738.365.607	10,7%
Obveze za predujmove	31.365.529	0,6%	38.933.044	0,7%	38.363.694	0,6%	69.608.737	1,0%
Obveze prema dobavljačima	132.651.065	2,7%	112.880.125	2,0%	145.722.270	2,2%	61.808.783	0,9%
Obveze prema zaposlenicima	22.455.819	0,4%	28.375.076	0,5%	29.133.042	0,4%	19.186.775	0,3%
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	11.077.721	0,2%	11.768.990	0,2%	12.309.349	0,2%	6.130.006	0,1%
Ostale kratkoročne obveze	2.220.602	0,0%	5.502.609	0,1%	15.551.397	0,2%	39.337.282	0,6%
Kratkoročne obveze	402.912.295	8,1%	424.603.584	7,5%	526.341.998	8,1%	934.437.190	13,6%
Pasivna vremenska razgraničenja	103.502.898	2,1%	76.413.153	1,3%	77.494.945	1,2%	72.820.787	1,1%
PASIVA	4.996.605.048	100%	5.668.945.486	100%	6.495.302.583	100%	6.879.583.080	100%

Izvor: Izrada autora

Prilog 3. - Horizontalna analiza bilance

BILANCA							
U HRK	31.12.2017.	31.12.2018.	%Δ	31.12.2019.	%Δ	31.12.2020.	%Δ
Nematerijalna imovina	45.224.706	53.726.810	18,8%	56.189.081	4,6%	46.400.186	-17,4%
Materijalna imovina	4.440.260.536	5.111.237.027	15,1%	5.558.203.413	8,7%	5.662.917.241	1,9%
Dugotrajna financijska imovina	5.417.132	20.189.324	272,7%	48.171.781	138,6%	46.430.294	-3,6%
Potraživanja	834.499		-100,0%				
Odgodena porezna imovina	140.663.699	125.706.036	-10,6%	193.832.039	54,2%	331.410.138	71,0%
Dugotrajna imovina	4.632.400.572	5.310.859.197	14,6%	5.856.396.314	10,3%	6.087.157.859	3,9%
Zalihe	24.496.814	25.447.350	3,9%	25.825.011	1,5%	30.335.208	17,5%
Potraživanja	30.637.890	45.046.838	47,0%	41.771.516	-7,3%	40.184.920	-3,8%
Kratkotrajna financijska imovina	850.728	440.629	-48,2%	827.911	87,9%	613.241	-25,9%
Novac u banci i blagajni	287.836.954	261.842.353	-9,0%	550.142.638	110,1%	665.932.900	21,0%
Kratkotrajna imovina	343.822.386	332.777.170	-3,2%	618.567.076	85,9%	737.066.269	19,2%
Aktivna vremenska razgraničenja	20.382.090	25.309.119	24,2%	20.339.193	-19,6%	55.358.952	172,2%
AKTIVA	4.996.605.048	5.668.945.486	13,5%	6.495.302.583	14,6%	6.879.583.080	5,9%
Temeljni (upisani) kapital	1.672.021.210	1.672.021.210	0,0%	1.672.021.210	0,0%	1.672.021.210	0,0%
Kapitalne rezerve	3.602.906	5.304.283	47,2%	5.223.432	-1,5%	5.223.432	0,0%
Rezerve iz dobiti	102.055.847	94.297.196	-7,6%	95.998.078	1,8%	98.511.512	2,6%
Revalorizacijske rezerve	634.097		-100,0%				
Rezerve fer vrijednosti		905.282		61.474	-93,2%	872	-98,6%
Zadržana dobit ili preneseni gubitak	263.138.894	348.674.430	32,5%	430.206.412	23,4%	715.882.878	66,4%
Dobit ili gubitak poslovne godine	243.596.016	235.337.282	-3,4%	284.535.940	20,9%	-329.593.506	-215,8%
Manjinski (nekontrolirajući) interes	231.125.940	401.993.065	73,9%	731.023.213	81,8%	701.810.928	-4,0%
Kapital i rezerve	2.516.174.910	2.758.532.748	9,6%	3.219.069.759	16,7%	2.863.857.326	-11,0%
Rezerviranja	58.356.183	127.787.632	119,0%	125.529.523	-1,8%	141.118.430	12,4%
Dugoročne financijske obveze	1.852.267.505	2.198.942.318	18,7%	2.443.662.677	11,1%	2.770.275.555	13,4%
Ostale dugoročne obveze	63.391.257	82.666.051	30,4%	103.203.681	24,8%	97.073.792	-5,9%
Dugoročne obveze	1.915.658.762	2.281.608.369	19,1%	2.546.866.358	11,6%	2.867.349.347	12,6%
Kratkoročne financijske obveze	203.141.559	227.143.740	11,8%	285.262.246	25,6%	738.365.607	158,8%
Obveze za predujmove	31.365.529	38.933.044	24,1%	38.363.694	-1,5%	69.608.737	81,4%
Obveze prema dobavljačima	132.651.065	112.880.125	-14,9%	145.722.270	29,1%	61.808.783	-57,6%
Obveze prema zaposlenicima	22.455.819	28.375.076	26,4%	29.133.042	2,7%	19.186.775	-34,1%
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	11.077.721	11.768.990	6,2%	12.309.349	4,6%	6.130.006	-50,2%
Ostale kratkoročne obveze	2.220.602	5.502.609	147,8%	15.551.397	182,6%	39.337.282	153,0%
Kratkoročne obveze	402.912.295	424.603.584	5,4%	526.341.998	24,0%	934.437.190	77,5%
Pasivna vremenska razgraničenja	103.502.898	76.413.153	-26,2%	77.494.945	1,4%	72.820.787	-6,0%
PASIVA	4.996.605.048	5.668.945.486	13,5%	6.495.302.583	14,6%	6.879.583.080	5,9%

Izvor: Izrada autora

Prilog 4. - Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka

RAČUN DOBITI I GUBITKA							
U HRK	2017.	2018.	%Δ	2019.	%Δ	2020.	%Δ
POSLOVNI PRIHODI							
Prihodi od prodaje	1.755.286.721	1.961.413.631	11,7%	2.139.319.744	9,1%	642.478.457	-70,0%
Ostali poslovni prihodi	23.109.141	21.326.884	-7,7%	68.359.046	220,5%	33.132.178	-51,5%
Ukupno poslovni prihodi	1.778.395.862	1.982.740.515	11,5%	2.207.678.790	11,3%	675.610.635	-69,4%
POSLOVNI RASHODI							
Materijalni troškovi	519.753.525	551.752.686	6,2%	609.249.061	10,4%	254.642.998	-58,2%
Troškovi osoblja	480.161.466	541.614.164	12,8%	583.409.043	7,7%	189.951.093	-67,4%
Amortizacija	346.413.599	410.521.539	18,5%	474.514.405	15,6%	496.444.044	4,6%
Ostali troškovi	143.755.460	174.094.246	21,1%	197.392.249	13,4%	89.097.655	-54,9%
Vrijednosno uskladenje	126.181	385.273	205,3%	587.773	52,6%	1.509.899	156,9%
Rezerviranja	9.486.384	7.126.272	-24,9%	8.827.807	23,9%	28.714.012	225,3%
Ostali poslovni rashodi	19.196.560	14.993.937	-21,9%	39.845.238	165,7%	10.015.299	-74,9%
Ukupno poslovni rashodi	1.518.893.175	1.700.488.117	12,0%	1.913.825.576	12,5%	1.070.375.000	-44,1%
DOBIT IZ REDOVNOG POSLOVANJA							
	259.502.687	282.252.398	8,8%	293.853.214	4,1%	-394.764.365	-234,3%
Financijski prihodi	63.640.247	33.377.026	-47,6%	11.149.376	-66,6%	21.291.138	91,0%
Financijski rashodi	84.499.175	57.547.921	-31,9%	72.530.819	26,0%	127.575.353	75,9%
UKUPNI PRIHODI	1.842.036.109	2.016.117.541	9,5%	2.218.828.166	10,1%	696.901.773	-68,6%
UKUPNI RASHODI	1.603.392.350	1.758.036.038	9,6%	1.986.356.395	13,0%	1.197.950.353	-39,7%
DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA							
	238.643.759	258.081.503	8,1%	232.471.771	-9,9%	-501.048.580	-315,5%
Porez na dobit	-6.443.626	18.893.996	-393,2%	-73.379.909	-488,4%	-142.242.789	93,8%
DOBIT TEKUĆE GODINE	245.087.385	239.187.507	-2,4%	305.851.680	27,9%	-358.805.791	-217,3%

Izvor: Izrada autora

ŽIVOTOPIS

SARA NIKPALJ

STUDENT

KONTAKT

Mobitel

+385 91 2117 117

Email

sara.nikpalj97@gmail.com

LinkedIn

[linkedin.com/in/sara-n](https://www.linkedin.com/in/sara-n)

RADNO ISKUSTVO

Mladi savjetnik

BDO Savjetovanje d.o.o., 2019-

Asistent u reviziji

VIK Revizija d.o.o., 2018 - 2019

Asistent u računovodstvu

Libria d.o.o., 2018 - 2018

OBRAZOVANJE

Sveučilište u Zagrebu

Analiza i poslovno planiranje (2018 - 2021)

Poslovna ekonomija (2015 - 2018)

DRUGA ISKUSTVA

Financijski klub - analiza poduzeća (2018 - 2019)

OSOBNE VJEŠTINE

Timski rad, Organizacija, Rješavanje problema

MS Office, Navision, SAS, Eviews

Engleski C1, Njemački A2