

Integrirano upravljanje rizicima na primjeru poduzeća Plava laguna d.d.

Čuljak, Marija

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:148:694889>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-20**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija - smjer Analiza i poslovno planiranje

INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA NA PRIMJERU PODUZEĆA

PLAVA LAGUNA D.D.

Diplomski rad

Marija Čuljak

Zagreb, rujan 2021.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija - smjer Analiza i poslovno planiranje

INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA NA PRIMJERU PODUZEĆA

PLAVA LAGUNA D.D.

INTEGRATED RISK MANAGEMENT- CASE OF PLAVA LAGUNA LTD.

Diplomski rad

Student: Marija Čuljak

JMBAG: 0067540596

Mentor: prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić

Zagreb, rujan 2021.

Sažetak: Integrirano upravljanje rizicima spominje se kao koncept koncem prošlog stoljeća zbog rastućeg broja rizika uzrokovanih globalizacijom financijskih tržišta te eksternih utjecaja klijenata, rejting agencija, investitora i ostalih zainteresiranih strana za transparentno i efektivno upravljanje poduzećem. Integrirano upravljanje rizicima podrazumijeva holistički pristup - upravljanje rizicima na razini cijelog poduzeća kojeg koordinira viši menadžment. Upravo danas, u uvjetima visoke neizvjesnosti i kompleksnosti, upravljanje rizicima igra veoma važnu ulogu uzimajući u obzir cjelokupnu sliku mogućih rizika, za razliku od tradicionalnog koji rizike promatra pojedinačno. U radu se najprije analizira makroekonomsko okruženje, nakon čega slijedi analiza industrije te položaj poduzeća unutar nje, identificiraju se unutarnje snage i slabosti te prilike i prijetnje, što je osnova za identifikaciju, klasifikaciju, kvantifikaciju i upravljanje rizicima. Rad se usredotočuje na upravljanje operativnim, financijskim i strateškim rizicima. Svrha rada je da se metodama i instrumentima integriranog upravljanja rizicima primarno detektiraju rizici poduzeća Plava laguna d.d., zatim kvantificiraju i konstruiraju te naposljetku definiraju strategije za upravljanjem i izbjegavanjem navedenih rizika.

Ključne riječi: integrirano upravljanje rizicima, strateški rizici, operativni rizici, financijski rizici, strategije za upravljanje

Summary: Integrated risk management appeared at the end of the 20.th century due to increased number of risks caused by globalization in the financial markets and external effects of clients, rating agencies, investors and other interested parties in transparental and effective managing companies. Integrated risk management implies holistically approach-managing risks on every level of company which is supervised by top management. Just today, under the condition of insecurity and high complexity, managing risks plays an important role considering the overall picture of possible risks, unlike traditional approaches which observe risks separately. The thesis first analyzes the macroeconomic environment, followed by analysis of the industry and the position of the company within it, identifies internal strengths and weaknesses as well as opportunities and threats, which is the basis for identification, classification, quantification and risk management. The thesis focuses on the management of operational, financial and strategic risks. The purpose of this thesis are the methods and instruments of integrated risk management that detects the risks of the company Plava laguna d.d., afterwards quantify and construct them and finally define strategies for managing and avoiding these risks.

Key words: integrated risk management, strategic risk, financial risk, operational risk, managing strategies

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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

(vlastoručni potpis studenta)

(mjesto i datum)

STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

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

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

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

(personal signature of the student)

(place and date)

Sadržaj:

1. UVOD	1
1.1. PREDMET I CILJ RADA.....	1
1.2. IZVORI PODATAKA I METODE ISTRAŽIVANJA.....	1
1.3. STRUKTURA RADA.....	2
2. ANALIZA RIZIKA POSLOVANJA PODUZEĆA.....	3
2.1. ODREĐIVANJE POJMA RIZIKA.....	3
2.1.1. <i>Definiranje ciljeva i mjerenje rizika.....</i>	<i>5</i>
2.2. VRSTE POSLOVNIH RIZIKA.....	9
2.2.1. <i>Strateški rizici.....</i>	<i>10</i>
2.2.2. <i>Financijski rizici.....</i>	<i>12</i>
2.2.3. <i>Operativni rizici.....</i>	<i>14</i>
2.3. INTEGRIRANO UPRAVLJANJE RIZICIMA.....	15
2.3.1. <i>Značajnost upotrebe integriranog upravljanja rizicima za uspješnost poduzeća.....</i>	<i>19</i>
3. PROCES INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA.....	22
3.1. IDENTIFIKACIJA RIZIKA.....	22
3.2. KVANTIFIKACIJA I MAPIRANJE RIZIKA.....	23
3.3. STRATEGIJE UPRAVLJANJA RIZICIMA.....	30
3.3.1. <i>Metode upravljanja rizicima.....</i>	<i>30</i>
3.3.2. <i>Instrumenti upravljanja rizicima.....</i>	<i>33</i>
4. ANALIZA POSLOVANJA I OKRUŽENJA PODUZEĆA PLAVA LAGUNA D.D.....	36
4.1. OPĆENITO O PODUZEĆU.....	36
4.2. ANALIZA POSLOVANJA I OKRUŽENJA PODUZEĆA.....	36
4.2.1. <i>PESTLE analiza.....</i>	<i>37</i>
4.2.2. <i>Analiza industrije konceptom Porterovih 5 sila.....</i>	<i>42</i>
4.2.3. <i>Analiza financijskih izvještaja poduzeća.....</i>	<i>47</i>
4.2.4. <i>SWOT analiza.....</i>	<i>58</i>
4.3. ANALIZA RIZIKA POSLOVANJA PODUZEĆA.....	60
4.3.1. <i>Identifikacija rizika.....</i>	<i>60</i>
4.3.2. <i>Kvantifikacija i mapiranje rizika.....</i>	<i>62</i>
4.3.3. <i>Odluke o načinu upravljanja rizicima u Plava laguna d.d.....</i>	<i>85</i>
5. ZAKLJUČAK.....	92
LITERATURA.....	93
INTERNETSKI IZVORI.....	97

POPIS TABLICA.....	100
POPIS SLIKA.....	101
ŽIVOTOPIS.....	102

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Tema ovog diplomskog rada je analiza poslovnih rizika i upravljanje istima u slučaju poduzeća Plava laguna d.d. U jezgri ovoga rada je proces integriranog upravljanja rizicima koji predstavlja novu paradigmu ovog područja razvijenu nakon globalne financijske krize. Integrirano upravljanje rizicima (*engl. Enterprise risk management, ERM*) igra danas veoma važnu ulogu zbog visoke učinkovitosti koje pruža u procesu korporativnog upravljanja poduzećem te je bitan izvor konkurentskih prednosti poduzeća na suvremenim tržištima koje karakterizira visoki stupanj neizvjesnosti.

Svrha rada je da se metodama i instrumentima integriranog upravljanja rizicima primarno detektiraju rizici poduzeća Plava laguna d.d., zatim kvantificiraju te naposljetku definiraju strategije za upravljanjem i izbjegavanjem navedenih rizika. S obzirom da su rizici u poslovanju dio svakodnevnice unutarnjeg i vanjskog okruženja poduzeća te neizbježna pojava na kompleksnim međunarodnim tržištima, postepeno će se i kroz sve korake integriranog upravljanja rizicima oni analizirati i prikazati.

Cilj rada je detaljno proučiti svu dokumentaciju i literaturu integriranog upravljanja rizicima te prezentirati implementaciju modela integriranog upravljanja rizicima na primjeru poslovanja poduzeća Plava laguna d.d. Nakon prikaza implementacije modela u kompletno poslovanje poduzeća napraviti će se analiza u kojoj će se prikazati učinci na poslovanje, te prednosti i mane modela za poslovanje poduzeća.

1.2. Izvori podataka i metode istraživanja

Izvori podataka korišteni prilikom izrade rada su primarno znanstveni i stručni radovi iz područja upravljanja rizicima, područja strateškog upravljanja, financijske i poslovne analize, integriranog upravljanja rizicima te stručna literatura kao i znanstveni članci iz šireg područja poslovne ekonomije. Nezaobilazan izvor informacija su financijski, revizorski i poslovni izvještaji poduzeća Plava laguna d.d. Dodatan izvor podataka su statistički podaci odnosno sekundarni izvori uz izvješća renomiranih i specijaliziranih institucija.

Tijekom analize predmetnog poduzeća upotrebljavat će se metodologija već spominjanog integriranog upravljanja rizicima koja objedinjuje mnoge kvalitativne i kvantitativne metode poput koncepta Porterovih 5 konkurentskih sila, PESTLE analize, SWOT analize, analize osjetljivosti te analize scenarija, analizu financijskih pokazatelja, analizu konkurentskih strategija te utvrđivanje važnosti i vjerojatnosti nastupanja detektiranih rizika.

Metode istraživanja koje će se koristiti u radu su metoda analize i sinteze, metoda deskripcije, komparacije te metode indukcije i dedukcije. Prilikom identificiranja rizika koristit će se metoda klasifikacije rizika u kategorije strateških, financijskih i operativnih rizika.

1.3. Struktura rada

Rad se sastoji od ukupno 5 poglavlja koji sadrže teorijski i empirijski koncept integriranog upravljanja rizicima. Rad započinje uvodom u kojem su navedeni predmet i cilj rada, sadržaj i struktura istog te metodologija istraživanja podataka. U drugom dijelu se detaljnije objašnjava pojam rizika, vrste rizika te se analiziraju metode mjerenja i kvantificiranja rizika. Također, drugi dio rada obuhvaća teorijsku podlogu integriranog upravljanja rizicima. Unutar trećeg dijela, detaljno se prikazuje proces integriranog upravljanja rizicima što uključuje identifikaciju rizika, kvantifikaciju i mapiranje te strategije upravljanja rizicima. U četvrtom poglavlju je prikazan praktičan primjer implementacije integriranog modela upravljanja rizicima. Najprije se analizira poslovanje poduzeća, zatim slijedi identifikacija rizika kojima je izloženo poslovanje poduzeća, njihova važnost za poduzeće te utjecaj na poslovanje poduzeća. Također, u četvrtom dijelu navest će se postojeći rizici i mjere koje poduzeće već koristi prilikom upravljanja te će se predložiti dodatne metode. U završnom dijelu rada, zaključku, donijet će se generalna odluka ima li analizirano poduzeće uspješan model upravljanja rizicima.

2. ANALIZA RIZIKA POSLOVANJA PODUZEĆA

2.1. Određivanje pojma rizika

Suvremeno poslovanje poduzeća karakterizira visoka neizvjesnost, dinamičnost te mnogobrojni eksterni i interni utjecaji. Procesom ekonomske globalizacije došlo je do brzog razvoja poduzeća. Povezanost sa ostatkom svijeta, mnoštvo informacija, kompleksnost međunarodnih tržišta te cjelokupna integracija uzroci su rapidnog razvoja poduzeća. Svi navedeni čimbenici doveli su do znatno veće izloženosti poduzeća mnogobrojnim internim i eksternim rizicima zbog čega se nužno javlja potreba za anticipacijom i upravljanjem rizika. Upravo zato, integrirano upravljanje rizicima igra veoma važnu ulogu radi svoje visoke učinkovitosti koju pruža u procesu korporativnog upravljanja poduzećem te je bitan izvor konkurentskih prednosti na suvremenim tržištima.

Utemeljitelj područja upravljanja rizikom smatra se Rene Stulz koji je 1984.godine objavio rad *Optimal Hedging Policies*. Tako su se već krajem devedesetih godina prošlog stoljeća značajno povećala brojna istraživanja kao i zanimanje stručne javnosti za to područje. Globalna financijska kriza 2008. godine je prisilila brojna poduzeća na obaveznu implementaciju sustava upravljanjima rizika kao dio poslovne strategije i poslovne kulture. Nova globalna kriza koja je posljedica pandemije SARS-CoV-2 virusa dodatno naglašava važnost integriranog i pravovremenog upravljanja rizicima. Upravo ona poduzeća koja uspješno upravljaju izazovima na tržištu i u poslovanju, mogu opstati.

Prihvatanje liberalnog kapitalizma kao ekonomskog modela razvoja podrazumijeva preuzimanje sve većeg rizika u poslovanju.¹ Mnogobrojna poduzeća i organizacije egzistiraju na tržištu gdje konkurencija svakodnevno raste i zaoštrava se. Stoga sa sigurnošću možemo reći da danas ne postoji poduzeće koje nije izloženo pojedinim rizicima u poslovanju. Rizici najčešće ovise o djelatnosti kojom se bavi poduzeće, regiji u kojoj je poduzeće aktivno, rukovodstvu poduzeća te mnogobrojnim vanjskim i unutarnjim faktorima. Sama riječ rizik u društvu uvijek ima negativnu konotaciju na određeni događaj, međutim rizik ponekad može biti i prilika, te je iz toga razloga uvijek potrebno sagledati cjelokupan koncept i definicije rizika. Shodno navedenom, treba

¹ Drljača M., Bešker M. (2010.) *Održivi uspjeh i upravljanje rizicima poslovanja*, Poslovna politika, Beograd str.33

sagledati i pozitivne i negativne ishode rizika. Tako se prema Miloš Sprčić (2013) “*rizik definira kao nemogućnost predviđanja budućih ishoda s potpunom sigurnošću, odnosno poznavanje stanja u kojem se kao posljedica neke odluke može javiti niz rezultata*”². Malo tko, pogotovo nakon krize uzrokovane pandemijom SARS-CoV-2 virusa 2020. godine, može predvidjeti kako će se ekonomija, odnosno tržišta te njegovi sudionici ponašati i regirati na aktualne rizike. Međutim, ukoliko je poznata vjerojatnost nastanka ili distribucija očekivanja budućih događaja rizici se mogu kvantificirati te se njima može upravljati.³ Ukoliko je nepoznata vjerojatnost nastanka i distribucija očekivanja poduzeća su suočena s neizvjesnošću.

U širem kontekstu promatranja, rizik predstavlja odstupanje od očekivane vrijednosti, rezultata. Samim time ukazuje na dualnost mogućih ishoda, odnosno da mogu biti pozitivni i negativni učinci. To najbolje ilustrira kineski simbol za rizik koji predstavlja kombinaciju dvaju znakova gdje prvi označava opasnost, a drugi priliku.⁴

Slika 1 Opasnost i prilika



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

Prema tome, promatrajući simbole u cjelini, rizik se definira kao strateška kombinacija prijetnji i prilika. Minimiziranje izloženosti opasnostima, odnosno rizicima, smanjuje šansu za priliku. Iz navedenog slijedi da upravljanje rizicima treba promatrati kao sredstvo koji poduzećima pruža priliku povećanja svoje vrijednosti. “*Najuspješnija poduzeća nisu postali tržišni lideri eliminirajući rizik ili se ograđujući od svih vrsta poslovnih rizika, već aktivnom detekcijom rizika i njihovim*

² Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Zagreb, Sinergija nakladništvo str.19

³ Miloš Sprčić D.,et.al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, str.3

⁴ Damodaran, A. (2008.) *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*, Wharton School Publishing, Pearson Education, USA, str.5

*iskorištavanjem u svoju korist*⁵. Tako se primarni cilj poslovanja poduzeća može ostvariti kroz efektivno i proaktivno upravljanje rizicima, pritom uvažavajući dobre i loše strane rizika, odnosno anticipacijom rizika kao prijetnje poslovnim ciljevima, ali i moguće šanse koje treba izrealizirati. Pojedinci se različito odnose prema riziku. Neki svjesno preuzimaju više, neki manje rizika. Novija shvaćanja financijske teorije vode se pretpostavkom da većina ljudi imaju averziju prema riziku što iskazuju zahtijevanjem većih prinosa na ulaganje odnosno traže višu premiju rizika. Zato svi ulagači nastoje vrijednosno iskazati cijenu rizika kako bi na temelju toga mogli između različitih investicija odabrati najmanje rizičnu ili profitabilnu po prihvatljivom riziku.

Proces odlučivanja je usko je povezan s rizikom. Odlučivanje u poduzeću, kao i u svim područjima rada i života, bez obzira na koji se način donose odluke, zbiva se u različitim okolnostima, povoljnim i nepovoljnim, što ovisi o pouzdanosti može li se procijeniti očekivani rezultat⁶. Uzimajući u obzir da menađer može odlučivati u uvjetima sigurnosti, nesigurnosti i rizika, razlikuju se ishodi odluka i svaka odluka predstavlja drugačiju razinu za menađera koji odlučuje. Tako se u uvjetima sigurnosti najčešće rješavaju strukturni i poznati problemi, što rezultira i efektivnim rješenjima. S druge strane, u uvjetima nesigurnosti problemima, pristupa se proaktivno i reaktivno, pa su takve odluke često intuitivne te rezultiraju neistraženim rješenjima. Odluke donešene u okolnostima rizika smještene su između opisanih krajnosti. *“Uvjerenost u ispravnost odluke vrlo je velika kada se donose u uvjetima koje se donose u okolnostima sigurnosti, manja u okolnostima rizika i najmanja u okolnostima nesigurnosti”*⁷.

2.1.1. Definiranje ciljeva i mjerenje rizika

Kako bi mogli što preciznije analizirati i detektirati rizike svako poduzeće mora definirati ciljeve koje kao poduzeće želi ostvariti. Ispravnom i pravovremenom detekcijom rizika moguće je primijeniti prikladnu metodu upravljanja istima. Metode upravljanja rizicima su mnogobrojne i razlikuju se od poduzeća do industrije te često nije moguće implementirati iste metode upravljanja na različita poduzeća i industrije. Proces upravljanja rizicima sastoji se od nekoliko

⁵ Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Zagreb, Sinergija nakladništvo str.20

⁶ Sikavica P., Bahtijarević-Šiber F., Pološki-Vokić N.,(2008): Suvremeni menadžment vještine, sustavi i izazovi, Školska knjiga, Zagreb

⁷ Udovičić A., Kadlec Ž. (2013.) Analiza rizika upravljanja poduzećem, Praktični menadžment stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, Vol. 4 No. 1, str. 50-60. <https://hrcak.srce.hr/118470>

faza: detekcija rizika, procjena rizika, izbor strategije upravljanja, implementacija metode i kontrola. Temelj za odabir ispravne metode upravljanja rizikom je kvantifikacija i mjerenje rizika.

2.1.1.1. Metode mjerenja utjecaja rizika

Kako bi mogli percipirati veličinu rizika, potrebno ga je matematički izraziti, odnosno izračunati. Standardnom devijacijom, kao prosječno odstupanje od prosjeka, najčešće se mjeri rizik jer se on ne može kvantificirati jednom vrijednosti već označava raspršenost mogućih ishoda. Mjerenjem, odnosno kvantifikacijom i procjenom rizika poduzeća može se utvrditi njihov utjecaj na poslovanje i vrijednost poduzeća. Za kvantitativnu procjenu rizika koriste se birane metode kao što su analiza osjetljivosti, analiza scenarija, rizična vrijednost (*VaR*) i rizični novčani tok (*CFaR*). Navedene procjene pružaju bolje shvaćanje važnosti pojedinih rizika i daju doprinos određenog pojedinačnog rizika ukupnom riziku.⁸ Dodatno, ranije spomenute procjene omogućuju kreiranje realnije mape rizika koja uz kvalitativne segmente sadrži i segmente kvantitativne prirode. Nakon toga se subjektivno izrađena mapa rizika konsolidira s dobivenim rezultatima analiza te takva predstavlja okosnicu uspostavljanja procesa integriranog upravljanja rizicima.⁹

2.1.1.1.1. Analiza scenarija

*“Scenarij omogućava usmjeravanje pozornosti na veliko mnoštvo otvorenih budućih alternativa, na njihove sastojnice, dinamičku strukturu i procesno- funkcionalna svojstva poduzeća.”*¹⁰ Analiza scenarija predstavlja učestalo korištenu metodu unutar procesa donošenja odluka koja omogućuje predviđanje i razvoj mogućih ili potencijalnih strategija za niz različitih mogućih scenarija ili razvoja određenih situacija.¹¹ Cilj analize scenarija je *“netransparentno učiniti transparentnim, neizvjesno izvjesnim”*¹², odnosno smanjenje neizvjesnosti koja može imati negativan utjecaj na poslovanje poduzeća. Drugim riječima, analiza scenarija pruža mogućnost

⁸ Miloš Sprčić, D., Puškar J., Zec I., (2019) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima* - Zbirka poslovnih slučajeva, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb; str 31

⁹ Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb, Sinergija nakladništvo str.109

¹⁰ Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*, HUM naklada, Zagreb, str 280

¹¹ Gambelli, D., Vairo, D., Zanolli, R. (2010). *Exploiting qualitative information for decision support in scenario analysis*. Journal of Decision Systems, Vol. 19 (4), p. 407.

¹² Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*, HUM naklada, Zagreb, str 282 str

prognoziranja utjecaja determiniranih varijabla na različite segmente unutar poduzeća. U stručnoj se literaturi razlikuje kvalitativna analiza scenarija i kombinacija kvalitativne i kvantitativne analize scenarija.¹³ Scenarij se može promatrati i kao instrument upravljanja nesigurnošću te kao instrument anticipativne kontrole u funkciji sustava rane spoznaje.¹⁴

2.1.1.1.2. Analiza osjetljivosti

Najosnovniji pristup analizi rizika novčanih tokova je analiza osjetljivosti. Postupkom analize osjetljivosti ispituje se senzibilitet novčanih tokova poduzeća na volatilitet cijena proizvoda i sirovina, promjene kamatnih stopa ili bilo koje druge varijable.¹⁵ Ova metoda ne pruža mogućnost mjerenja učinaka promjena više varijabli već isključivo jedne varijable čija se volatilitet i osjetljivost novčanih tokova promatraju u izolaciji. Rijetko dolazi do promjene samo jedne od varijabli jer su one u većoj ili manjoj mjeri usko korelirane te se stoga ovaj nedostatak korigira drugim metodama poput Monte Carlo simulacije.¹⁶ U praksi, analiza osjetljivosti orijentirana je na rangiranje detektiranih rizičnih varijabli prema njihovom utjecaju na vrijednost poduzeća koja je podloga za analizu scenarija.¹⁷

2.1.1.1.3. Rizična vrijednost

Rizična vrijednost (*engl. Value at Risk*) je mjera maksimalne negativne vrijednosti koje se može dogoditi u određenom vremenskom intervalu u normalnim tržišnim uvjetima uz danu razinu pouzdanosti.¹⁸ Mjera VaR promatra rizik isključivo kao prijetnju te ga kvantificira kao mogući gubitak. Mjeru VaR je izvorno kreirao 1993.godine J.P.Morgan kako bi iskazao akumulirani rizik koji ima utjecaj na portfelj financijske institucije, stoga je i najčešće korištena u investicijskim i komercijalnim bankama.¹⁹ Šira primjena VaR metodologije posljedica je utjecaja regulatornih

¹³ Miloš Sprčić D., et al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, str. 68

¹⁴ Miloš Sprčić, D., Puškar J., Zec I., (2019) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb; str 32

¹⁵ Ibid. Str 31

¹⁶ Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Sinergija nakladništvo, Zagreb str.108

¹⁷ Miloš Sprčić D., et al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet str.200

¹⁸ Miloš Sprčić, D., Puškar J., Zec I., (2019) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb; str. 32

¹⁹ Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Sinergija nakladništvo, Zagreb str 109.

tijela koja žele aktivno kontrolirati financijske rizike uslijed kompleksnosti suvremenih tržišta, ali i tehnološkog razvoja koji je omogućio razvoj integriranog upravljanja rizicima.²⁰ Prilikom izračuna VaRa koristi se razina pouzdanosti, vremensko razdoblje (koje je najčešće kraće) i vrijednost imovine. Tri su glavna pristupa izračuna VaR vrijednosti: povijesna simulacija, metoda varijance-kovarijance i Monte-Carlo simulacija.²¹ Glavna značajka povijesne simulacije je izračun VaRa bez hipoteze o statističkoj distribuciji tržišnih faktora. Povijesna simulacija počiva na stajalištu da je povijesna baza podataka dostatna i sadrži prihvatljivu zastupljenost promjena vrijednosti rizičnih čimbenika. Prednost ove metode je jednostavnost što znači da je lako razumljiva menadžmentu i regulatornim tijelima, a reprezentativna je i za daljnje analize. Glavni nedostatak povijesne metode je tvrdnja da ona pridaje podjednaku važnost nedavnim i povijesnim podacima kao i oskudna baza podataka.²² Metoda varijance-kovarijance poznata je još kao analitički VaR ili *“log-normal”*. Navedena metoda temelji se na simplificiranim hipotezama kretanja tržišnih cijena i osobina portfelja. *“Analitički VaR temelji se na pretpostavci da tržišni faktori imaju multivarijantnu normalnu distribuciju.”*²³ Poznavajući distribuciju portfolje, moguće je odrediti rizičnu vrijednost, odnosno moguće gubitke. Monte Carlo je numerička metoda koja se može opisati kao statistička metoda, gdje se koriste sekvence slučajnih brojeva za izvođenje simulacije.²⁴ Simulacija uzima u obzir veliki broj mogućih ishoda financijskih varijabli i njihovu međusobnu povezanost. U određenoj je mjeri slična povijesnoj simulaciji, međutim razlikuje se po dodatno analiziranim očekivanjima tržišta te kao takva zahtijeva značajne intelektualne i informatičke resurse.

2.1.1.1.4. Rizični novčani tok

*“Alternativa VaRu je korištenje simulacije novčanih tokova kako bi se procijenile vjerojatnosti negativnih učinaka”.*²⁵ Rizični novčani tok (*engl. Cash Flow at Risk - CFaR*) *“predstavlja maksimalni gubitak neto generiranog novčanog toka, u odnosu na određenu ciljnu razinu, koji se može dogoditi uslijed izloženosti tržišnim rizicima u određenom razdoblju i uz određenu razinu*

²⁰ Ibid. Str 110

²¹ Ibid.str.111.

²² Ibid.str112

²³ Ibid. str 112.

²⁴ Limić N.(2002.) Monte Carlo simulacije slučajnih veličina, nizova i porocesa.Zagreb: Element

²⁵ Stulz. R.(1996) Rethinking Risk Management, *Journal of Applied Corporate finance*, 9,3. str 21.

pouzdanosti."²⁶ Dakle, *CFaR* omogućuje prikaz distribucije vjerojatnosti novčanog toka poduzeća te procjenu malobrojnih negativnih događaja koji za posljedicu mogu imati značajan utjecaj na financijsku sliku poduzeća. *CFaR* pomaže poduzećima prilikom definiranja odnosa duga i glavnice, ali i kod razmatranja novih ulaganja te strateških ciljeva. Za razliku od *VaR-a* koji se bazira na kraći vremenski period i vrijednost imovine, *CFaR* ima fokus na operativni novčani tok i dulji vremenski period stoga se najčešće koristi u realnom sektoru, a *VaR* u financijskim institucijama.

2.2. Vrste poslovnih rizika

Kategorizacija rizika radi njihove specifičnosti može biti veoma zahtjevna. Međutim, nužno ju je provesti jer ispravna kategorizacija omogućuje lakše određivanje prikladne metode upravljanja i mjerenja rizika. Nadalje, vrlo je važno što točnije definirati rizike kako bi menadžeri bili upoznati sa značajnošću tih rizika za poslovanje poduzeća. Pravilno definiranje i detektiranje rizika omogućuje optimalnu primjenu mjera upravljanja. Pogrešna interpretacija često dovodi do nepovoljnih posljedica zbog neadekvatnog upravljanja. Svi rizici kojima su kompanije izložene mogu se podijeliti u tri grupe:

- strateški
- financijski
- operativni rizici.²⁷

Mnogi stručnjaci smatraju kako strateški rizici uvelike utječu na rizičnu izloženost te pad tržišne vrijednosti poduzeća, te su stoga pod najvećim povećalom unutar procesa upravljanja rizicima. Upravo iz razloga što ih je teško predvidjeti i kvantificirati, nalaze se na samom vrhu piramide poslovnih rizika prikazani na slici 2.²⁸ S obzirom na rapidan razvoj međunarodnih tržišta te volatilnost cijena i kamatnih stopa, koje su danas iznimno izražene, financijski rizici igraju važnu ulogu u kvalitetnom procesu cjelovitog upravljanja rizicima. Miloš Sprčić (2007.) naglašava da „*bez obzira radi li se o multinacionalnim kompanijama i njihovoj izloženosti promjenama deviznog tečaja, o prijevoznim poduzećima i cijenama goriva ili o visokozaduženim tvrtkama i njihovoj*

²⁶ . Miloš Sprčić D., Radić D. (2011.) *Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR*; Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 9 No. 1, 2011. str.61

²⁷ Miloš Sprčić D., et.al. (2019) *Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies*, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, str.65

²⁸ Miloš Sprčić, D., Puškar J., Zec I., *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb 2019, str 42

izloženosti promjenama kamatnih stopa, način i stupanj upravljanja tim rizicima iznimno su važni za uspjeh odnosno neuspjeh poslovanja²⁹. Posljednja grupa rizika referira se na operativno rukovođenje rizicima koje je primarno usmjereno na izbjegavanje negativnih efekata prouzročenih poremećajima u poslovnim aktivnostima, ali i ostvarivanje određenih koristi od povećanja učinkovitosti procesa.³⁰

Slika 2 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”.³¹ U strateške rizike ubrajamo politički rizik, rizik društveno-kulturnih trendova, rizik gubitka ključnih kupaca, tehnološki rizik, rizik istraživanja i razvoja, rizik inovacija, rizik ekspanzije, reputacijski rizik, rizik brenda i intelektualni rizik.³² Navedeni rizici utječu na tijek poslovanja i na poslovnu strategiju poduzeća. Strateški rizici nisu glavna preokupacija poduzeća zbog svoje opsežnosti. Detekcija strateških rizika zahtijeva temeljitu i iscrpnu analizu industrije i okoline koju velik broj poduzeća zanemaruje. Ukoliko poduzeće ne prati promjene i novitete te

²⁹ Miloš Sprčić D.(2007.) *Izvedenice kao instrument upravljanja financijskim rizicima: primjer hrvatskih i slovenski nefinancijskih poduzeća*; Ekonomski fakultet, Zagreb; Financijska teorija i praksa, Vol. 31 No. 4, 2007. str. 388

³⁰ 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.

³¹ Lam, J. (2017) *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*. Hoboken, New Jersey: Wiley, str. 298.

³² Miloš Sprčić D.,et.al. (2019) *Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies*, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet, str.66/67

ne anticipira vanjske i unutarnje utjecaje na tržištu vrlo često nestaje. Primjer takvog poduzeća je skandinavski tehnološki div Nokia koji je smatrao da su ekrani na dodir samo prolazna faza. Iz navedenog možemo zaključiti da strateški rizici *“mogu biti rezultat pogrešnih procjena menadžmenta, nepovoljnih strateških odluka, kao i zanemarivanja promjena u okruženju”*³³. Dakle, strateške rizike definiraju nepovoljni događaji pod utjecajem političkih, ekonomskih i lokalnih čimbenika koji mogu imati presudan utjecaj na dugoročno poslovanje poduzeća.

U stručnoj literaturi, politički rizik najčešće se povezuje s efektom leptira matematičara Edwarda Lorenza, koji ističe hipersenzibilnost uzrokovan malim smetnjama u određenom sustavu.³⁴ Politički rizik obuhvaća gubitke poduzeća prouzrokovane netržišnim faktorima odnosno akcijama ili nedjelovanjem vlade, makroekonomskim i socijalnim politikama koje se tiču fiskalne i monetarne politike, trgovine, investicija, industrije, prihoda te tržišta rada, ili događajima vezanim za političke nestabilnosti poput ratova, državnih udara, pobuna i terorizma.³⁵

Rizik gubitka kupaca nastaje iz dva razloga - postojeće potrošače je privukao konkurent nižom cijenom odnosno boljom kvalitetom ili proizvodi više ne pružaju željenu vrijednost za kupce pa tržište i ne postoji. Najveću ulogu rizika gubitka kupaca igraju poslovna politika poduzeća te zaposlenici koji su u direktnoj i indirektnoj interakciji s kupcima. Većina je poduzeća na tržištu u doticaju s ovim rizikom stoga njime treba svakodnevno upravljati.

Intelektualni kapital ključ je uspjeha mnogih poduzeća. Upravo manjak intelektualnog kapitala, odnosno odlazak visokokvalificiranih zaposlenika predstavlja intelektualni rizik. Razlog tome je nedostatan broj kompetentnih i iskusnih stručnjaka te inženjera zbog čega dolazi do sve aktivnijeg procesa regrutacije i rasta njihove pregovaračke moći.

Ubrzan proces protoka i dostupnosti informacija omogućili su neprestano rastuće tehnološke mogućnosti. Shodno tome javlja se i tehnološki rizik koji uslijed zanemarivanja nove tehnologije i inovacija može poduzeće koštati njegovog opstanka. Tako tehnološki izazovi i sve mnogobrojnije preferencije potrošača, koji kreiraju neizvjesnost, znatno otežavaju upravljanje rizikom

³³ Curtis Taylor, J. (2012) Concepts of Strategic Risk and Managing Strategic Risk. [online]. Dostupno na: <http://www.vsu.edu/files/docs/internal-audit/risk-concepts.pdf> [9. 6. 2019.]

³⁴ ³⁴ Miloš Sprčić D., et al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet, str.66/67

³⁵ Green, Philip, E. J. et al. (2016) *Enterprise risk management: a common framework for the entire organization*. Amsterdam: Elsevier Butterworth-Heinemann str.207

istraživanja i razvoja.³⁶ Posljednjih godina eksponencijalan je rast inovacija u svim područjima, pa su mnogobrojna poduzeća suočena istoimenim rizikom jer ne uspiju implementirati novu infrastrukturu koja bi bila prilagođena novim inovacijama.³⁷ Reputacijski rizik objedinjuje sve rizike, odnosno svaki navedeni rizik ima utjecaj na reputaciju poduzeća. Povezuje se s financijskim i operativnim, ali i s ostalim strateškim rizicima kojima su izložene sve organizacije, na način da se gubitak dobrog imena transformira u smanjenje prihoda, povećanje troškova odnosno pad broja kupaca te posljedično u pad tržišnoga udjela i smanjenje proizvodnje.³⁸

Za procjenu strateških rizika najčešće se koriste kvalitativne metode poput PESTLE analize, koja pripomaže u analizi rizika koji dolaze iz eksternog okruženja kao što su politički, tehnološki i društveni rizik, zatim Porterov model pet sila koji analizom industrije omogućava uvid u rizik inovacije, reputacijski rizik te rizik istraživanja i razvoja. Pri evaluaciji snaga i slabosti poduzeća odnosno prilika i prijetnja poduzeća upotrebljava se najčešće SWOT analiza. Posebne metode uključuju još i analizu scenarija, dodatnih opcija te kontingencijske planove. Uspješna poduzeća anticipiraju ove metode i analize te tako uspijevaju zadržavati konkurentske prednosti te ostvaruju organski rast i razvoj.

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 ugovorne obveze zbog čega dolazi do smanjenja primitaka i/ili povećanja izdataka te poremećaja u novčanim tokovima kompanije.³⁹ Financijski rizici obuhvaćaju kreditni rizik i rizik likvidnosti te tržišne rizike poput valutnog, kamatnog i cjenovnog zbog korelacije s financijskom strukturom poduzeća.

Rizik likvidnosti definira se kao rizik da novčani primici neće biti dostatni za pokrivanje novčanih izdataka, što često rezultira likvidacijom vrijednosti imovine poduzeća po vrijednosti manjoj od

³⁶ Shin, J., Lee, S. and Yoon, B. (2018) Identification and Prioritisation of Risk Factors in R&D Projects Based on an R&D Process Model. *Sustainability*, 10 (4) 972, str. 1.

³⁷ Merton, R. C. (2013) Innovation risk: How to make smarter decisions. *Harvard Business Review*, 91 (4), str. 48-56

³⁸ Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L.: op. cit., str. 133.

³⁹ Miloš Sprčić, D. (2016) Identifikacija i procjena poslovnih rizika. [online]. Hrvatska revizorska komora. Dostupno na: http://www.revizorska-komora.hr/pdf/Strucno_savjetovanje_2016/10_HRK_2016_Milos_Sprcic_Poslovni_rizici.pdf (30.8.2021)

realne kako bi se nadomjestio manjak novčanih sredstava.⁴⁰ Rizik likvidnosti uvijek se promatra u korelaciji s tržišnim rizicima jer njihove promjene u financijskoj strukturi direktno utječu na likvidnost poduzeća. Primarne metode upravljanja rizikom likvidnosti su diverzifikacija metoda i instrumenata financiranja, izrada planova upravljanja likvidnošću koje uključuju kreditne linije koje te držanje veće količine likvidacije imovine.

Kreditni rizik najčešće je konotiran uz poslovanje poslovnog partnera i definira se kao trenutna ili moguća nesposobnost da podmiri svoje obveze ili izvrši ugovoreni transfer. U stručnoj se literaturi razlikuju dvije vrste kreditnog rizika. Kreditni rizik prije izvršenja obveze ili transakcije uvjetuje vjerojatnost da će poslovni partner biti nelikvidan prije izvršenja ugovorne obveze te se zbog toga neće održati poslovan dogovor. S druge strane kreditni rizik pri izvršenju obveze i transakcije podrazumijeva vjerojatnost da druga poslovna strana neće moći izvršiti ugovornu obvezu za vrijeme realizacije transakcije. Dakle, kreditni rizik prije izvršenja se referira na dobavljače, a kreditni rizik pri izvršenju na kupce. Poduzeća mogu smanjiti i upravljati rizikom likvidnosti analizom poslovnih partnera, diversifikacijom poslovnih strana te instrumentima osiguranja plaćanja.

“Cjenovni rizik je rizik gubitka koji proizlazi iz promjena cijene robe i financijske imovine.”⁴¹ Svako je poduzeće na tržištu suočeno na tržištu direktno ili indirektno s promjenama cijena roba i usluga. U razdobljima ekonomskih i financijskih nestabilnosti vrijednost nekih roba raste, a vrijednost drugih se smanjuje. Možemo navesti zlato kao primjer sigurnog utočišta za investitore jer od davnina nije podložno volatilnosti. *“Obično se zaštita od rizika cijena robe provodi pomoću robnih terminskih transakcija i robnih terminskih ugovora, a na raspolaganju stoje i brojne složene izvedenice kao i robne opcije te robne zamjene.”⁴²*

Kamatnom riziku su najčešće izložena poduzeća koji se zadužuju. Kamatni rizik predstavlja rizik od promjene kamatne stope na posuđeni novac. Poduzeće može biti ugroženo i u slučaju rasta i pada kamatne stope. Ukoliko poduzeće ima ugovoren kredit po promjenljivoj kamatnoj stopi rast

⁴⁰ Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Sinergija nakladništvo, Zagreb, str.28

⁴¹ Miloš Sprčić, D., Puškar J., Zec I., Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb 2019, str.62

⁴² Miloš Sprčić D.(2007.) *Izvedenice kao instrument upravljanja financijskim rizicima: primjer hrvatskih i slovenski nefinancijskih poduzeća*; Ekonomski fakultet, Zagreb; Financijska teorija i praksa, Vol. 31 No. 4, 2007. str. 399

kamatne stope može negativno utjecati na likvidnost poduzeća. Ukoliko dođe do pada kamatne stope, a poduzeće je imalo ugovorenu posudbu po fiksnoj, dolazi do negativne vrijednosti za poduzeće.

*“Izloženost valutnom riziku je sve značajniji problem na globalnoj razini s obzirom na razvoj međunarodne trgovine, a proizlazi iz neizvjesnosti budućeg deviznog tečaja.”*⁴³ Valutni rizik se javlja kada poduzeće vrši međunarodne transakcije koje kao sredstvo plaćanja imaju drugu, nedomicilnu valutu.

Svako poduzeće dio je velikog suvremenog internacionaliziranog tržišta. Sama kompleksnost financijskih tržišta značajno izlaže poduzeća tržišnim rizicima te tako ti rizici postaju važan parametar za poslovanje poduzeća. Važno je da sva poduzeća aktivno prate tržišna kretanja i nastoje upravljati rizicima kako se ne bi negativno odrazilo na poslovanje poduzeća.

2.2.3. Operativni rizici

*“Operativni rizici su rizici gubitaka nastalih kao rezultat neodgovarajućih ili loših procedura, propusta u internoj kontroli i reviziji, namjernih ili nenamjernih ljudskih pogrešaka ili propusta poslovnih sustava, vanjskih i unutarnjih napada na IT sustave, nepredvidivih vanjskih događaja poput prirodnih katastrofa te neusklađenosti sa zakonskom regulativom.”*⁴⁴ Operativni su rizici svakodnevica poslovanja poduzeća. Njihovu okosnicu čini rizik neadekvatnog ponašanja zaposlenika poduzeća i sigurnost informatičkih sistema. Iz tog razloga važno je da svako poduzeće ima točno definirane procese i protokole svih aktivnosti koje se odvijaju u poduzeću. Zbog njihove raznolikosti i kompleksnosti te izostanka standardiziranih pristupa prilikom upravljanja, njima se otežano upravlja. Elementarne nepogode, greške kompjuterskih sistema, neadekvatna pravila i procedure, ekološki te zakonski rizik ubrajamo u operativne rizike.

Zakonski rizik javlja se u situacijama nemogućnosti realiziranja poslovnog ugovora zbog toga što ugovor nije kompatibilan s pravno važećim zakonima ili ugovorene stranke ne posjeduju pravnu sposobnost izvršenja ugovorene transakcije. Poduzeća bi poseban naglasak trebala staviti na

⁴³ Jakovčević, D. i Novaković, D. (2018) Izloženost valutnom riziku banaka i poduzeća u Republici Hrvatskoj. *Financije – teorija i suvremena pitanja*, str. 203-204.

⁴⁴ Miloš Sprčić, D. (2016) Identifikacija i procjena poslovnih rizika. [online]. Hrvatska revizorska komora. Dostupno na: http://www.revizorska-komora.hr/pdf/Strucno_savjetovanje_2016/10_HRK_2016_Milos_Sprcic_Poslovni_rizici.pdf [15. 6. 2016.]

ugovorne odnose poslovnih partnera. Nepridržavanje potpisanih odredbi može prouzročiti značajne troškove poduzeću. Rizik prijave i štetnog djelovanja zaposlenika podrazumijeva namjerno štetno djelovanje zaposlenika ili menadžmenta unutar poduzeća kako bi se stekla određena korist.⁴⁵ Rizik kibernetičke sigurnosti ima izrazitu važnost unutar svakog poduzeća, poglavito zbog internih podataka i osjetljivih poslovnih informacija. Tehnologija je nazaobilazna komponentna svakog poslovanja, stoga informatička sigurnost treba biti uvijek na visokoj razini kako ne bi došlo do curenja osjetljivih informacija ili krađe podataka.

Svakako je potrebno naglasiti i ekološke rizike te rizik pandemije. Elementarne nepogode poput potresa mogu ostaviti značajne posljedice na pojedince ali i na poslovanje poduzeća kroz oštećenja proizvodnih pogona te stambenih prostora. Trenutna epidemiološka pandemija SARS-CoV-2 virusa ima značajne posljedice na mnogobrojna poslovanja poduzeća, posebice uslužnog sektora. Navedene rizike karakterizira malena vjerojatnost, ali mogu imati katastrofalne posljedice.

2.3. Integrirano upravljanje rizicima

90-ih godina prošlog stoljeća pristup rizicima je bio individualan. Takvo tradicionalno upravljanje imalo je u fokusu upravljanje samo jednim, specifičnim rizikom, bez akceptirane mogućnosti njihove korelacije i utjecaja rizika na vrijednost poduzeća. U terminologiji takav način upravljanja zove se "*silos upravljanje rizicima*" te je označavao *ad-hoc* upravljanje rizikom, odnosno nakon njegova nastanka. Dakle, tradicionalno upravljanje rizicima operativnog je karaktera što se pokazalo nedovoljno uspješnim za nošenje s izazovima globalne financijske krize.⁴⁶ Sukladno tome, svjetonazor upravljanja rizicima počeo se mijenjati, te je u analizu uključena dosad zanemarena međuovisnost rizika i strategije poduzeća. Tako je upravljanje rizicima predstavljao koncipiran proces koji je usklađivao ljude, tehnologiju i poslovnu strategiju poduzeća. Time je omogućeno fokusiranje na budućnost i upravljanje svim korporacijskim rizicima s ciljem povećanja bogatstva vlasnika i rasta vrijednosti poduzeća. Globalni kapitalizam te razvoj informacijske tehnologije na području obrazovanja je omogućio kreiranje sveobuhvatnog i

⁴⁵ Miloš Sprčić D., et al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet, str.66/67

⁴⁶ Miloš Sprčić, D. (2014.) A New era of risk management - an integrated approach to corporate risks, Risk management : strategies for economic development and challenges in the financial system, New York : Nova Science Publishers, str.3

proaktivnog pristupa rizicima, poznatijim kao Integrirano upravljanje rizicima (engl. Integrated Risk Management). Proces možemo definirati kao "sveobuhvatno upravljanje rizicima koje uključuje identifikaciju i procjenu ukupne izloženosti rizicima koja direktno ili indirektno utječe na vrijednost poduzeća te implementaciju strategije upravljanja rizicima koja je komplementarna korporativnoj strategiji."⁴⁷ COSO upotpunjuje definiciju integriranog upravljanja rizicima tezom da se izvršava od strane zaposlenika, uprave i menadžmenta te da je primijenjen u cijelom poduzeću u skladu sa definiranom strategijom , dizajniran u cilju definiranja potencijalnih događaja koji mogu utjecati na poduzeće, a sve u svrhu ostvarenja ciljeva poduzeća.⁴⁸ Prema Neil Doherty Integrirano upravljanje rizicima " priča je o osiguranju i zaštiti, ali i priča o financiranju investicija: o upravljanju financijskom polugom, o metodama upravljanja menadžera i o poreznom upravljanju."⁴⁹ Upravo miješanje ovih ideja i tržišnih promjena čini integrirano upravljanje rizicima. " Nov pristup koristi tehnologiju financija i osiguranja za suočavanje s čitavim nizom korporativnih rizika: financijskih, operativnih, strateških te ga upravo to čini sveobuhvatnim procesom".⁵⁰ Doherty dodatno ističe da sposobnost da tvrtka tolerira bilo koji rizik, određuje se trenutnoj izloženosti drugim rizicima⁵¹, odnosno upravljajući sveobuhvatnim rizicima poduzeće minimizira izloženost drugim rizicima.

Prema COSO (engl. the Committee of sponsoring organisations) principima, upravljanje rizicima se u poduzeću objašnjava pomoću osam uzajamno povezanih komponenata. Oni su izvedeni iz načina na koji menadžeri uvode upravljanje rizicima u poduzećima te kao se oni povezuju s procesom upravljanja.⁵² Komponente su:

- unutarnje okruženje koje opisuje kulturu i poslovanje poduzeća te predstavljaju temelj za upravljanje preko zaposlenika i organizacije
- definiranje strateških ciljeva koji određuju smjer razvijanja poduzeća

⁴⁷ Miloš Sprčić D., Sprčić P. (2009.) *Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Volume 7(1), str. 95

⁴⁸ Unternehmensweites Risikomanagement (2004.) *Übergreifendes Rahmenwerk Zusammenfassung September 2004*, COSO, United States

⁴⁹ Doherty A. N. (2000.) *Integrated risk management - Techniques and Strategies for Reducing Risk*. New york: McGraw-Hill str 10

⁵⁰ Ibid. Str. 11

⁵¹ Ibid. Str. 11

⁵² COSO, Unternehmensweites Risikomanagement *Übergreifendes Rahmenwerk Zusammenfassung September (2004)*, United States – dostupno na <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary-German.pdf>

- identifikacija događaja koji mogu utjecati na ciljeve poduzeća i poslovanja
- evaluacija rizika, odnosno kvantitativno određivanje utjecaja i vjerojatnosti rizika
- komponenta odgovor na rizik opisuje moguće odgovore na rizik: izbjegavanje, prihvaćanje, smanjenje i raspodjelu rizika
- Kontrolne, naknadne aktivnosti uključuju primjenu informacijske tehnologije
- informacije i komunikacije pružaju relevantne informacije korisnicima kako bi radili svoj posao - nadzor odnosno kontrola u cijelom poduzeću koja se aktivno prati i vrše se, prema potrebi, određene prilagodbe. Nadzor se odvija kontinuiranim nadzorom aktivnosti te izradama procjene.

“Bez obzira radi li se o profitnoj ili neprofitnoj organizaciji, sustavu ili nekoj još većoj cjelini, cilj modela integriranog upravljanja rizicima jest identificirati i kvantificirati one rizike koji mogu ugroziti postavljene ciljeve (kratkoročne i dugoročne) te implementirati mjere (instrumente) učinkovitog upravljanja faktorima rizika kako bi se povećala vjerojatnost ostvarivanja planiranih ciljeva.”⁵³ Iz navedenog se može zaključiti kako je integrirano upravljanje rizicima imperativ strategije poslovanja te poslovnog odlučivanja.

COSO 2017. godine predstavlja novu dopunu inicijalnih načela integriranog upravljanja rizicima. Naglasak je na važnosti proučavanja rizika u etapi oblikovanja strategije i postizanju priželjkivanih ciljeva. Drugim riječima, upravljanje rizicima treba biti usmjereno prema procesu odlučivanja te biti strateški fokusirano.⁵⁴ COSO (2017) tvrdi da prilikom kreiranja misije i vizije poduzeća, sveobuhvatna analiza rizika omogućuje kreiranje koncepta poduzeća koja je kompatibilna s resursima poduzeća. Također se pojašnjavaju najčešće zablude vezane uz integrirano upravljanje rizicima. Tako se ističe da ERM (*eng. Enterprise Risk Management*) nije funkcija niti odjel, već spoj kulture, sposobnosti i prakse koji organizacije integriraju sa svojom strategijom, s ciljem upravljanja rizicima u procesu stvaranja i očuvanja vrijednosti.⁵⁵ ERM proces je puno više od

⁵³ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva; Ekonomski fakultet Zagreb, str.6

⁵⁴ Gleißner W., Hunziker, S. (2019) *Mit ERM die Entscheidungsqualität erhöhen*, Redaktion EXPERT FOKUS Zurich, str. 745- dostupno na <http://www.werner-gleissner.de/site/publikationen/WernerGleissner-offiziell-Nr-1699-Mit-ERM-die-Entscheidungsqualitaet-erhoehen.pdf>

⁵⁵ COSO (2017) *Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission str 6.

izrade liste rizika, budući da zahtijeva aktivno upravljanje rizicima.⁵⁶ *"Integrirano upravljanje rizicima je integrirano sa strategijom i izvedbom te objašnjava važnost uloge upravljanja rizikom poduzeća prilikom strateškog upravljanja. Naglašava i obvezu ugrađivanja procesa tijekom cjelovrijemnog poslovanja jer rizik utječe i usklađuje strategiju, ali i uspješnost svih odjela unutar poduzeća."*⁵⁷ Hunziker i Gleißner (2019) zaključuju kako suvremeni ERM proces kreira uvjete za donošenje poslovnih odluka koji međusobno sučeljavaju očekivane prinose s aktualnim rizicima. Upravo se na taj način kreira ERM proces utemeljen na vrijednostima.⁵⁸ Dodaju da, kako bi ERM proces bio relevantan za donošenje odluka i na taj način stvarao vrijednost trebaju biti ispunjeni određeni zahtjevi, koji predstavljaju važan korak pri prijelazu tradicionalnog ka suvremenom ERM procesu odlučivanja.⁵⁹ Prema Hunziker i Gleißner (2019) nužni koraci koje poduzeće treba poduzeti su:

- Prevladavanje pristupa obrambenog, regulatornog upravljanja rizicima
- Kombinirati analizu rizika i proces donošenja odluka
- Upravljanje korporativnim ciljevima, a ne rizicima
- Planiranje s rizicima i mogućnostima⁶⁰

Iako su u praksi još uvijek većinom prisutni tradicionalni oblici upravljanja rizikom, noviji standardi poput COSO (2017) predstavljaju strateške alate koji trebaju biti integrirani u strategiju planiranja te biti dio procesa odlučivanja unutar poduzeća. Međutim, prijelaz s tradicionalnog ka modernom ERM sustavu nije jednostavan. Uz proceduralne, strukturne i kulturne promjene koje moderan ERM donosi, proces zahtijeva ustrajnost i odlučnost vrhovnog menadžmenta.⁶¹ Budućnost je i danas neizvjesna, ali potrebno je da se poduzeća promjene i prilagodbe budućnosti kako bi se dosljedno pružale koristi integriranog upravljanja rizicima. S pravim fokusom, benefiti

⁵⁶ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva; Ekonomski fakultet Zagreb str.7

⁵⁷ COSO (2017) Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission str 6.

⁵⁸ Gleißner W., Hunziker, S (2019) Mit ERM die Entscheidungsqualität erhöhen, Redaktion EXPERT FOKUS Zurich, str. 745

⁵⁹ Ibid. Str 746

⁶⁰ Ibid.str. 746

⁶¹ Ibid. Str. 749

proizašli iz upravljanja rizikom poduzeća daleko će nadmašiti ulaganja i pružiti organizacijama povjerenje u njihovu sposobnost snalaženja u budućnosti.⁶²

2.3.1. Značajnost upotrebe integriranog upravljanja rizicima za uspješnost poduzeća

Značajnost i doprinos integriranog upravljanja rizicima su od velike važnosti. Ranije opisani “silos” pristup pokazao se neadekvatnim za ostvarivanje primarnih ciljeva poduzeća. Stoga su u prvom redu poduzeća, ali i državni regulatori, s ciljem ostvarivanja strateških vizija, akceptirali integrirano upravljanje rizicima. “U kontekstu implementiranja integriranog upravljanja rizicima treba napomenuti da su brojne studije pokazale da je upravljanje rizicima dugoročno isplativo jer povećava i stabilizira očekivane poslovne rezultate i novčane tokove smanjujući financijske troškove i poteškoće”⁶³. Također brojne prednosti integriranog upravljanja rizicima su:

- efektivnije donošenje odluka
- veća vjerojatnost ostvarenja poslovnog i financijskog plana
- prepoznavanje prilika i prijetnji
- razvoj i stvaranje pozitivne poslovne i organizacijske kulture i klime
- povećanje vrijednosti poduzeća
- bolji kreditni rejting
- kreiranje i zadržavanje konkurentske prednosti na tržištu⁶⁴

Proaktivno integrirano upravljanje rizicima stvara veću sigurnost u očima stakeholdera i investitora jer omogućuje primarno sigurnost opstanka društva, a u budućnosti sigurnost budućeg uspjeha. Dodatno, prema Jamesu Lamu, ERM (*engl. Enterprise Risk Management*) omogućuje veću efektivnost poduzeća, bolje izvještavanje o rizicima i poboljšanje performansi poduzeća. Mnogi stručnjaci za rizike koriste ERM proces kao alat za upravljanje dodanom vrijednošću i odlukama. Različite empirijske studije potvrđuju da poduzeća s implementiranim

⁶² COSO (2017) Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission str 8.

⁶³ Miloš Sprčić, D. (2014.) A New era of risk management - an integrated approach to corporate risks, Risk management : strategies for economic development and challenges in the financial system, New York : Nova Science Publishers, str.4

⁶⁴ Ibid. str 4.

ERM sustavima imaju značajno veću vrijednost od onih bez implementiranog ERM sustava.⁶⁵ To potvrđuje istraživanje Sprčić et.al (2016.) koje je pokazalo pozitivnu korelaciju implementacije Integriranog upravljanja rizicima sa većom tržišnom vrijednošću poduzeća i zadovoljstvom dioničara.⁶⁶ Strategija ERM procesa je zadatak vrhovnog menadžmenta i oni iniciraju implementaciju ERM procesa u kulturu poslovanja. "Operativno, u poduzeću postoji Menadžer rizika (engl. Chief Risk officer) koji ima odgovornost utvrđivanja procesa koji uključuje identifikaciju, mjerenje i upravljanje korporativnim rizikom"⁶⁷. Menadžer rizika zajedno sa drugim odjelima čini stvara potrebnu koheziju i koordinaciju te time utječe na organizacijsku efektivnost. Nadalje, nužno je da uprava i menadžment budu pravovremeno upoznati s mogućim rizicima. Tako je potrebno u izvještajima navesti ključne i bitne podatke o mogućim gubicima, očekivanjima, pokazateljima mogućih rizika kako bi svi podaci bili transparentni u organizaciji. ERM također podržava menadžment u donošenju ključnih odluka o alokaciji kapitala, razvoju novih proizvoda, određivanju cijena te odlukama o spajanjima i preuzimanjima.⁶⁸

Na temelju provedenog istraživanja o praksi upravljanja financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima, čak 93% analiziranih poduzeća upravlja jednim financijskim rizikom, no samo 46,5% upravlja svim rizicima.⁶⁹ Navedeno ukazuje na još uvijek nepotpunu implementiranost upravljanja rizicima u poslovnu strategiju poduzeća.

Poučeni financijskom krizom 2008. godine, menadžeri se trebaju dodatno fokusirati na upravljanje rizicima. Prema OECD studiji provedenoj 2009. godine, u mnogobrojnim slučajevima, informacije o mogućim prijetnjama rizika nisu bile predstavljene vrhovnom menadžmentu a, i nisu bile

⁶⁵ Hoyt, R. E., Liebenberg, A. P., *The value of enterprise risk management*, in: The Journal of Risk and Insurance 2011/4, S. 795–822 i Eckles, D. L., Hoyt, R. E., Miller, S. M., *The impact of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: Evidence from the insurance industry*, in: Journal of Banking & Finance, 2014 Vol. 43, S. 247–261

⁶⁶ Miloš Sprčić D., Žagar M., Šević Ž., Marc, M. (2016) *Does enterprise risk management influence market value—A long-term perspective*, Risk Management, Vol. 18, 2-3, str 15

⁶⁷ Miloš Sprčić, D. (2014.) *A New era of risk management - an integrated approach to corporate risks*, Risk management, New York : Nova Science Publishers, str.4

⁶⁸ Lam, J. (2017) *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*. Hoboken, New Jersey: Wiley, str.54,56

⁶⁹ Sučić J. H., Miloš Sprčić D., Zoričić D. (2011.) *Upravljanje financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Volume 9(1), str. 76

uključene u strategiju strateškog upravljanja rizicima.⁷⁰ Upravo to znači da menadžeri trebaju konstantno analizirati i revidirati rizike iz okoline kako bi mogli pravovremeno reagirati.

Nedostaci upravljanja rizicima očituju se kroz “ *dodatne organizacijske mjere poput uvođenja dodatnih instanci koji mogu pridonijeti razvoju sustava, no također pretjerana birokratizacija sustava upravljanja rizicima u smislu brojnih štabnih mjesta i putova izvještavanja može postati dodatni rizik poslovnog uspjeha.*”⁷¹ Prilikom mapiranja rizika glavnu ulogu ima pretežito subjektivna procjena stručnjaka. Upravo zato manjak modela upravljanja čini ljuški faktor, koji zbog neobjektivnosti stručnjaka može dovesti do pogrešne procjene i identifikacije rizika. Također, “*razni ERM okviri implicitno sugeriraju postojanje hijerarhijske organizacijske strukture s direktnim linijskim izvještavanjem vrhovnog menadžmenta, što može voditi centralizaciji moći i visokom stupnju centralizacije u koordinaciji aktivnosti čime se može utjecati na neangažiranje važnih aktera i stručnjaka*”⁷². Opisano smanjuje agilnost poduzeća kao i mogućnost pravovremenog reagiranja uslijed sporog procesa donošenja odluka.

Prednosti i nedostaci sustava upravljanja rizicima nisu jednaki za sve tvrtke. Razlike su u veličini poduzeća, industriji, stupanju globalizacije i geografskom položaju. Iz tog je razloga korisno da svako poduzeće izradi analizu troškova i koristi kojima razmatra različite čimbenike koji utječu na poslovanje poduzeća.⁷³

⁷⁰ Miloš Sprčić D., Kožul A., Pecina E. (2017.) *A Key Driver behind Enterprise Risk Management Maturity*; Zagreb International Review of Business And Economics, Vol. 20 No. SCI, 2017.str. 37

⁷¹ Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*, Školska knjiga, Zagreb, str 87

⁷² Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb

⁷³ Fachbereich Wirtschaft der Fachhochschule Kiel (2005) *Viel Leitfaden zur Einführung eines RisikoManagement Systems in Einkauf und Logistik UM NICHTS?! .Kiel: SCOM*

3. PROCES INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA

3.1. Identifikacija rizika

Identifikacija rizika podrazumijeva utvrđivanje relevantnih faktora koji mogu utjecati na sposobnost poduzeća da ostvari svoje strateške planove i ciljeve.⁷⁴ Stoga je od iznimne važnosti dobro poznavati suštinu poslovanja i karakteristike poduzeća, kao i okruženje i industriju u kojoj je aktivno, kako bi identifikacija rizika bila što kvalitetnija i cjelovitija. Proces identifikacije rizika teži otkriti potencijalne i aktualne izvore rizika te procijeniti njihov utjecaj i posljedice na poslovanje poduzeća. Prema Miloš (2019.) cilj identifikacije rizika je napraviti popis ili registar rizika na temelju događaja koji može imati signifikantne posljedice i određenu vjerojatnost pojave.⁷⁵ Popis čine informacije o svim detektiranim rizicima s njihovim vjerojatnostima nastanka te mogućim efektima na određene poslovne procese unutar poduzeća kao i označenim voditeljima koji su zaduženi za provođenje i kontrolu predloženih mjera. Green i Phillip et al. (2016.) dodaju da registar treba sadržavati već postojeće rizike kojima poduzeće upravlja i one rizike na koje ne može utjecati.⁷⁶

Shodno navedenom, od velike je važnosti da analitičari u poduzeću identificiraju sve potencijalne i aktualne rizike ključne za poslovanje, i one s kojima je moguće i s kojima nije moguće upravljati. Sukladno modernim tržištima i njihovom rapidnom dinamikom, poduzeća bi trebala implementirati standardizirani proces detektiranja rizika.⁷⁷ U istraživačkoj studiji upravljanja rizikom poduzeća, Lindquist zaključuje kako postojanje centraliziranog tehnološkog procesa pridonosi poboljšanju osviještenosti rizikom koji posljedično pridonose procesu integriranog upravljanja rizicima.⁷⁸

⁷⁴ Miloš Sprčić D., et al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet, str. 20

⁷⁵ Ibid. Str 23

⁷⁶ Green, Philip, E. J. et al. (2016) Enterprise risk management: a common framework for the entire organization. Amsterdam: Elsevier Butterworth-Heinemann, str.5

⁷⁷ Miloš Sprčić D., et al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet, str. 23

⁷⁸ Lundqvist, S.A. (2014) 'An exploratory study of enterprise risk management. Pillars of ERM', Journal of Accounting, Auditing and Finance, 29, 393-429

3.2. Kvantifikacija i mapiranje rizika

Proces integriranog upravljanja rizicima može se raščlaniti u osam međuzavisnih etapa:

- 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 procesa⁷⁹

U nastavku rada pobliže ćemo objasniti svaku od osam navedenih etapa procesa te navesti načine za uspješnu realizaciju etapa.

3.1.1. Definiranje ciljeva organizacije

Svako poduzeće treba imati jasno postavljene operativne i strateške ciljeve. Poduzeće bi trebalo imati jedan glavni, strateški cilj koji se postiže putem nekoliko podciljeva⁸⁰. Prije uvođenja sustava upravljanja rizicima poduzeće treba provjeriti je li uvođenje sustava doprinosi ostvarivanju ciljeva. *“Poduzeće treba utvrditi kriterije za odlučivanje, zatim rizike ponderirati prema prioritetu i odlučiti koju su značajni, a koji zanemarivi prilikom ostvarivanja ciljeva.”*⁸¹ Transparentno i dobro postavljeni ciljevi i strategija, temelj su kvalitetnog integriranog modela upravljanja rizicima.

3.1.2. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća

Analiza okoline poduzeća, industrije u kojoj je poduzeće aktivno kao i poslovanja i konkurentske strategije značajno utječe, ali i određuje kvalitetu provedene analize iz koje proizlazi određenje

⁷⁹ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb str. 13

⁸⁰ Fachbereich Wirtschaft der Fachhochschule Kiel (2005) *Viel Leitfaden zur Einführung eines RisikoManagement Systems in Einkauf und Logistik UM NICHTS?! .Kiel: SCOM*

⁸¹ Ibid.

rizika. Kvalitetna analiza poslovanja poduzeća stvara kvalitativnu osnovu bitnih informacija kako bi kvantifikacije i analize imale realno uporište. Analiza poslovanja također omogućava identifikaciju osnovnih stvaratelja vrijednosti u poduzeću, a onda i utjecaja koji identificirani rizici imaju na vrijednost poduzeća⁸². Stručna literatura razlikuje dvije perspektive analize poslovanja poduzeća: perspektive okruženja u kojem poduzeće posluje poznatija pod nazivom *“odozgo prema dolje”* (engl. *top-down*) i obilježja poslovanja samog poduzeća, *“odozdo prema dolje”* (engl. *bottom up*). *Top-down* pristup kreće od analize makroekonomskog okruženja, odnosno analizira industrije u kojima je poduzeće aktivno, procjenjuje poziciju poduzeća u industriji te prikupljene informacije čine dio poslovne i financijske analize poduzeća. Prema John Stowe, *“top-down”* pristup je objektivniji jer omogućuje, preko razine makroekonomske aktivnosti, projekciju ukupne vrijednosti prodaje za industriju kao i tržišni udio poduzeća unutar industrije kako bi se izračunale projekcije prihoda od prodaje analiziranog poduzeća.⁸³

S druge strane, *bottom-up* pristupom prvenstveno se analizira interno okruženje poduzeća, poslovni planovi i strategije koje se naknadno postavljaju u makroekonomski kontekst. *“Odozdo prema dolje”* pristup uključuje konsolidiranje financijskih prognoza u cjelokupne prognoze industrije, a na kraju i u makroekonomske. *“Obzirom da su poslovni planovi poduzeća, a onda i rizici kojima je poslovanje izloženo, u velikoj mjeri određeni upravo makroekonomskom situacijom, kao i stanjem industrije te da poduzeće ne može u većoj mjeri utjecati na ove čimbenike, top-down pristup nameće se kao logičniji izbor ako se želi objektivizirati analiza i identifikacija rizika.”*⁸⁴

Poduzeća su danas u stalnoj interakciji s okolinom. Utjecaj je obostran, okolina utječe na poduzeće, ali i poduzeće na okolinu. Kada okolina prevlada utjecaj na poduzeće, tada ono zalazi u poteškoće. Pokušaj cjelovite vizualizacije pozicije poduzeća provodi se pomoću SWOT (engl. *Strengths, Weakness, Opportunities, Threats*) analize. Stoga menadžment poduzeća treba kontinuirano promatrati okolinu kako bi detektirao aktualne i buduće prilike i prijetnje koje su rezultat eksterne okoline te slabosti i snage internog okruženja koji utječu na ostvarivanje ciljeva

⁸² Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb str. 16

⁸³ Stowe, D. John, et al. (2002) *Analysis of Equity Investments – Valuation*, United Book Press, Baltimore, str. 9

⁸⁴ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb str. 16

organizacije. "SWOT analiza se provodi kada treba definirati ili implementirati novu strategiju poduzeća odnosno uskladiti razvoj poduzeća s razvojem okoline."⁸⁵ Analiza makro-okruženja provodi se putem PESTLE analize (akronim od *Political, Economic, Social, Technological, Legal, Environmental*). Provođenjem PESTLE analize omogućava se sveobuhvatna analiza političkih, ekonomskih, socijalnih, tehnoloških, zakonodavnih i ekoloških čimbenika koji imaju relevantan utjecaj na industriju u cjelini te na poduzeće. Značajni čimbenici su i demografski trendovi, odnosno konstantna depopulacija stanovništva, kulturološka i gospodarska klima te posebni događaji kao rat ili teroristički napadi. Sve navedeno može imati izniman utjecaj na poduzeće koje djeluje u području s nekim navedenim eksternim čimbenikom.

Kako bi se ocijenio konkurentski položaj i uspješnost poslovanja poduzeća potrebno je analizirati industriju u kojoj je poduzeće aktivno. Analiza industrije predstavlja temelj poslovne analize. Industrijska struktura i okruženje u kojoj se poduzeće nalazi kreiraju konkurentsku igru, poslovne procese, marketinška i tehnološka rješenja te utječe na izbor održive strategije. Koncept industrijske analize razvio je Michael Porter koji je pomoću pet sila kreirao model koji prikazuje snagu i intenzitet konkurentске borbe unutar industrije. To su: rivalitet među etabliranim konkurentima, opasnost od ulaska novih konkurenata, supstituti, pregovaračka moć kupaca i dobavljači odnosno njihova pregovaračka moć. Snaga svake od ovih sila determinirana je brojnim čimbenicima, a njihov međudodnos određuje profitno-rizični potencijal industrije. Profitabilnost neke industrije veća je što je stabilnija njezina konkurentska struktura, manja opasnost od ulaska novih konkurenata te povoljniji položaj industrije prema kupcima, dobavljačima i industrijama koji proizvode zamjenske proizvode.⁸⁶

Financijskom analizom i analizom poslovanja može se dobiti uvid u analizu poduzeća. Vrlo je važno da je strateški cilj poduzeća usklađen s konkurentskim prednostima poduzeća te vidjeti postoji li mogućnost boljeg pozicioniranja na tržištu. Prema Tipuriću dva su izvora konkurentске prednosti: diferencijacija i troškovno vodstvo.⁸⁷ Diferencijacija se temelji na većoj vrijednosti za kupce uz prosječne industrijske troškove, a troškovno vodstvo podrazumijeva niže troškove od

⁸⁵ Osmanagić Bedenik N. (2004.) *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*, Školska knjiga, Zagreb str 132.

⁸⁶ Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 88

⁸⁷ Tipurić, D., *Konkurentska prednost poduzeća - izbor između niskih troškova i diferencijacije*

konkurenata koji isporučuju kupcima jednaku vrijednost. Opisani izvori generiraju tri generičke strategije u industriji: strategiju diferencijacije, strategiju troškovnog vodstva i strategiju fokusa.

Ekonomijom obujma, novijom tehnologijom te niskim troškovima poduzeće uživa svoju konkurentsku prednost u strategiji troškovnog vodstva. Strategija diferencijacije ostvaruje se po jedinstvenim karakteristikama koje kupci prepoznaju. Jedinstvenost čini ambalaža, sastojci, podrijetlo, sastav, marketing ili usluga. Kod strategije fokusa razlikujemo fokusirano troškovno vodstvo i fokusiranu diferencijaciju. Poduzeća sa strategijom fokusa su usmjerena na mala i segmentirana tržišta. Poduzeće traži specifičnu nišu bez konkurencije, te se trudi udovoljiti preferencijama kupaca.

3.1.3. Identifikacija rizika

Svako poduzeće identificira temeljne rizike relevantne za svako poduzeće te ga prilagođava okolnostima specifičnim za svoje poslovanje. Zato poduzeća provode analizu internog i eksternog okruženja, definira svoje snage, slabosti, prijetnje i prilike te interakciju poduzeća s okolinom kako bi što objektivnije procijenili rizike. Identifikacija rizika najčešće je rezultat subjektivne procjene stručnjaka, što može dovesti do pogrešne procjene ili pogrešene odluke za upravljanje rizicima. Stoga je vrlo važno da poduzeća temeljito upoznaju poslovanje poduzeća kako bi što kvalitetnije i objektivnije mogli razumjeti poslovne procese te moguće rizike.

3.1.4. Procjena rizika i utjecaja na ciljeve

Kvantitativno definiranje utjecaja rizika na vrijednost i poslovanje poduzeća predstavlja objektivnu procjenu rizika. Za kvantitativnu procjenu rizika najčešće se koriste metode poput analize osjetljivosti, analize scenarija te različite simulacijske tehnike. Nabrojane metode imaju značajan doprinos prilikom shvaćanje pojedinih rizika. Navedenim se metodama *“određuje doprinos svakog pojedinačnog rizika ukupnom profilu rizika te se, na temelju toga doprinosa , rizici rangiraju prema prioritetima.”*⁸⁸ Prilikom mjerenja izloženosti rizicima najčešće se koriste već ranije opisana rizična vrijednost VaR i rizični novčani tok (CFaR). Također, opisana analiza pruža mogućnost izrade objektivnije mape rizika koja uz kvalitativne elemente sadrži i

⁸⁸ Miloš Sprčić, D. (2010) Upravljanje poslovnim rizicima kao poluga upravljanja utemeljenog na vrijednosti. U: Osmanagić Bedenik, N., ur., Kontroling između profita i održivog razvoja. Zagreb: M.E.P., str. 232

kvantitativno iskazan utjecaj identificiranih rizika. Tako se subjektivno kreirana mapa rizika usklađuje s rezultatima kvantitativne analize te predstavlja reprezentativnu osnovu za formiranje integriranog upravljanja rizicima na razini poduzeća.⁸⁹

3.1.5. Rangiranje/mapiranje rizika

Prilikom implementiranja integriranog upravljanja rizicima, poglavito kod identifikacije i kvantifikacije, koristi se proces mapiranja rizika. Mapiranje rizika objedinjuje detekciju svih rizika koji se mogu javiti u poduzeću te daje jasan odgovor menadžerima kojim rizicima upravljati i postići optimalno upravljanje istima. Izrada mape rizika rezultat je subjektivne procjene kvalificiranih osoba koje iscrpno analiziraju poslovanje poduzeća kako bi objedinili sve rizike. Ključan korak pri izradi mape je identifikacija rizika.

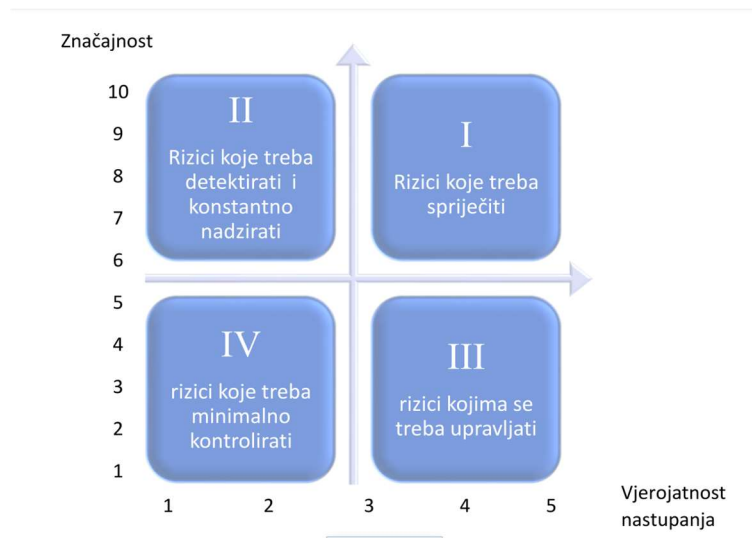
Tri su glavne prednosti izrade mape rizika. Prvo, vizualni prikaz omogućuje jasan i temeljit pregled rizika. Zatim rangiranje rizika s obzirom na vjerojatnost nastupanja i značajnost za poduzeće pojednostavljuje izbor upravljanja pojedinačnim rizikom. Posljednje, mapa rizika dostupna je svima djelatnicima poduzeća koji mogu zajedno sa upravom sudjelovati u upravljanju rizicima, ali i, sukladno glavnoj mapi rizika, samostalno za svoj odjel kreirati mapu potencijalnih rizika

Mapiranje rizika pruža pregled identificiranih, vrednovanih i rangiranih poslovnih rizika koji imaju relevantan učinak na poslovanje poduzeća. Rizici se kategoriziraju prema značajnosti i vjerojatnosti nastupanja odnosno s obzirom na intenzitet utjecaja na poslovanje poduzeća te se prikazuju na mapi. Kompleksan postupak evaluacije rizika olakšava vizualna mapa s rangiranim rizicima. Prilikom izrade mape ključna je povjerljivost, definiranost rizika, vremenski okvir, smjer i korelacija rizika.⁹⁰ Nakon što su rizici poredani po značajnosti i vjerojatnosti nastupanja, prezentiraju se u koordinatnom sustavu četiri kvadranta. Značajnost je prikazana okomito na y-osi, a vjerojatnost na horizontalnoj, x-osi.

⁸⁹ Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Sinergija nakladništvo, Zagreb str.109

⁹⁰ Institute of management accountants (2007) *Tools and techniques for effective implementation, statements on management accounting*, Paragon Drive, Institute of management accountants

Slika 3 Mapa rizika



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

Prema slici 3 zaključujemo da se u prvom kvadrantu nalaze rizici visokog prioriteta što znači da imaju vrlo visoku značajnost i vjerojatnost nastupanja. Oni predstavljaju ozbiljnu prijetnju poslovanju poduzeća i stoga je nužno upravljati njima kako bi poduzeće moglo ostvariti svoje ciljeve. Drugi kvadrant prikazuje rizike sekundarne važnosti koji imaju visoku značajnost, ali malu vjerojatnost nastupanja. Takve rizike treba kontinuirano pratiti i pravovremeno reagirati kako ne bi postali rizici visokog prioriteta.⁹¹ U trećem kvadrantu se nalaze rizici s velikom vjerojatnosti nastupanja, ali nisu imperativ zbog manje značajnosti. U posljednjem, četvrtom kvadrantu nalaze se rizici, koji zbog male značajnosti i vjerojatnosti ishoda, zahtijevaju minimalnu kontrolu.⁹² Prema njihovom položaju unutar koordinatnog sustava, poduzeće donosi odluku kojim rizicima treba pridodati najviše pažnje, a kojima najmanje u procesu integriranog upravljanja rizicima.

3.1.6. Odluke/mjere o upravljanju rizicima

Nakon mapiranja rizika kojemu je poslovanje poduzeća izloženo te određivanje veličine utjecaja pojedinih rizika, CFO (*Chief Risk Officer*) zajedno s upravom treba odlučiti kojim će rizicima

⁹¹ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb str. 30

⁹² Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Sinergija nakladništvo, Zagreb str 106

upravljati, a kako će postupati s onim rizicima koje ne želi snositi. Pri donošenju odluka temelj su odlučivanja relevantni podaci iz prijašnjih analiza. Pravilnim i ispravnim odabirom mjera upravljanja smanjuje se negativan utjecaj na poslovne ciljeve poduzeća. Postoje četiri osnovne strategije postupanja s rizicima koje se mogu međusobno kombinirati:

- izbjegavanje rizika
- prirodni hedging
- transfer rizika
- pasivno snošenje rizika⁹³

Izbjegavanje rizika potpuno eliminira rizik odnosno poduzeće mijenja svoj odnos prema riziku izmijenjujući strukturu poduzeća, proces djelovanja ili mijenjajući poslovanje. U praksi nailazi na kritike zbog propuštanja prilika koje je mogla ostvariti prihvaćanjem rizika. *„Izbjegavanje rizika je ograničeno zato što je uzrok rizika izvan sfere djelovanja tvrtke pa analiza i utjecaj na njega rezultiraju velikim trošenjem vremena i novca”*.⁹⁴ Hedging je koristan ukoliko može omogućiti poduzeću da izbjegne nepotrebne fluktuacije u investicijskoj potrošnji ili sredstvima dioničara.⁹⁵

Poduzeće se najčešće prirodnim hedgingom štiti od valutnog rizika usklađujući potraživanja i obveze u istoj valuti. Podvrsta prirodnog hedžinga je operativni hedging. Primjerice poduzeće koje većinu svojih prihoda generira na teritoriju Bangladeša, alocirat će dio proizvodnje u Bangladeš kako bi se prirodno zaštitio od valutnog rizika, ali i minimiziralo operativne troškove.

Transfer rizika predstavlja prevaljivanje rizika na treću stranu. Transfer rizika se vrši obično kupnjom police osiguranja ili kupnjom financijskih izvedenica čime se smanjuje volatilnost novčanih tokova. *„Ukoliko je očekivana vrijednost novčanih priljeva od ograđivanja veća od nastalih troškova, menadžer rizika trebao bi koristiti ovu tehniku upravljanja rizicima.”*⁹⁶

⁹³ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb str. 33

⁹⁴ Fachbereich Wirtschaft der Fachhochschule Kiel (2005) Viel Leitfaden zur Einführung eines RisikoManagement Systems in Einkauf und Logistik UM NICHTS?! .Kiel: SCOM

⁹⁵ Froot, K.A., Scharfstein, D.S., Stein, J.C. (1993.) *Risk management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*. Journal of Finance, 4,5, str. 1646

⁹⁶ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb str. 35

Pasivnim snošenjem rizika najčešće se upravlja rizicima četvrtog kvadranta, rizicima male vjerojatnosti nastupa i značajnosti za poduzeće. Prilikom ove strategije treba pripaziti da poduzeće zbog propusta u identifikaciji i evaluaciji rizika ne upravlja određenim rizikom te tako zapostavljeni rizik ne postane pravi rizik.

3.1.7. Kontinuirano praćenje i revidiranje procesa

Kontinuirano praćenje i revidiranje procesa zadnja je stavka u procesu integriranog upravljanja rizicima. Njome ne završava proces već je on kontinuiran i zahtjeva stalan nadzor i praćenje svih aktivnosti kao i aktivno praćenje okoline kako bi se proaktivno reagiralo u slučaju identifikacije novog rizika. Mapiranje rizika te odluke o upravljanju, koje su donesene temeljem provedenog ERM procesa, dovoljni su za kratkoročno upravljanje rizicima. Za uspješno dugoročno upravljanje rizicima potrebno je pratiti promjene u okruženju poduzeća te često izmjenjivati mapu rizika i prilagođavati strategije upravljanja rizicima u skladu s identificiranim promjenama i novim rizicima. Obzirom na visoku dinamičnost okruženja iz koje proizlaze promjene ekonomskih, političkih i drugih čimbenika, reevaluacija rizika je nužna barem jednom godišnje jer je na taj način moguće uočiti nove rizike te repozicionirati postojeće.⁹⁷ Kontinuirani nadzor omogućuje konstantno učenje o procesu upravljanja te ga time unapređuje.

3.3. Strategije upravljanja rizicima

U nastavku rada će se detaljnije elaborirati upravljanje rizicima, proces integriranog upravljanja rizicima (ERM-a) te strategije i alati upravljanja rizicima.

3.3.1. Metode upravljanja rizicima

Krajem prošlog stoljeća pojam upravljanje rizikom je postao vrlo aktualan. Uslijed globalizacije, povećane konkurencije te intenzivnije poduzetničke aktivnosti javila se potreba za razvojem tog područja. Naftni šokovi prošlog stoljeća, nedavne financijske krize pa i sadašnji utjecaj epidemije Corona virusa značajno utječe prvenstveno na financijsku sliku poduzeća, a odražava se i na cjelokupno poslovanje. Kako bi preventirali nove krize, države su počele uvoditi i nove regulacijske mjere s oblatornim sustavom upravljanja rizicima. Treba napomenuti da smo danas

⁹⁷ Miloš Sprčić D., Jakirlić L. (2017.) *Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 15 No. 2, str. 138

dio informacijske globalizacije, te je protok informacija sve složeniji, brži i ima tendenciju stalnog rasta. Važno je zato analizirati sve informacije te odvojiti važne od onih nebitnih jer *“postoji prijetnja pretvaranja informacijskog toka u informacijsku plimu.”*⁹⁸ Tehnološkim napretkom veći broj investitora može predvidjeti tržišna kretanja te provesti mnogobrojne kompleksne analize koje im omogućuju ulazak na nova tržišta. Omogućeno je brže trgovanje u realnom vremenu te je upravo to dovelo do razvoja mnogobrojnih oblika financijskih instrumenata koje poduzeće koristi u upravljanju financijskim rizicima. Dakle, vrlo je važno da poduzeća pravovremeno kvantificiraju rizik, anticipativno djeluju te na taj način smanje moguće negativne utjecaje na vrijednost i poslovanje poduzeća. Upravljanje rizicima unutar poduzeća nije strogo pravocrtan proces u kojem jedna komponenta utječe na drugu. *“To je kompleksan, iterativni postupak u kojem svaka komponenta može i hoće utjecati na drugu.”*⁹⁹

Strateški rizici su prioritet menadžmenta poduzeća. Ti rizici su usko vezani uz djelatnost i poslovanje samog poduzeća stoga menadžment aktivno prati procese poslovanja poduzeća kako bi anticipativno djelovalo na moguće rizike. Za specifične događaje i okolnosti unutar poduzeća, menadžment izrađuje kontingencijske planove, odnosno planove koji određuju postupke kao odgovor na vanjske poremećaje koje ne mogu kontrolirati. Rizikom poput gubitka ključnih kupca, R&D rizikom i rizikom tržišnih trendova treba upravljati kontinuiranim ispitivanjem zadovoljstva kupaca, istraživanjem tržišta, ali i zadržavanjem njihove lojalnosti atraktivnim ponudama. Bitan aspekt prilikom upravljanja tehnološkim rizikom je bolje pozicioniranje u tehnološkim novitetima ili praćenje dostignuća konkurenata. Zakonski rizik se može znatno reducirati prezentacijom kompetentnih financijskih izvještaja, poštivanjem prava radnika i autorskih prava te zahtjeva za povjerljivošću. Reputacijski rizik i rizik brenda usko korelira s ostalim rizicima, i upravljajući ostalim rizicima pravilno, reputacija poduzeća će u percepciji potrošača uvijek biti pozitivna. Intelektualni rizik danas igra vrlo važnu ulogu unutar poduzeća i predstavlja značajan trošak za poduzeće. U svrhu prevencije potrebno je konstantno ispitivati zadovoljstvo radnika i omogućavanje ugodne radne klime na poslu. Politički rizik se javlja u međunarodnom poslovanju pa su poduzeća dužna voditi brigu o pravnim zakonima zemlje domaćina. Poduzeće bi trebalo

⁹⁸ Osmanagić Bedenik N. (2007.) Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Školska knjiga, Zagreb str.100

⁹⁹ Ibid. Str 100

prije sklapanja poslova, detektirati postojeće ili eventualne rizike te odrediti kojima će upravljati, a koje će podijeliti s ostalim poduzećima ulazeći u nove investicije.

Financijski rizici mogu imati značajan utjecaj na financijsku sliku poduzeća. Tako se valutnim rizikom najčešće upravlja pomoću dvije metode, unutarnje i vanjske. Interne se koriste u poduzećima, a financijski sustav stavlja na raspolaganje eksterne metode. Poduzeće se može prirodno osigurati od valutnog rizika iskazivanjem obaveza i potraživanja u istoj valuti, korekcijom prodajnih cijena uslijed promjene na međunarodnim tržištima te aktivnim nadzorom i upravljanjem sredstvima i obvezama. Pri upravljanju valutnim rizikom moguće je koristiti i financijske izvedenice poput valutnih opcija, ročnica i valutnih zamjena. Pomoću njih se zauzima suprotna pozicija od one izložene valutnom riziku te na taj način poduzeće vrši terminsku kupnju ili prodaju neke strane valute. Opcija nije obavezna, što znači da daje mogućnost provođenja ukoliko cijena vezane imovine krene u pravom smjeru. Korištenje ročnica (terminskih ugovora) ne zahtijeva novac u visini ugroženog iznosa valutnim rizikom već samo iznos inicijalne margine što predstavlja prednost, a djelomična zaštita te standardiziranost ročnica predstavlja negativnu stranu korištenja.

Instrumenti upravljanja kamatnim rizikom jesu već ranije spomenute ročnice, kamatne zamjene, kamatne opcije i terminski ugovori o kamatnoj stopi. Zamjena kamatnih stopa označava zamjenu fiksnih za provjernjivu kamatnu stopu i obrnuto te se koristi prilikom dugoročnih zajmova. Opisana zamjena pruža dvosmjernu zaštitu. Od porasta kamatnih stopa u slučaju promjenjive kamatne stope, te u slučaju pada fiksne kada se ona zamjenjuje varijabilnom kamatnom stopom. Negativni utjecaj kamatnih stopa se eliminira korištenjem ročnica čija imovina poput državnih obveznica ili trezorskih zapisa izravno reagira na kretanje kamatnih stopa. Analizom poslovnih partnera te njihovom diverzifikacijom može se značajno smanjiti kreditni rizik. U takvoj analizi se koriste matematički modeli kao što su Altmanov i Kralicekov model. Poželjno je da poduzeća koriste i instrumente osiguranja plaćanja poput mjenice, bankarske garancije i međunarodnog akreditiva.

Cjenovnim rizikom se upravlja pomoću terminskog trgovanja ročnicama i unaprijednicama (*engl. forwards*). Prema Orsagu " ročnice predstavljaju definitivan ugovorni aranžman prema kojem se jedna stranka obvezuje da će kupiti nešto na određeni dan i po određenoj cijeni, a druga se

*stranka obvezuje da će izvršiti prodaju istoga pod istim uvjetima.*¹⁰⁰ Unaprijednice se koriste pod istim uvjetima. Jedina je razlika što se putem ročnica se trguje standardiziranom robom, a unaprijednicama nestandardiziranom robom i ugovorima. Uz držanje veće količine likvidne imovine te diversifikaciju metoda financiranja, upravljajući gore opisanim rizicima, upravlja se općenito rizikom likvidnosti koji objedinjuje sve opisane rizike.

Za cijelu lepezu operativnih rizika teško je naći jedinstveno pravilo upravljanja. Uz instrumente osiguranja nekretnina uslijed elementarnih nepogoda, vrlo je važno educirati zaposlenike i kvalitetno upravljati njima kako bi se smanjile moguće negativne posljedice uzrokovane ljudskim faktorom. Makroekonomska analiza na razini države omogućuje poduzeću uvid u bonitet države. Bonitet, u ekonomskom smislu, određuje približno ukupnu kvalitetu nekog poduzeća, u ovom slučaju države pa se njime može spriječiti rizik države.

3.3.2. Instrumenti upravljanja rizicima.

*“Ključ dobrog upravljanja rizikom je odlučivanje koje rizike izbjegavati, koje treba prihvatiti, a koje iskoristiti kao šansu.”*¹⁰¹ Integrirano upravljanje rizicima je proces strateškog karaktera koji interaktivno upravlja svim identificiranim rizicima poduzeća. Menadžeri koji upravljaju rizicima u poduzeću prije određivanja strategija upravljanja trebaju imati odgovore na sljedeća pitanja:

- s kojim se rizicima suočava poslovanje poduzeća?
- kojima treba upravljati, a koje prenijeti na treću stranu?
- koji instrument ili kombinaciju instrumenata poduzeće treba primijeniti kako bi uspješno ovladala rizicima?

Za svakog menađera i poduzeće u cjelini odgovori na ovo pitanje su različiti. Ne postoji jedinstven i točan odgovor koji bi zadovoljio sve potrebe upravljanja rizikom u različitim poduzećima koji su aktivni u različitim industrijama. Međutim, svi menadžeri imaju isti cilj - povećanje bogatstva vlasnika i rast vrijednosti poduzeća. Za optimalno upravljanje rizicima važno je poznavati utjecaj pojedinog rizika na novčane tokove poduzeća, na njegovu vrijednost te korelaciju rizika kojemu je izloženo poslovanje poduzeća. Postoje tri osnovna instrumenta upravljanja rizicima koji se

¹⁰⁰ Orsag, S. (2015) Poslovne financije. Zagreb: Avantis i HUFA.

¹⁰¹ Damodaran, A. (2008.) Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management, Wharton School Publishing, Pearson Education, USA ch12, str 8.

mogu samostalno upotrebljavati, ali i kombinirati. Prva je strategija diverzifikacije poslovanja, zatim izvedeni vrijednosni papiri te supstituti upravljanja rizicima, odnosno financijske odluke. U nastavku rada ćemo pobliže objasniti svaki od instrumenata.

3.3.2.1. Strategija diverzifikacije poslovanja

Strategija diverzifikacije poslovanja daje mogućnost smanjenja rizika odnosno smanjenja varijabilnosti stope profitabilnosti poduzeća kroz smanjenje izloženosti poduzeća cikličkim kretanjima jedne industrije.¹⁰² Sredinom prošlog stoljeća velik broj poduzeća je koristilo ovaj način izbjegavanja rizika, međutim posljednjih nekoliko desetljeća poduzeća se ipak odlučuju za obavljanje jedne poslovne djelatnosti. Glavne prednosti diverzifikacije su veća operativna efikasnost i veći kreditni kapacitet koji je posljedica kombiniranja djelatnost čiji novčani tokovi nisu u uskoj korelaciji. Veći kreditni kapacitet omogućuje veći porezni zaklon pa samim time raste dobit, odnosno vrijednost poduzeća. S druge strane diverzifikacija ima i svoje negativne strane. S obzirom na više slobodnih novčanih sredstva, poduzeća su sklona neracionalno investirati u profitabilne projekte što utječe na smanjenje vrijednosti poduzeća. Prilikom diversifikacije prisutan je i problem agenata. Naime, zbog veće raspršenosti informacija u decentraliziranim poduzećima, ali i asimetričnosti informacija uprave i managementa rastu troškovi agenata. Postoji diverzifikacija u bliske djelatnosti i različite. Koristi se povećavaju kroz umjerenu diversifikaciju u srodne djelatnosti jer omogućuje zajedničko korištenje materijalne i nematerijalne imovine u znatnoj većem opsegu nego u različitoj industriji. Zaključno, postoji optimalna diverzifikacija poslovanja koja pruža mnogobrojne prednosti za poslovanje poduzeća pa je prisutna u brojnim poduzećima kao uspješan instrument upravljanja rizicima.

3.3.2.2. Izvedeni vrijednosni papiri

Drugi instrument upravljanja rizicima je upotreba izvedenih vrijednosnih papira. Pomoću njih je omogućen prijenos različitih vrsta korporacijskih rizika na druge sudionike na tržištu. Izvedeni vrijednosni papiri mogu se definirati kao bilateralni ugovor ili razmjena plaćanja čija je tržišna vrijednost određena odnosno izvedena iz vrijednosti specifične imovine, referente stope ili

¹⁰² Miloš Sprčić, D. (2013.) Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti, Sinergija nakladništvo, Zagreb str. 130

indexa.¹⁰³ Izvedenice se dijele na robne i financijske izvedenice. Financijske izvedenicu predstavljaju ugovore u kojemu je vezana imovina financijski index, referentna stopa ili financijski instrument. Robne izvedenice su konkretno vezane uz žito, plemenite kovine čelik ili električnu energiju. Financijske izvedenice upravljaju se valutnim i kamatnim rizikom te rizikom cijena vrijednosnih papira. Zbog ugrađenog mehanizma financijske poluge, koje omogućuje čak dvostruke dobitke, ali i gubitke, izvedenice predstavljaju visoko-rizične instrumente. Ipak, brojna poduzeća koriste izvedenice za stabilizaciju novčanih tokova i izbjegavanje financijskih rizika. Terminski ugovori su sklopljeni ugovor o kupoprodaji neke imovine s isporukom u budućnosti. Razlikujemo dvije vrste terminskih ugovora unaprijednice i ročnice. Osnovna razlika je u standardiziranosti, odnosno ročnice imaju opciju opoziva u bilo kojem trenutku i te razvijeno sekundarno tržište dok unaprijednice nemaju. Zamjenama se omogućuje upravljanje rizicima zamjenama imovine na određeni dan ili razdoblje. Opcije pružaju držatelju mogućnost prodaje ili kupnje po unaprijed dogovorenim uvjetima na određeni dan u budućnosti. Opcija prodaje držatelja osigurava od pada cijene, a opcija prodaje od pada cijena. Kod izvedenica se također javlja problem agenata, najviše među zaposlenicima koji nisu pravilno nadgledani od nadzornih tijela te mogu prouzročiti značajne troškove poduzeću.

3.3.2.3. Supstituti upravljanja rizicima - financijske odluke

Ukoliko se poduzeće ne odluči na diversifikaciju poslovanja ili izvedenice prilikom upravljanja rizicima, primjenjuju alternative, odnosno substitute upravljanja rizicima. Supstituti podrazumijevaju da poduzeća imaju konzervativnu strukturu kapitala te nisu spremni na rizik. Tako poduzeća neće koristiti izvedenice prilikom upravljanja valutnim rizikom, već će se zaduživati u istoj valuti te tako prirodno upravljati valutnim rizikom. Obeshrabreni zbog mogućih gubitaka, poduzeća se neće zaduživati, već će koristiti vlastite zalihe novčanih sredstava, te tako propuštati benefite poreznog zaklona korištenjem financijske poluge. Zbog velikih oportunitetnih troškova, odnosno propuštenih prilika, supstituti se obično ne preporučuju kao instrument upravljanja.

¹⁰³ Ibid. str 133

4. ANALIZA POSLOVANJA I OKRUŽENJA PODUZEĆA PLAVA LAGUNA D.D.

U četvrtom dijelu rada objasnit će se proces integriranog upravljanja rizicima na primjeru poduzeća Plava laguna d.d.. Proces započinje analizom vanjskog i unutarnjeg okruženja, potom slijedi identifikacija i mapiranje rizika te na kraju prijedlog strategija i instrumenata za upravljanje identificiranih rizika. Izvori podataka korišteni u ovom dijelu rada su financijski i poslovni izvještaji dostupni na stranicama Zagrebačke burze te javno dostupni podaci na službenim stranicama poduzeća.

4.1. Općenito o poduzeću

Plava Laguna d.d. je kompanija iza koje stoji već više od 60 godina uspješnog rada i razvoja, temeljenog na ekološkim principima i održivom razvoju, tijekom kojeg je konstantno zauzimala lidersko mjesto u hrvatskom turizmu permanentnim oplemenjivanjem svoje ukupne ponude i prilagođavanjem potrebama sve zahtjevnijeg turističkog tržišta. U svom smještajnom portfelju ima 20 hotela, 11 apartmanskih naselja, 9 kampova, što ju čini kompanijom sa 16.219 smještajnih jedinica. Smještajni portfelj smješten je u Istri, u prekrasnim pitoresknim mjestima Poreču i Umagu, a dio smještaja nalazi se i u Rijeci. Poduzeće se primarno bavi hotelijerstvom, ali posjeduje i vezove u dvije marine te niz ugostiteljskih i sportskih sadržaja koji upotpunjuju glavnu djelatnost poduzeća. Najveći dio vlasništva je u rukama Adriatic investment grupe, manji dio je u vlasništvu OTP banke (skrbnički račun), a ostatak čine mali dioničari. Poduzeće je uvršteno na burzu te se dionicama trguje redovito. Na stranicama burze osim običnih dionica (PLAG), izdane su i preferencijalne dionice (PLAG 2) koje su u stopostotnom vlasništvu Adriatic investment grupe.

4.2. Analiza poslovanja i okruženja poduzeća

U nastavku rada analizirat će se top-down pristupom okruženje i poslovanje poduzeća. Financijska analiza pomoću financijskih izvještaja pruža pregled poslovanja poduzeća, a analizom industrije i okruženja ostvaruje se uvid u poslovnu klimu i interakciju poduzeća s okolinom.

4.2.1. PESTLE analiza

Pomoću PESTLE analize analizirat ćemo okolinu koja je u interakciji s poduzećem. PESTLE analiza obuhvaća šest čimbenika: politički, ekonomski, socijalni, tehnološki, pravni i ekološki. U nastavku je obrađen pojedinačno svaki čimbenik.

4.2.1.1. Politički faktori

Političko okruženje ima izrazit utjecaj na tržište u kojem je poduzeće aktivno. Počevši od stabilnosti i sigurnosti, Republika Hrvatska omogućava visoku razinu zaštićenosti turistima kojima je sigurnost jedan od ključnih privlačnih faktora prilikom posjećivanja neke zemlje, što i dokazuje 22. pozicija od 128 zemalja prema istraživanjima Global Finance¹⁰⁴. Unazad par godina Republika Hrvatska perjanica je turizma na Sredozemlju, zbog nepovoljnih elementarnih događaja i političkih situacija koje su zadesile dotadašnje glavne oaze odmora Grčku, Tunis i Tursku.¹⁰⁵ Isto tako Hrvatska uživa izrazito povoljan geopolitički položaj. Smještena u središtu Jugoistočne Europe, predstavlja svojevrsni most prema mnogim europskim zemljama koja su i najveća emitivna tržišta turista usred sezone. Tako turisti iz Italije, Njemačke, Austrije, Slovenije i Mađarske mogu putem suvremenih cestovnih pravaca brzo i sigurno stići na Destinaciju unutar Hrvatske. Tako je za promatrano poduzeće vrlo važna prometna infrastruktura Istarskog ipsilona koja će uvelike skratiti put do lokacija hotela unutar Istre.¹⁰⁶ Za povezanost Republike hrvatsku važna je i 2022. godina kada će biti gotov Pelješki most koji će omogućiti prolazak u južnije krajeve RH bez zadržavanja na graničnom prijelazu s BiH. Putovanja i povezanost olakšala je i činjenica da je od 1.7.2013. godine RH članica Europske Unije. Osim omogućenog slobodnog kretanja ljudi, kapitala i širenja tržišta, značajno su proširena emitivna tržišta turista koji mogu lakše stići do Jadranskog mora. Plava laguna d.d. je kao i većina ostalih poduzeća u RH suočena sa sporom birokracijom, nepovoljnim poreznim politikama te negativnoj percepciji stanovništva o korumpiranosti i pravosuđu u zemlji. Sve navedeno negativno utječe na potencijalne investitore kojima je klima okruženja nepogodna za poslovanje. Aktualna kriza Corona virusa zadala je težak

¹⁰⁴ <https://hr.n1info.com/vijesti/a367276-global-finance-hrvatska-je-22.-najsigurnija-zemlja-na-svijetu/> (5.5.2021)

¹⁰⁵ <https://www.dw.com/hr/rat-u-sredozemlju-zbog-gospodarskih-zona/a-54511751> (5.5.2021)

¹⁰⁶ <https://www.hia.com.hr/biznis/investitori/item/16443-ministar-oleg-butkovic-zavrsetak-punog-profila-istarskog-ipsilona-do-iduce-turisticke-sezone-a-druga-cijev-tunela-ucka-i-puni-profil-autoceste-do-pocetka-2024> (5.5.2021)

udarac za ugostitelje i hotelski turizam.¹⁰⁷ Ipak, u prilog Plavoj laguni d.d. ide činjenica da je Istra proglašena ne rizičnim područjem te je sigurno područje za turiste.¹⁰⁸

4.2.1.2. Ekonomski faktori

Ekonomska klima vrlo je bitna u razvoju svih gospodarskih segmenata i sektora pa je tako vrlo važan i za turizam. Turizam je u Republici Hrvatskoj iznimno bitna grana jer čini 19,6% ukupnog BDPa RH.¹⁰⁹ Ovako visok postotak pojedinačne grane u ukupnom BDP-u ukazuje na dubok problem nerazvijenog realnog sektora i na manjak investicija unutar države. Međutim, navedeno ide u korist svim turističkim objektima zbog rasta prometa i potražnje za istima. Inflacija od 2% (2019.-2020.)¹¹⁰ pokazuje stabilnost, ali i prosperitet prema uslužnim djelatnostima. Sezonalnost tečaja eura vidljiva je po njegovom padu početkom ljeta zbog većeg priljeva deviza od inozemnih turista, ali i rastom potražnje za kunom kao sredstvom plaćanja u zemlji. U prilog turističkoj branši ide činjenica da će Republika Hrvatska do 1.1.2023.¹¹¹ uvesti euro kao zakonsko sredstvo plaćanja te će tako Plavoj laguni i ostalim hotelima biti omogućena lakša usporedba cijena s inozemnim tržištima i promocija odnosno lakše privlačenje stranog kapitala. Porezna reforma 2021. godine donijela je smanjenje poreznih stopa na plaće s 24% i 36% na 20% i 30%.¹¹² Smanjuje se stopa poreza po odbitku pri isplati dividendi i udjela u dobiti s 12% na 10% prilikom isplate dobiti inozemnim dioničarima i članovima društva koji nisu fizičke osobe.¹¹³ U Hrvatskoj je trenutno aktualan trend iseljavanja stanovništva ali i depopulacije, odnosno starenje stanovništva. To na poduzeće djeluje negativno kroz manjak kvalificirane radne snage i nedostatak ljudi u radnim odnosima koji izdvajaju sredstva za godišnji odmor. Isto tako, rapidno smanjivanje radnog aktivnog stanovništva dovodi do neodrživog mirovinskog sustava, ali i većih izdataka države za zdravstvenu njegu starijeg stanovništva. Rastući trend iseljavanja radne snage¹¹⁴ također negativno utječe na kvalitetu ponude radne snage, no pozitivno na broj noćenja jer su minimalne plaće u emitivnim zemljama više, što znači da se dio iseljenika vraća tijekom ljeta na godišnje

¹⁰⁷ <https://balkans.aljazeera.net teme/2020/12/20/ugostitelji-na-udaru-mini-lockdowna> (5.5.2021)

¹⁰⁸ <https://www.dw.com/bs/istra-nije-rizi%C4%8Dna-ali-nema-ulaska-bez-negativnog-testa/a-57024675> (5.5.2021)

¹⁰⁹ https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf (6.5.2021)

¹¹⁰ <https://www.dzs.hr/app/rss/stopa-inflacije.html> (6.5.2021)

¹¹¹ <https://vlada.gov.hr/vijesti/ciljni-datum-uvodjenja-eura-i-dalje-ostaje-1-siječnja-2023/31189> (6.5.2021)

¹¹² <https://kagor.hr/porezna-reforma-2021-promjene-propisa-u-primjeni-od-01-01-2021/> (29.8.2021)

¹¹³ <https://kagor.hr/porezna-reforma-2021-promjene-propisa-u-primjeni-od-01-01-2021/> (29.8.2021)

¹¹⁴ Čipin, I. Centar za longitudinalne populacijske studije (2019) Demografski profil Hrvata u Irskoj. Preuzeto s: <https://clps.hr/demografski-profil-hrvata-u-irskoj> [6.5.2021.].

odmore. Novoodlučena povišena stopa PDV-a s 13% na 25%¹¹⁵ na usluge u ugostiteljstvu ne ide u prilog društvu Plave laguna, međutim u narednim se godinama očekuje smanjnje stope PDV-a. Kao posljedica pandemije SARS-CoV-2 virusa, ali i stagnacije gospodarstva te pada potražnje, 2020. godine prihodi od turizma bili su 54,3% manje nego u prethodnoj 2019. godini koja su iznosila visokih 10, 539 mlrd. eura.¹¹⁶ Kriza uzrokovana pandemijom SARS-CoV-2 virusa, ograničavanjem kretanja roba i ljudi te zatvaranjem javnih prostora, velike gubitke, odnosno stagnaciju hrvatskog, a i svjetskog gospodarstva. Kako bi se očuvali gospodarski subjekti, Vlada Republike Hrvatske je donijela mjere o moratorijima kredita te poticajima za likvidnost. Isto tako, Vlada RH je odobrila odgodu plaćanja poreza na dodanu vrijednost poduzeća te je omogućila potpore za očuvanje radnih mjesta u vidu isplaćivanja plaća u iznosu od 4.000,00kn.¹¹⁷ Navedene promjene prilično su pogodile uslužni sektor, pred kojima je vrlo izazovna godina poslovanja.

4.2.1.3. Društveni faktori

Društveni faktori analiziraju socijalne varijable društva. Tako uz već spomenuti trend depopulacije, mijenjaju se i želje odnosno potrebe potrošača te dobne skupine turista. S depopulacijom stanovništva, raste umirovljenički turizam, koji je jedan od najekspanzivnijih i najprofiliranijih oblika turizma.¹¹⁸ Mlađe populacije najčešće za bijeg od svakodnevnice više koriste kraće vikend ponude takozvane *city-scrapere*¹¹⁹, za razliku od dužih aktivnijih odmora koji preferiraju stariji. Starija populacija je orijentirana više na sadržaj koji nudi hotel ili okolica, dok kod mlađih cijena igra glavnu ulogu. Sezonalnost je izrazito vidljiva u našem turizmu, međutim vanezonskim ponudama poput cikloturizma¹²⁰ i planinarenja u mnogobrojnim Parkovima prirode smanjuje se dominantni utjecaj ljetnih mjeseci. Danas je većini ljudi imperativ zdravlje, tako je uz zdravstveni, visoko razvijen dentalni turizam, ali i eko turizam. Hrvatsku je zaobišla industrijalizacija, tako da je područje Istre idealno za eko turiste.¹²¹ Društvo Plava laguna ima izrazito pozitivan učinak na Poreč i Umag gdje je većina smještajnih kapaciteta, uz očuvanje

¹¹⁵ <http://www.proconsulting.hr/uncategorized/pdv-5-ostaje-turizam-ide-s-13-25/> (6.5.2021)

¹¹⁶ <https://hrturizam.hr/hnb-prosle-godine-ostvareno-54-posto-manje-prihoda-od-turizma/> (6.5.2021)

¹¹⁷ <https://vlada.gov.hr/vijesti/nove-vladine-mjere-vrijedne-2-1-milijardu-kuna-za-ocuvanje-radnih-mjesta-pokrivanje-fiksni-troskova-i-covid-kredite/30941> (29.8.2021)

¹¹⁸ <https://www.jutarnji.hr/globus/politika/nasa-je-zemlja-idealna-destinacija-za-zivot-u-trecoj-dobi-moze-li-vlada-izraditi-plan-za-prihvat-100-tisuca-imucnih-europskih-umirovljenika-7281180> (29.8.2021)

¹¹⁹ <https://www.cimerfraj.hr/ideje/trendovi-u-turizmu-nakon-pandemije> (6.5.2021)

¹²⁰ <https://www.cimerfraj.hr/ideje/kako-produziti-sezonu>(2015) (6.5.2021)

¹²¹ Ibid. 6.5.2021

prirode, njeguju lokalne obrtnike te tako pospješuju koheziju malog gospodarstva. Društvo ima razvijen i M.I.C.E. turizam gdje tijekom cijele godine privlači poslovne ljude, a usred pandemijske godine na lokaciji u Rijeci odlučili su ići korak dalje te nude "home office in a hotel" zbog nedostatka co-working prostora.¹²²

4.2.1.4. Tehnološki faktori

Tehnologiju karakterizira neprestan uzlazni rast i noviteti. Tehnologija omogućava brže i efikasnije obavljanje određenih stvari. Tako je i u hotelijerstvu ključ privlačenja brzo i pravodobno reagiranje i pružanje informacijama o uslugama koje hoteli nude. Plava laguna ima vlastiti rezervacijski sustav putem koje gosti, preko njihove službene stranice, vrlo lako mogu doći do ponuda za odabrani smještaj. Također, društvo se oglašava putem digitalnih platformi Booking-a, Airbnb-a ali i drugih indirektnih kanala poput Ponude dana i Megabona koji dodatno promoviraju društvo i omogućuju dodatnu prodaju aranžmana na više mjesta. Jedina mana indirektnih kanala je konkurentnost putem digitalnih platformi, ali i marža koju prilikom prodaje sekundarnim kanalima gube. Uz omogućavanje individualnih pogodnosti poput mnoštva TV kanala, ambijentalnog osvjetljenja i glazbe unutar smještajnih jedinica, internetska veza je neupitan standard, ali i moderna uređenost smještajnih jedinica koje su veoma privlačan faktor gostiju. Plava laguna ima i poseban program vjernosti (*eng. loyalty program*) koji im omogućuje analizu svojih potrošača i ponude ali i pružanje pogodnosti lojalnim kupcima. Novi trendovi u segmentu IT hotelijerstvu su mobilne aplikacije kojim je omogućeno upravljanje određenim uslugama, sustavi integracijskog upravljanja velikim podacima koji omogućuju mehanizme analize i e-punionice za električne automobile i bicikle.¹²³

4.2.1.5. Pravni faktori

Analizirajući pravnu okolinu, trebamo naglasiti da je ona vrlo nedefinirana. Zakoni su u Republici Hrvatskoj vrlo specifični te se i domaći, ali i strani investitori uvijek suočavaju s novim izmjenama zakona i neizvjesnom pravnom okolinom. Društvo se suočilo s povećanim izdacima uslijed odluke Vlade RH iz 2017.g. o rastu stope PDV-a za ugostitelje s 13 na 25% u kojoj raste cijena isporuke

¹²² <https://novac.jutarnji.hr/novac/aktualno/valamar-riviera-i-plava-laguna-nude-rad-iz-hotela2020>. (6.5.2021)

¹²³ <https://godigital.hrvatskitelekom.hr/sest-kljucnih-tehnoloskih-trendova-u-hotelijerstvu/> (6.5.2021)

pića ugostiteljskim objektima.¹²⁴ Pitanje turističkog zemljišta ključna je prepreka pri ostvarivanju punog investicijskog potencijala turističkog sektora koja se ogleda u problemu velikog broja neiskorištenog zemljišta zbog neprocijenjene vrijednosti uslijed privatizacije i u postupku pretvorbe.¹²⁵ Društvo ima u tijeku nekoliko sudskih sporova s Ljubljanskom bankom u vezi preuzimanja Istraturist Umaga 2018.g koja do danas nije okončana. Naime, između Društva i Nove Ljubljanske banke vodi se nekoliko sudskih sporova na slovenskim i hrvatskim sudovima, a ti su sporovi vezani uz staru deviznu štednju i Ljubljansku banku te kasnije osnivanje Nove Ljubljanske banke i osporavanje slovenske strane Istraturistu prava na prebijanje potraživanja.¹²⁶ Bitno je i naglasiti da Društvo kao član Zagrebačke burze, treba svoje poslovanje voditi sukladno pravilima upravljanja Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA) te transparentnim pravilima Zagrebačke burze.

4.2.1.6. Ekološki faktori

Odgovornost za okoliš i održivi razvoj iznimno su bitni i implementirani u svaku aktivnost današnjih poduzeća. Održivost, trajnost destinacije sve je značajniji faktor u njejoj kompetitivnosti, a u skladu s time Društvo neprestano educira radnike i prenosi poruku o važnosti ekologije i partnerima i gostima.¹²⁷ U svim svojim aktivnostima društvo pazi na okoliš te je svijest o ekologiji infiltriran u operativne, ali i strateške ciljeve Društva. Osobitu brigu Plava laguna vodi o očuvanju izvorskih voda, koristeći mehanizme kontrole i optimizacije potrošnje, kao i prirodne izvore gdje je to moguće. Važan segment je štednja energije te korištenje obnovljivih izvora energije. Učinkovitom selekcijom otpada na mjestu njihova nastanka, povećava se količina sekundarnih sirovina koje se mogu reciklirati i smanjuje se količina otpada koja se trajno odlaže na odlagalište.¹²⁸ Očuvanje kakvoće morske vode postiže se redovitim održavanjem plaža kojima Društvo upravlja temeljem koncesije, a kakvoća morske vode prati se redovnim analizama od svibnja do listopada.¹²⁹

¹²⁴ <https://lider.media/poslovna-scena/hrvatska/maric-pdv-u-turizmu-nije-25-nego-opcenito-13-posto-132417>(12.5.2021)

¹²⁵ <https://novac.jutarnji.hr/novac/aktualno/nerijeseno-pitanje-turistickog-zemljista-jedno-od-kljucnih-prepreka-koju-treba-ukloniti-9018446> (12.5.2021)

¹²⁶ www.zse.hr godišnje izvješće Plave lagune, travanj 2021.(26.5.2021)

¹²⁷ www.zse.hr godišnje izvješće Plave lagune, travanj 2021. (6.5.2021)

¹²⁸ Ibid.

¹²⁹ Ibid.

4.2.2. Analiza industrije konceptom Porterovih 5 sila

Prema Michaelu Porteru, industrija je za poduzeće najvažniji dio okruženja jer svojim svojstvima i snagom određuje konkurentsku borbu.¹³⁰ U nastavku će se tako redom analizirati suparništvo među konkurentima, opasnost od ulaska novih konkurenata, supstituti te pregovaračka moć kupaca i dobavljača.

4.2.2.1 Suparništvo među konkurentima

Geografski gledano, svi smještajni kapaciteti Plave lagune jesu u Istri, točnije u Umagu, Poreču i Rijeci. Najveći konkurenti na tom području jesu hotelska grupacija Maistra koja je smještena geografski južnije od Poreča i Umaga u pitoresknom Rovinju te društvo Valamar Riviera koji, na području Istre, hotelske komplekse ima u Poreču te nudi jednako atraktivan sadržaj i velik broj smještajnih kapaciteta. U Istri je još aktivna i Arena Hospitality Group koja je stacionirana u Puli. Rovinjska Maistra, te porečki Valamar lideri su u hotelijerstvu uz grupaciju Plava Laguna. Politika grupacije Maistra je stvaranje luksuzne destinacije Rovinja s kompleksima od 5 zvjezdica. Kupivši većinu hotelskih lanaca s 5 zvjezdica na području RH, lideri su po broju hotela s 4 i 5 zvjezdica u svom portfelju. Valamar Riviera ima preko 21.000 smještajnih jedinica te lokacije diljem Jadranske obale. U svom portfelju ima hotele, apartmane i kampove od 2 do 5 zvjezdica. Plava laguna, pripojivši se s umaškim Istraturistom, broji više od 16.200 smještajnih jedinica na području Istre. Raspolaže sa apartmanima i hotelima od 2 do 5 zvjezdica, te konstantno obogaćuje i diverzificira svoju ponudu puneći smještajne kapacitete. U vidu konkurentne strategije, veličinom smještajnih kapaciteta koju je poduzeće osvarilo akvizicijom Istraturista¹³¹ i koncentriranošću na sjeverozapadu Istre, grupacija Plava laguna pruža otpor konkurentima. Isto tako, neprestanim poboljšanjima poslovnih modela omogućuje se diferencijacija ponude koja značajno utječe na kupce.¹³² S obzirom na gotovo sličnu ponudu i imajući obilježja supstitutivnosti s konkurentima vrlo je izgledan rat cijena između konkurenata. Suparništvo ima posebno destruktivan utjecaj na profitabilnost ako se temelji jedino na konkuriranju cijenama jer

¹³⁰ Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*, HUM naklada, Zagreb, str 138

¹³¹ <https://www.jutarnji.hr/globus/biznis/najveca-transakcija-u-povijesti-hrvatskog-turizma-luksic-pobijedio-grofa-eltza-u-ratu-za-kupnju-istraturista-691705> (29.8.2021)

¹³² Miloš Sprčić D., et.al. (2019) *Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies*, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet, str. 149

to utječe na izravan transfer profita od industrije prema kupcima.¹³³ Ukoliko poduzeća kontinuirano ratuju cijenama s konkurentima, poduzeća sve manje pažnje pridodaju diferencijaciji i kvaliteti proizvoda čime se gubi profitabilnost i konkurentska prednost.

Uz vrlo dobru strategiju razvoja M.I.C.E. turizma u prijestolnici Kvarnera Rijeci¹³⁴, hotel Bonavia se također može pohvaliti bogatom ponudom i organizacijom jednodnevnih izleta u okolne turističke ljepote prirode. Jedini konkurent na lokaciji u centru na području grada Rijeke je prenoćište *Old Town Inn* kategorizacije kao i hotel Bonavia Plave lagune s 4 zvjezdice, međutim lokacijom, diversificiranom ponudom i orijentiranošću na poslovni segment, omogućilo je hotelu Bonavia leadersku poziciju hotela u gradu Rijeci. Hotelska i ugostiteljska industrija na tom području može generirati jedino pozitivan rast gradnjom i stvaranjem novih smještajnih kapaciteta i kompleksa, a ne akvizicijom konkurentskih kompleksa.¹³⁵ Također, smjestivši se geografski u 3 veća grada Istre, grupacija Plava laguna ima pozitivan učinak eksterne ekonomije podupirući lokalne dobavljače i industriju te kreiranje i stvaranje pozitivne reputacije u istarskim destinacijama.

4.2.2.2. Opasnost od ulaska novih konkurenata

S obzirom da je hrvatska pretežita prepoznata kao turistička zemlja, potencijalnih konkurenata u turističkoj branši je mnogo. Međutim, potencijalnih konkurenata Plavoj laguni, osim ranije navedene Maistre i Valamara, po količini smještajnih kapaciteta, ponudama i na postojećim lokacijama zasada nema. Da bi poduzeće postalo konkurent po navedenim parametrima mora značajno povećati smještajne kapacitete, ali i ponudu što iziskuje ogromne količine kapitala što je i glavna barijera pri postanku konkurenta velikim grupacijama. Geografski gledano, na području Istre, u veće i važne turističke gradove smjestili su se upravo najveći etablirani konkurenti poput Maistre i Valamara. Grupacija Plava laguna je 2018.g. uložila čak pola milijarde kuna u nove hotelske komplekse na području grada Umaga i Poreča.¹³⁶ Greenfield investicijama

¹³³ Miloš Sprčić D., et al. (2019) Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet, str. 19

¹³⁴ <https://hrturizam.hr/hotel-bonavia-plava-laguna-uvela-uslugu-bookiranja-home-office-in-a-hotel/> (29.8.2021)

¹³⁵ Kosovec D. Primjena metode rizičnih novčanih tokova u analizi rizika na primjeru poduzeća Valamar Riviera u knjizi: Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva; Ekonomski fakultet Zagreb str.199

¹³⁶ <https://www.jutarnji.hr/globus/biznis/najveca-investicija-u-povijesti-plava-laguna-ulaze-pola-milijarde-kuna-u-cetiri-kompleksa-u-porecu-i-umagu-7259313> (11.5.2021)

žele povećati svoju konkurentnost i proširiti svoj portfelj hotela s 4 i 4+ zvjezdice. Izuzevši okrupnjavanje više hotela u jednu grupaciju te tako postajući konkurent brojem smještajnih kapaciteta, mogući potencijalni konkurenti jesu inozemni ulagači. Tako konkurent na istočnom dijelu Istre je novootvoreni luksuzni Hilton Costabella Beach Resort and Spa s 5 zvjezdica čeških investitora koji svojim etabliranim imenom, standardiziranom ponudom te atraktivnom lokacijom između Rijeke i sunčane Opatije predstavlja konkurenciju u *premium* segmentu ponude.¹³⁷ Izravnu konkurenciju na području grada Poreča predstavljati će najveća pojedinačna investicija u hrvatskom turizmu Valamar Riviere koja planira izgradnju najvećeg luksuznog turističkog i kongresnog kompleksa.¹³⁸ Camping segment je zbog niskih kapitalnih troškova atraktivan mnogobrojnim ulagačima, no Plava laguna otvarajući i kreirajući nove i moderne kampove¹³⁹ uspješno ostvaruje konkurentsku prednost na područjima grada Umaga i Poreča. Sukladno tržišnim uvjetima, društvo Plava Laguna ulaže konstantne napore kako bi podigla standarde svojih kapaciteta i diverzificirala svoju ponudu što i svjedoči činjenica da su u 2019. Godini uložili čak 300 milijuna kuna u obnovu kompleksa na području grada Rijeke, Poreča i Umaga.¹⁴⁰ U suštini, postoje visoke ulazne barijere za nove konkurente, međutim inozemni ulagači sa znatnim kapitalom i okrupnjivanjem domaćih poduzeća mogu s vremenom postati konkurencija domaćim poduzećima. Kao glavni i izravni konkurent svakako je Valamar Riviera.

4.2.2.3. Supstituti

Oporavak i stabilnost u turističkim zemljama poput Grčke, Tunisa i Turske predstavljaju prijetnju za cjelokupno hrvatsko turističko tržište u ljetnim mjesecima zbog mogućnosti odljeva značajnog broja domaćih turista.¹⁴¹ Aranžmani s *all-inclusive* paketima te avionskim prijevozom prema zemljama mediterana su vrlo cjenovno primamljive za odmor mnogih obitelji. Mogući supstitut predstavlja i drugačiji tip odmora, odmor u zavičajnim krajevima, koji uz imperativ na aktivnom i zdravijem odmoru, predstavlja zamjenu za tradicionalni tip odmora uz more. Tako se u priobalnim krajevima hrvatske razvija cikloturizam, eko-turizam, planinski turizam u Parkovima

¹³⁷ <https://www.rijeka.hr/hilton-rijeka-costabella-beach-resort-spa-korak-dovrsenja/> (10.5.2021)

¹³⁸ <https://novac.jutarnji.hr/novac/aktualno/zbog-koronavirusa-zaustavljena-hotelska-investicija-vrijedna-790-milijuna-kuna-10257334> (30.8.2021)

¹³⁹ <https://www.istracamping.com/hr/kampovi> (29.8.2021)

¹⁴⁰ <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/u-dvije-godine-plava-laguna-ce-uloziti-750-milijuna-kuna-foto-20181217> (30.08.2021)

¹⁴¹ <https://www.index.hr/vijesti/clanak/grcka-i-turska-su-se-vratile-na-turisticku-scenu-sto-ce-sada-hrvatska/2013811.aspx> (10.5.2021)

prirode te nautički turizam. Zdravstveni turizam sve više dobiva na značajnosti zbog demografskog trenda smanjenja broja djece te starenja populacije.¹⁴² Starija populacija češće putuje, duže se zadržava na jednom mjestu te zahtijevaju kvalitetniji način odmora. Cijena uvijek igra odlučujuću ulogu za većinu turista, tako apartmani i hoteli s nižom kategorizacijom mogu predstavljati supstitut. Potražnja raste i za ekonomičnijim kamping turizmom koji Društvo ima diljem Istre te posluje pod imenom Istracamping. U 2018 g. Društvo je u potpunosti renoviralo cijeli kamp na području Umaga, izgradiвши veliki bazen, nove kućice i uredivši parcele te tako značajno obogatili dotadašnju ponudu. Zaključno, želje i potrebe turista su promjenjive, te se okreću sve više specifičnim oblicima turizma te tako predstavljaju izazove za hotelske grupacije koji moraju znatno obogaćivati i istraživati potrebe turista kako bi ih privukli i ponudili što raznovrsniju i atraktivniju ponudu.

4.2.2.4. Pregovaračka moć kupaca

Kupci su vrlo važan segment pri analizi industrije. Kupci iskazuju pregovaračku moć nad poduzećima u industriji snižavajući njihovu profitnost i to: (1) pritiskom na smanjivanje cijena i (2) potraživanjem veće kvalitete i/ili dodatnoga seta usluga za istu cijenu.¹⁴³ S obzirom na izvrsne turističke brojke noćenja i dolazaka stranih turista od 2016. pa do 2019. godine, možemo zaključiti da je vladala niska pregovaračka moć kupaca te da su hotelski kompleksi imali popunjene kapacitete uslijed velike potražnje.¹⁴⁴ Međutim prošlogodišnja Corona kriza iznimno je nepovoljno utjecala na poslovanje te je to dovelo do rasta pregovaračke moći kupaca u predsezoni i sezoni turističke sezone. To je za posljedicu imalo zatvaranje određenih kompleksa unutar Društva zbog nedostatka kupca. Grupacija Plava laguna raspolaže hotelima i apartmanima u kategorizaciji od 2 do 5 zvjezdica. Na taj način, diverzificiranim portfeljom hotela mogu privući goste niže i više platežne moći. Tijekom predsezone i u ljetnim mjesecima, grupacija nastoji maksimizirati svoje prihode višim cijenama, a tijekom predsezone popunjavaju kapacitete putem direktnih i indirektnih kanala *last minute* i vikend ponudama. Putem loyalty programa i učlanjenu u Plava laguna klub kupci mogu uživati razne pogodnosti poput povoljnijih i boljih uvjeta prilikom

¹⁴²[\(https://hrturizam.hr/tomas-zdravstveni-turizam-2018-stavovi-i-potrosnja-korisnika-usluga-zdravstvenog-turizma-u-hrvatskoj/\(10.5.2021\)\)](https://hrturizam.hr/tomas-zdravstveni-turizam-2018-stavovi-i-potrosnja-korisnika-usluga-zdravstvenog-turizma-u-hrvatskoj/(10.5.2021)) (10.5.2021)

¹⁴³ Tipurić D. PORTEROV MODEL INDUSTRIJSKE STRUKTURE - Industrijska analiza kao ključna pretpostavka oblikovanja strategije poduzeća; str 10

¹⁴⁴[\(https://vlada.gov.hr/vijesti/rekordna-turisticka-godina-u-dvanaest-mjeseci-2017-godine-ostvoreno-102-milijuna-nocenja/23185\(10.5.2021\)\)](https://vlada.gov.hr/vijesti/rekordna-turisticka-godina-u-dvanaest-mjeseci-2017-godine-ostvoreno-102-milijuna-nocenja/23185(10.5.2021))

rezervacije. Svakako pri analizi treba spomenuti turoperatere poput Tui, DTS koji unaprijed zakupljuju određen broj smještajnih jedinica te tako omogućuju popunjenost grupaciji unutar predsezone i sezone što im daje i relativno visoku pregovaračku moć. Isto tako turoperateri se uključuju u mnogobrojne investicijske projekte što pozitivno djeluje na razvoj i rast poduzeća i destinacije u cjelini. Hrvatska turistička zajednica projektom *Safe Stay in Croatia* omogućuje siguran i bezbrižan ostanak turistima u Hrvatskoj za vrijeme epidemije putem platforme koja predstavlja važan kotačić u etabliranju Hrvatske kao sigurne i poželjne destinacije.¹⁴⁵ Zaključno, trenutna tržišna situacija itekako povećava pregovaračku moć kupcima, ali i turoperaterima zbog neizvjesnosti budućnosti.

4.2.2.5 Pregovaračka moć dobavljača

Pregovaračka moć dobavljača jedna je od ključnih konkurentskih sila. Dobavljači mogu znatno utjecati na konkurentski položaj onih koje opskrbljuju. Kvalitetom svojih sirovina i materijala, cijenom i pridržavanjem dogovorenih rokova isporuke dobavljači izravno utječu na odvijanje proizvodnog procesa i kvalitetu proizvoda, a samim time i na njegovu prodajnu cijenu.¹⁴⁶ Pregovaračka moć dobavljača utječe na rashodovnu stranu poduzeća. Grupacija Plava laguna ima veliki niz smještajnih kompleksa, usluga, sadržaja i aktivnosti koje svakodnevno pruža svojim gostima što implicira i veliki broj dobavljača. Sigurno da grupacija svojom veličinom većinski gravitira prema lokalnim dobavljačima i njihovim uslugama tako podupirući lokalni rast i razvoj raznih obrtnika i malih poduzeća. Vrlo je važno da poduzeće ima svježije i kvalitetne namirnice, kao i dostupnost, odnosno pravovremenu isporuku usluga i dobara svih dobavljača. Ranije spomenuta ulaganja u nove komplekse i renovacija zahtijevala je velik broj izvođača radova koji nisu bili samo iz Hrvatske, već i iz inozemstva zbog manjka radne snage. Problem deficita radnika u sektora građevinarstva je danas itetako evidentan, što bi posljedično moglo pruzročiti nove, dodatne troškove za grupaciju u vidu planiranja renovacija i novih investicija.¹⁴⁷ Što se tiče lokalnih dobavljača, njihova pregovaračka moć je relativno slaba u usporedbi s grupacijom jer je ona, uz druge hotele, jedan od njihovih najvećih kupaca. U prilog društvu ide i činjenica da uživa status jako dobrog poslodavca koji redovito servisira svoje obveze te tako pozitivno djeluje na

¹⁴⁵ <https://mint.gov.hr/vijesti/predstavljen-projekt-safe-stay-in-croatia/22307> (10.5.2021)

¹⁴⁶ Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva; Ekonomski fakultet Zagreb str.20

¹⁴⁷ <https://vijesti.hrt.hr/gospodarstvo/nedostatak-radne-snage-u-gradevinarstvu-2728428> (31.8.2021)

lokalnu ekonomiju. Isto tako, cijelo područje je bogato hotelima, što implicira da je velik broj obrtnika uvijek dobrodošao kako bi mogli udovoljiti sve većoj potražnji. Uzevši u obzir nepogodne vremenske prilike koje mogu uništiti usjeve lokalnih dobavljača, zbog nužnosti namirnica, mogu narasti troškovi tražeći drugoga dobavljača. Na tržištu već duže vrijeme vlada manjak radne snage u svim segmentima, poglavito u turizmu u vidu kvalificirane radne snage, stoga je tu trenutno grupacija u poziciji niže pregovaračke moći.¹⁴⁸

4.2.3. Analiza financijskih izvještaja poduzeća

“Analiza financijskih izvještaja je računovodstveni alat kojim se uvidom u financijske izvještaje, koji su glavni izvor računovodstvenih informacija, kao i provođenjem vertikalne i horizontalne analize dolazi do informacija korisnih za razumijevanje poslovanja i donošenje poslovnih odluka.”¹⁴⁹ Rezultati horizontalne i vertikalne analize, kao i analize financijskih pokazatelja pružit će uvid u uspješnost poslovanja poduzeća te podatke nužne pri procjeni izrade slobodnih novčanih tokova poduzeća.

4.2.3.1. Horizontalna analiza

Horizontalna analiza je analiza financijskih izvještaja koja omogućava usporedbu podataka kroz duže vremensko razdoblje, kako bi se otkrile tendencije i dinamika promjena pojedinih financijskih podataka.¹⁵⁰ Horizontalna analiza temelji se na korporativnim financijskim izvještajima prikazanim u tablicama niže.

4.2.3.1.1. Bilanca stanja

Unutar dugotrajne imovine koja se kreće oko 2,8 milijardi kuna, značajan rast u 2019. godini ostvaruje poduzeće zbog koncesija i ulaganja u izgradnju novih kompleksa. Veliki porast od čak 200% ima materijalna imovina u 2018. godini unutar stavke alati i transportna imovina što je posljedica aktivnog investicijskog ciklusa društva. Društvo je ostvarilo pravo na prezni poticaj na temelju realiziranih ulaganja te u tom vidu stavka odgođena porezna imovina značajan rast u

¹⁴⁸<https://www.poslojni.hr/hrvatska/manjak-radnika-ozbiljno-prijeti-turizmu-ugostitelji-jedva-krpaju-radnu-snagu-4290678> (31.8.2021)

¹⁴⁹ Žager, K. et. al. (2009.) *Analiza financijskih izvještaja*, Masmedia, Zagreb

¹⁵⁰ Žager et al., 2017 str. 272

2019. godini.¹⁵¹ Kratkotrajna imovina Društva je iznimno volatilna. U 2019. godini bilježi rast od 155,36% te iznosi gotovo 594 milijuna kn u usporedbi s 2018. godinom gdje iznosi oko 283 milijuna kuna. Najveću stavku čini novac u blagajni koji zbog visoke operativne poluge, poduzeća skladište na računu kako bi mogli podmirivati tekuće obveze tijekom godine. U vidu stavke potraživanja, najrelevantnija je stavka potraživanje od države i drugih institucija koja u 2018. godini ima rast od čak 427,74%. Unutar pasive, kapital i rezerve su na nepromijenjenoj razini. Unutar kapitala raste stavka zadržana dobit koja u 2019. godini iznosi gotovo 604 milijuna kuna te predstavlja rast od 62,48% u odnosu na prethodnu godinu. Društvo tijekom razdoblja ostvaruje konstantan rast dobiti i pozitivne poslovne rezultate što implicira na uspješno poslovanje. Dugoročne obveze Društva se povećavaju jer, uz vlastite izvore financiranja koriste i eksterne, odnosno zbog obveza Društva prema bankama rastu i obveze. Kratkoročne obveze Društva pokazuju iznimno volatilni trend uslijed visokih promjena ostalih kratkoročnih obveza.

¹⁵¹ Financijski izvještaj 2019. Plava Laguna str. 30

Tablica 1 Prikaz horizontalne analize bilance poduzeća Plava laguna d.d.

AKTIVA	2016	2017	17/16	2018	18/17	2019	19/18	2020	20/19
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI I NEUPLAĆENI KAPITAL		0		0		0		0	
B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)	2.587.850.314	2.651.466.447	2,46%	2.846.229.999	7,35%	2.812.015.974	-1,20%	2.759.107.120	-1,88%
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)	19.023.011	20.737.827	9,01%	19.691.576	-5,05%	42.135.120	113,98%	42.779.709	1,53%
II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)	2.298.865.139	2.340.983.459	1,83%	2.568.616.382	9,72%	2.485.847.095	-3,22%	2.411.892.108	-2,98%
Kapitalne investicije									
3. Postrojenja i oprema	71.941.269	77.139.380	7,23%	38.292.045	-50,36%	40.792.985	6,53%	32.193.727	-21,08%
III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)	269.535.674	289.745.161	7,50%	257.576.559	-11,10%	263.287.885	2,22%	240.425.179	-8,68%
IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)	0	0		0		0		0	
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	426.490	0	-100,00%	345.482		20.745.874	5904,91%	64.010.124	208,54%
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)	261.955.343	501.811.084	91,56%	232.686.698	-53,63%	594.178.302	155,36%	535.202.760	-9,93%
I. ZALIHE (AOP 039 do 045)	4.260.837	4.885.148	14,65%	4.563.477	-6,58%	4.524.020	-0,86%	3.714.126	-17,90%
II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)	21.716.913	15.817.331	-27,17%	41.537.639	162,61%	17.334.119	-58,27%	31.267.031	80,38%
3. Potraživanja od kupaca				8.284.678		6.336.995	-23,51%	2.421.874	-61,78%
III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)	217.638.510	241.476.841	10,95%	755.517	-99,69%	11.789	-98,44%	3.729.636	31536,58%
IV. NOVAČ U BANCI I BLAGAJNI	18.339.083	88.844.636	384,46%	185.830.065	109,16%	572.308.374	207,97%	496.941.967	-13,25%
D) PLAGACENI TROŠKOV I PRIHODI IZ OBRACUNATI RAZDOBLJA	4.373.747	2.884.305	-34,05%	4.622.618	60,27%	0	-100,00%	0	
E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)	2.854.179.404	3.005.374.708	5,30%	3.083.539.315	2,60%	3.406.194.276	10,46%	3.294.309.880	-3,28%
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	160.031.312	123.156.612	-23,04%	21.595	-99,98%	65.302	202,39%	13.455	-79,40%
PASIVA									
A) KAPITALI I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)	1.952.226.727	2.177.588.212	11,54%	2.217.487.792	1,83%	2.383.233.859	7,47%	2.262.935.920	-5,05%
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1.385.151.471	1.436.911.375	3,74%	1.444.530.057	0,53%	1.444.530.057	0,00%	1.444.530.057	0,00%
II. KAPITALNE REZERVE	0	0		0		0		0	
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	67.818.009	72.490.526	6,89%	121.147.859	67,12%	121.081.905	-0,05%	120.750.015	-0,27%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	0	0		0		0		0	
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	0	3.232.952		3.237.886	0,15%	4.916.219	51,83%	4.033.754	-17,95%
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENEŠENI GUBITAK (AOP 082-083)	234.899.800	388.195.362	65,26%	371.941.294	-4,19%	604.331.256	62,48%	812.600.680	34,46%
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	208.714.117	219.915.574	5,37%	276.630.696	25,79%	208.374.422	-24,67%	-118.978.586	-157,10%
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	55.643.330	60.075.375	7,97%	0	-100,00%	0		0	
B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)		3.318.295		4.571.121	37,76%	11.999.994	162,52%	11.132.370	-7,23%
C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)	604.940.449	538.512.991	-10,98%	591.648.049	9,87%	726.049.607	22,72%	735.612.025	1,32%
D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)	264.014.678	251.843.649	-4,61%	216.356.683	-14,09%	284.910.816	31,69%	284.629.565	-0,10%
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	100.353.014	89.747.433	-10,57%	88.599.881	-1,28%	115.118.311	29,93%	130.633.688	13,48%
7. Obveze za predujmove	18.821.261	18.265.154	-2,95%	20.778.672	13,76%	22.582.621	8,68%	21.171.962	-6,25%
8. Obveze prema dobavljačima	61.654.395	70.715.001	14,70%	42.064.890	-40,51%	24.582.278	-41,56%	19.553.430	-20,46%
10. Obveze prema zaposlenicima	25.742.670	28.538.168	10,86%	29.556.968	3,57%	28.129.448	-4,83%	16.857.715	-40,07%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	17.932.427	34.520.852	92,51%	23.369.536	-32,30%	20.560.201	-12,02%	10.356.924	-49,63%
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	5.361.666	5.361.666	0,00%	5.359.753	-0,04%	5.358.403	-0,03%	6.899.185	28,75%
14. Ostale kratkoročne obveze	5.807.544	4.695.375	-19,15%	6.626.983	41,14%	68.579.554	934,85%	79.156.661	15,42%
E) ODGOĐENO PLAGACENJE TROŠKOVA I PRIHODI BUDUĆEGA RAZDOBLJA	32.997.550	34.111.561	3,38%	53.475.670	56,77%	0	-100,00%	0	
F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)	2.854.179.404	3.005.374.708	5,30%	3.083.539.315	2,60%	3.406.194.276	10,46%	3.294.309.880	-3,28%
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	160.031.312	123.156.612	-23,04%	21.595	-99,98%	65.302	202,39%	13.455	-79,40%

Izvor: izrada autora

4.2.3.1.2. Račun dobiti i gubitka

Poslovni prihodi društva su stabilni sve do 2020. kada ostvaruju pad od gotovo 60 %. Ostali poslovni prihodi poduzeća variraju tijekom razdoblja Poslovni rashodi su stabilni te od 2016. pa do 2019. godine se kreću u prosjeku oko 850 milijuna HRK, ali u kriznoj 2020. bilježe pad od 37%. Ostali poslovni rashodi nemaju određen smjer kretanju te vrijednosti rastu i padaju od godine do godine. Financijski prihodi pokazuju trend opadanja te su s inicijalnih 26 milijuna kuna pali na neznatnih 225 tisuća kuna. Društvo bilježi pozitivan trend pada financijskih rashoda, međutim zbog daljnjeg zaduživanja u 2020. godini rashodi s osnove kamata rastu te iznose oko 18 milijuna kuna. Porez na dobit poduzeća u 2018. godini iznosi samo 240 tisuća kuna što je posljedica poreznih olakšica uslijed investiranja. U narednoj 2019. godini iznosi oko 32 milijuna kuna, a u 2020. godini porez na dobit poprima negativnu vrijednost uslijed negativnog rezultata poslovanja

Društva što znači da će u budućnosti, pod pretpostavkom generiranja prihoda, nadoknaditi ovaj gubitak.

Tablica 2 Prikaz horizontalne analize računa dobiti i gubitka

	2016	2017	17/16	2018	18/17	2019	19/18	2020	20/19
I. POSLOVNI PRIHODI	996.966.603	1.084.186.762	8,75%	1.122.820.821	3,56%	1.176.143.658	4,75%	485.002.354	-58,76%
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	985.790.939	1.070.522.571	8,60%	1.098.714.720	2,63%	1.172.014.580	6,67%	409.415.953	-65,07%
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	11.175.664	13.664.191	22,27%	24.106.101	76,42%	4.129.078	-82,87%	75.586.401	1730,59%
II. POSLOVNI RASHODI	763.286.705	823.039.470	7,83%	868.993.756	5,58%	952.580.598	9,62%	601.059.218	-36,90%
2. Materijalni troškovi	266.730.362	293.579.796	10,07%	295.885.323	0,79%	355.481.127	20,14%	159.793.691	-55,05%
3. Troškovi osoblja	228.977.519	241.992.784	5,68%	246.423.528	1,83%	285.933.164	16,03%	157.514.728	-44,91%
4. Amortizacija	164.503.851	165.181.691	0,41%	212.544.235	28,67%	226.999.405	6,80%	222.773.008	-1,86%
5. Ostali troškovi	99.622.749	102.453.618	2,84%	104.563.053	2,06%	0	-100,00%	0	
6. Vrijednosna usklađenja	401.342	3.712.422	825,00%	3.969.048	6,91%	1.679.102	-57,70%	6.276.198	273,78%
7. Rezerviranja	703.505	927.607	31,86%	1.320.280	42,33%	2.747.715	108,12%	453.718	-83,49%
8. Ostali poslovni rashodi	2.347.377	15.191.552	547,17%	4.288.289	-71,77%	79.740.085	1759,48%	54.247.875	-31,97%
III. FINANCUSKI PRIHODI	26.391.702	22.463.238	-14,89%	9.440.595	-57,97%	1.596.138	-83,09%	225.080	-85,90%
IV. FINANCUSKI RASHODI	49.486.767	34.413.969	-30,46%	14.810.722	-56,96%	12.675.562	-14,42%	18.180.081	43,43%
IX. UKUPNI PRIHODI	1.059.667.579	1.125.682.329	6,23%	1.160.674.686	3,11%	1.205.691.228	3,88%	485.227.434	-59,76%
X. UKUPNI RASHODI	812.773.472	857.453.439	5,50%	883.804.478	3,07%	965.256.160	9,22%	647.800.474	-32,89%
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	246.894.107	268.228.890	8,64%	276.870.208	3,22%	240.435.068	-13,16%	-162.573.040	-167,62%
XII. POREZ NA DOBIT	34.088.485	42.991.275	26,12%	239.512	-99,44%	32.060.646	13285,82%	-43.594.454	-235,97%
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	212.805.622	225.237.615	5,84%	276.630.696	22,82%	208.374.422	-24,67%	-118.978.586	-157,10%

Izvor: izrada autora

4.2.3.2. Vertikalna analiza

Vertikalna analiza predstavlja usporedbu pozicija financijskih izvještaja u jednoj godini.¹⁵²

Vertikalna analiza pruža pregled strukture poduzeća te pregled udjela stavaka bilance ili računa dobiti i gubitka ukupnoj aktivni odnosno ukupnim prihodima.

4.2.3.2.1. Bilanca stanja

Vidljivo je da Društvo gotovo 90% ukupne imovine ima u dugotrajnoj imovini. Najveću stavku u materijalnoj imovini čine građevine i postrojenja, odnosno hoteli, kampovi i zemljišta što odgovara industriji i djelatnosti u kojoj je poduzeće aktivno. Preostalu imovinu čini kratkotrajna imovina koja ima trend rasta tokom analiziranog razdoblja zbog rastuće stavke novca u banci i blagajni. Ova stavka je poglavito rasla u 2019. i 2020 godini. Naime, hotelska poduzeća karakterizira visok udio fiksnih troškova, odnosno izražena je operativna poluga, jer hoteli generiraju većinu prihoda tijekom ljetnih mjeseci, a kroz cijelu godinu imaju visoke troškove

¹⁵² Žager, et al., 2017 str. 275

održavanja postrojenja koji ne pokrivaju prihodima. Iz tog razloga poduzeća ostavljaju znatan dio novca kako bi mogli financirati operativne izdatke tijekom godine. Potraživanja i zalihe unutar kratkotrajne imovine čine manju stavku te je njihova vrijednost tokom razdoblja varirala.

Tablica 3 Vertikalna analiza bilance

AKTIVA	2016	2017	2018	2019	2020
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	VERTIKALNA ANALIZA				
B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)	90,67%	88,22%	92,30%	82,56%	83,75%
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)	0,67%	0,69%	0,64%	1,24%	1,30%
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala prava	0,23%	0,27%	0,20%	0,85%	0,90%
5. Nematerijalna imovina u pripremi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Ostala nematerijalna imovina	0,44%	0,42%	0,04%	0,02%	0,02%
II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)	80,54%	77,89%	83,30%	72,98%	73,21%
Kapitalne investicije	0,00%	0,17%	1,24%	1,20%	0,98%
1. Zemljište	9,55%	9,18%	8,97%	8,25%	8,53%
2. Građevinski objekti	65,64%	62,81%	67,03%	59,22%	59,40%
3. Postrojenja i oprema	2,52%	2,57%	1,24%	1,20%	0,98%
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	0,90%	0,84%	2,45%	1,97%	1,76%
7. Materijalna imovina u pripremi	0,80%	1,38%	0,74%	0,33%	0,26%
8. Ostala materijalna imovina	0,15%	0,20%	1,52%	1,38%	1,43%
9. Ulaganje u nekretnine	0,98%	0,92%	1,34%	0,63%	0,87%
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)	9,44%	9,64%	8,35%	7,73%	7,30%
IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	0,01%	0,00%	0,01%	0,61%	1,94%
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)	9,18%	16,70%	7,55%	17,44%	16,25%
I. ZALIHE (AOP 039 do 045)	0,15%	0,16%	0,15%	0,13%	0,11%
II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)	0,76%	0,53%	1,35%	0,51%	0,95%
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	0,17%	0,31%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Potraživanja od kupaca	0,00%	0,00%	0,27%	0,19%	0,07%
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Potraživanja od države i drugih institucija	0,23%	0,21%	1,06%	0,31%	0,52%
6. Ostala potraživanja	0,36%	0,01%	0,01%	0,01%	0,36%
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)	7,63%	8,03%	0,02%	0,00%	0,11%
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	0,64%	2,96%	6,03%	16,80%	15,07%
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	0,15%	0,10%	0,15%	0,00%	0,00%
E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	5,61%	4,10%	0,00%	0,00%	0,00%
PASIVA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)	68,40%	72,46%	71,91%	69,97%	68,69%
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	48,53%	47,81%	46,85%	42,41%	43,85%
II. KAPITALNE REZERVE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	2,38%	2,41%	3,93%	3,55%	3,67%
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI (AOP 078 do 080)	0,00%	0,11%	0,11%	0,14%	0,12%
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	8,23%	12,92%	12,06%	17,74%	24,67%
1. Zadržana dobit	8,23%	12,92%	12,06%	17,74%	24,67%
2. Preneseni gubitak	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	7,31%	7,32%	8,97%	6,12%	-3,61%
1. Dobit poslovne godine	7,31%	7,32%	8,97%	6,12%	0,00%
2. Gubitak poslovne godine	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,61%
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	1,95%	2,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)	0,00%	0,11%	0,15%	0,35%	0,34%
C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)	21,19%	17,92%	19,19%	21,32%	22,33%
D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)	9,25%	8,38%	7,02%	8,36%	8,64%
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	0,99%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	3,52%	2,99%	2,87%	3,38%	3,97%
7. Obveze za predujmove	0,66%	0,61%	0,67%	0,66%	0,64%
8. Obveze prema dobavljačima	2,16%	2,35%	1,36%	0,72%	0,59%
10. Obveze prema zaposlenicima	0,90%	0,95%	0,96%	0,83%	0,51%
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0,63%	1,15%	0,76%	0,60%	0,31%
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	0,19%	0,18%	0,17%	0,16%	0,21%
14. Ostale kratkoročne obveze	0,20%	0,16%	0,21%	2,01%	2,40%
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	1,16%	1,14%	1,73%	0,00%	0,00%
F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	5,61%	4,10%	0,00%	0,00%	0,00%

Izvor: izrada autora

Kapital i rezerve iznose oko 70 % ukupne pasive. Temeljni kapital čini oko 45 %, dok zadržana dobit u poduzeću čini ostatak. Dugoročne obveze obuhvaćaju oko 20 % pasive unutar koje većinsku stavku predstavljaju obveze prema bankama i drugim institucijama što implicira da su upravo banke i druge kreditne institucije glavni kreditori Društva. Kratkoročne obveze sačinjavaju oko 8% ukupne pasive, u kojima najveću vrijednost imaju obveze prema bankama.

4.2.3.2.2. Račun dobiti i gubitka

Poslovni prihodi jesu najznačajniji izvor prihoda Društva. Najveća stavka jesu poslovni prihodi koji čini gotovo ukupnu stavku poslovnih prihoda i u 2019. godini iznose 1,176 milijardi kn. Poslovni rashodi su stabilni sve do 2020. godine kada iznose čak 146%, što implicira da su rashodi značajno veći od prihoda te je poduzeće ostvarilo gubitak. Unutar poslovnih rashoda većinu čine materijalni troškovi, troškovi osoblja i amortizacija. Za vrijeme krizne godine evidentan je porast troškova osoblja i amortizacije što je posljedica pada prihoda od prodaje. Financijski prihodi čine neznatan dio ukupnih prihoda i tijekom razdoblja imaju opadajući trend i u 2020. godini iznose neznatnih 0,05%. Financijskih rashodi s inicijalnih 5,02% imaju trend pada sve do 2020. u kojoj poduzeće zbog zaduživanja ima rastuće financijske rashode uslijed obveza za kamate. Strukturno gledajući ukupne prihode i rashode poduzeće je poslovalo sve do 2019. godine s pozitivnim poslovnim rezultatom gdje dobit poduzeća iznosi u prosjeku 20% ukupnih prihoda. U 2020. godini, sukladno poslovnim okolnostima poduzeće je ostvarilo gubitak od gotovo 119 milijuna kn.

Tablica 4 Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka

	2016	2017	2018	2019	2020
I. POSLOVNI PRIHODI	101,13%	101,28%	102,19%	100,35%	118,46%
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	1,13%	1,28%	2,19%	0,35%	18,46%
II. POSLOVNI RASHODI	77,43%	76,88%	79,09%	81,28%	146,81%
2. Materijalni troškovi	27,06%	27,42%	26,93%	30,33%	39,03%
3. Troškovi osoblja	23,23%	22,61%	22,43%	24,40%	38,47%
4. Amortizacija	16,69%	15,43%	19,34%	19,37%	54,41%
5. Ostali troškovi	10,11%	9,57%	9,52%	0,00%	0,00%
6. Vrijednosna usklađenja	0,04%	0,35%	0,36%	0,14%	1,53%
7. Rezerviranja	0,07%	0,09%	0,12%	0,23%	0,11%
8. Ostali poslovni rashodi	0,24%	1,42%	0,39%	6,80%	13,25%
III. FINANCIJSKI PRIHODI	2,68%	2,10%	0,86%	0,14%	0,05%
IV. FINANCIJSKI RASHODI	5,02%	3,21%	1,35%	1,08%	4,44%
IX. UKUPNI PRIHODI	107,49%	105,15%	105,64%	102,87%	118,52%
X. UKUPNI RASHODI	82,45%	80,10%	80,44%	82,36%	158,23%
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	25,05%	25,06%	25,20%	20,51%	-39,71%
XII. POREZ NA DOBIT	3,46%	4,02%	0,02%	2,74%	-10,65%
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	21,59%	21,04%	25,18%	17,78%	-29,06%

Izvor: izrada autora

4.2.3.3. Analiza prema financijskim pokazateljima

“Najznačajniji instrument analize financijskih izvještaja su financijski pokazatelji”.¹⁵³ Financijski pokazatelji računaju se na temelju podataka iz bilance, za prikaz pozicija, i iz računa dobiti i gubitka za prikaz određenog vremenskog razdoblja. Pokazatelji su uz ostale financijske analize ključni u procesu donošenja odluka te ih je nužno promatrati u cjelini s ostalim pokazateljima i provedenim analizama.

4.2.3.3.1. Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelji zaduženosti prikazuju financijsku snagu poduzeća.¹⁵⁴ Reprezentativni pokazatelji u ovoj skupini jesu odnos dugoročnog duga i glavnice te stupanj zaduženosti. Prema Orsagu, eksterni izvori financiranja odnosno dugovi ne bi smjeli biti veći od vlasničke glavnice ili veći od

¹⁵³ Žager et al. (2017, str. 43)

¹⁵⁴ Orsag, S. (2015) Poslovne financije. Zagreb: Avantis i HUFA

50%.¹⁵⁵ Iz tablice 5 je vidljivo da stupanj zaduženosti poduzeća kroz promatrano razdoblje ne prelazi 30%. Skok zaduženosti na 29,68% u 2019. godini rezultat je velike investicije društva u nove komplekse i preuređenja. Odnos dugoročnog duga i glavnice prikazuje strukturu dugoročnog financiranja poduzeća. Društvo Plava laguna bilježi pad pokazatelja, a zatim ima tendenciju rasta sve do 2020. godine gdje odnos dugoročnog duga i glavnice iznosi 24,53%. Koeficijent vlastitog financiranja pokazuje koliki je postotak imovine financiran vlastitim izvorima. Suprotan je od stupnja zaduženosti i njegove vrijednosti bi u pravilu trebale biti veće od 50% što je i prikazano. "Pokazatelji pokrića brojevi su koji govore o tome koliko su kamate i drugi fiksni tereti financiranja pokriveni veličinom profita ili novčanog toka."¹⁵⁶ Tako stupanj pokrića 1 sučeljava dugotrajnu imovinu i vlastiti kapital iz kojeg proizlazi koliki je udio dugotrajne imovine financiran internim kapitalom. U tablici niže vidljivo je da su njegove vrijednosti ispod preporučene vrijednosti od 100, što znači da se u 2019. godini kada pokazatelj iznosi 84,75% poduzeće služilo eksternim izvorima financiranja dugotrajne imovine. Stupanj pokrića 2 pokazuje koliki se udio dugotrajne imovine financira dugoročnim izvorima. Njegove vrijednosti su u promatranom razdoblju na zadovoljavajućim razinama, što znači da poduzeće indirektno upravlja i likvidnošću održavajući ovaj pokazatelj stabilnim. Prema pokazatelju pokrića kamata vidljivo je da su kamate dovoljno pokriveno profitom, odnosno kreditori su sigurni u naplatu potraživanja kamata.

Tablica 5 Pokazatelji zaduženosti

POKAZATELJI ZADUŽENOSTI	2016	2017	2018	2019	2020
ODNOS DUGOROČNOG DUGA	0,24	0,20	0,21	0,23	0,25
POKRIĆE KAMATA	29,48	12,11	22,97	17,64	-7,75
STUPANJ POKRIĆA 1	75,44	82,13	77,91	84,75	82,02
STUPANJ POKRIĆA 2	98,81	102,44	98,70	110,57	108,68
KOEFICIJENT VLASTITOG FINANCIRANJA	0,68	0,72	0,72	0,70	0,69
FAKTOR ZADUŽENOSTI	2,30	2,02	1,65	2,32	9,83
Ukupna zaduženost (stupanj zaduženosti)	0,30	0,26	0,26	0,30	0,31

Izvor: izrada autora

¹⁵⁵ Ibid.

¹⁵⁶ Ibid.

4.2.3.3.2. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti pokazuju zaradu u odnosu na angažiranu, aktivnu imovinu ili poslovnu aktivnost. Oni su među najvažnijim pokazateljima za vlasnike i dioničare jer pokazuju posluje li poduzeće rentabilno ili ne. Profitne marže mjere su profitabilnosti prodaje te predstavljaju veličinu poslovnog rezultata u odnosu na prodaju.¹⁵⁷ Tako neto profitna marža prikazuje udio zarada nakon kamata i poreza u prodaji, a bruto profitna marža prije kamata i poreza. Razlika bruto i neto profitne marže čini porezno opterećenje. Na primjeru Društva veća neto profitna marža od 25,18% u odnosu na bruto profitnu maržu 23,10% u 2018.g. rezultat je odgođene porezne imovine. Društvo ima izrazito uspješne pokazatelje profitabilnosti sve do krizne 2020. godine u kojoj generira velike gubitke. Profitabilnost imovine (*engl. Return on Asset*) i profitabilnost glavnice (*engl. Return on Equity*) upotpunjuju pokazatelje profitnih marži. Tako se profitabilnost ukupne imovine računa kao omjer bruto dobiti i ukupne imovine, a profitabilnost glavnice kao omjer neto dobiti i vlasničke glavnice. U tablici 6 je vidljivo da profitabilnost glavnice i imovine imaju trend rasta sve do 2019. g. u kojoj je Društvo zbog povećanja amortizacije ima smanjenu rentabilnost imovine te ona iznosi 6,56% i zbog povećanja glavnice manju profitabilnost glavnice koja iznosi 8,74%.

Tablica 6 Pokazatelji profitabilnosti

POKAZATELJI PROFITABILNOSTI	2016	2017	2018	2019	2020
Bruto profitna marža	0,24	0,24	0,23	0,19	-0,28
Neto profitna marža	0,22	0,21	0,25	0,18	-0,29
ROA	0,08	0,09	0,08	0,07	-0,04
ROE	0,11	0,10	0,12	0,09	-0,05

Izvor: izrada autora

4.2.3.3.3. Pokazatelji likvidnosti

“Pokazatelji likvidnosti imaju važnu ulogu u ocjeni sposobnosti poduzeća da podmiruju kratkoročne obveze, ali i uvođenjem dodatne dimenzije ocjene učinkovitosti upravljanja kratkotrajnom imovinom, dolazi se do obuhvatnijih zaključaka o financijskom položaju i sigurnosti poslovanja poduzeća.”¹⁵⁸ Tekući omjer sučeljava kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze. Ovaj pokazatelj je na početku promatranog razdoblja u 2016.godini iznosio niskih 0,99,

¹⁵⁷ Orsag, S. (2015) Poslovne financije. Zagreb: Avantis i HUFA

¹⁵⁸ Žager L., Ježovita A. Utjecaj strukture imovine poduzeća na ocjenu likvidnosti, Ekonomski fakultet, Zagreb str.230

međutim kroz analizirano razdoblje je rastao i trenutno je na zadovoljavajućoj razini od 1,88 u 2020. godini što znači da je kratkotrajna imovina gotovo dvostruko veća od kratkoročnih obveza. Brzi omjer pokazuje trenutno utrživu imovinu kojom se mogu podmiriti tekuće obveze. Brzi omjer ima obrazac ponašanja kao i tekući omjer, odnosno 2016. godine je iznosio 0,98, a na kraju 2020. godine zadovoljavajućih 1,87. Novčani omjer sučeljava trenutno raspoloživ novac u banci i kratkoročne obveze. Ovaj pokazatelj od 2016. pa sve do 2020. ima visok trend rasta i u posljednjoj analiziranoj godini 2020. ima vrijednost 1,74. Poželjno je da je vrijednost ovog pokazatelja što viša, međutim previsoka vrijednost može upućivati na probleme s upravljanjem novcem. Neto obrtni kapital pokazuje apsolutan iznos kratkotrajne imovine koji je financiran iz dugoročnih izvora. U 2016. i 2018. godini neto obrtni kapital je negativan, odnosno iznosi u 2016. godini niskih 16.330.015 kuna. Značajan rast ima u 2019. godini gdje iznosi 309.267.486 te se zadržao na tim razinama što znači da se dio kratkotrajne imovine financira iz dugoročnih obveza. Koeficijent financijske stabilnosti iznosi 2019. godine 0,90 i u 2020. se zadržava na razini od 0,92. Vidljivo je da poduzeće financira dio svoje kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora financiranja.

Tablica 7 Pokazatelji likvidnosti i solventnosti

POKAZATELJI LIKVIDNOSTI I SOLVENTNOSTI	2016	2017	2018	2019	2020
Tekući omjer	0,99	1,99	1,08	2,09	1,88
Brzi omjer	0,98	1,97	1,05	2,07	1,87
Novčani omjer	0,07	0,35	0,86	2,01	1,74
dugoročnih obveza i vlastitog kapitala (odnos duga i g	0,31	0,25	0,27	0,30	0,33
ukupnih obveza i vlastitog kapitala (relativna zaduž	0,45	0,36	0,36	0,42	0,45
KOEFICIJENT FINANCIJSKE STABILNOSTI	1,01	0,98	1,01	0,90	0,92
NETO OBRJNI KAPITAL	-2.059.335,00	249.967.435,00	16.330.015,00	309.267.486,00	250.573.195,00

Izvor: izrada autora

4.2.3.3.4. Pokazatelji investiranja

U 2017. godini došlo je do dijeljenja dionica s postojećih 546.318 redovnih dionica na 2.197.772. Poduzeće ima i povlaštene dionice te su isto podijeljene 2017. godine sa 105 000 na 420 000 te se nominalna cijena smanjila s 1000 na 250 kuna po dionici. Podjelom dionica, posljedično se bogatstvo vlasnika povećava. Dijeljenje dionica je pozitivan znak za investitore i buduće dioničare jer se dijeljenjem dionica nagovještjuje budući razvoj poduzeća.

„Pokazateljima investiranja mjeri se uspješnost ulaganja u dionice poduzeća.”¹⁵⁹ Na temelju pokazatelja investiranja sadašnji i potencijalni investitori odlučuju o zadržavanju udjela u

¹⁵⁹ Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager. L., Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, 2009., str. 254

vlasništvu, njegovom smanjenju ili povećanju. Zarade po dionici pokazuju koliko je neto dobiti ostvareno po dionici. Zarade po dionici pokazuju trend pada. U 2016. godini ovaj pokazatelj je iznosio 390, a u 2020. iznosi -54. Opadajući trend ovog pokazatelja može obeshrabriti buduće investitore. "Odnos cijene i zarade je pokazatelj koji se najčešće koristi prilikom trgovanja dionicama i govori koliko je puta tržišna cijena veća od zarada po dionici."¹⁶⁰ Odnos cijene i zarade Društva je iznimno volatilna te kao takva nije atraktivna investitorima. Najveću vrijednost ima u 2017. godini kada iznosi 63,09, a najmanju u 2020. gdje iznosi -27,42. Prinos od dividendi je jednako tako volatilna te najveću vrijednost ima u 2018. godini kada iznosi 6,01%. Odnos isplate dividendi, koji pokazuje koliki je udio ostvarene dividende po dionici u ostvarenoj dobiti po dionici, tijekom cijelog promatranog razdoblja je ispod vrijednosti 1, odnosno samo 57% je zadržane dobiti u 2019. godini.

Tablica 8 Pokazatelji investiranja

POKAZATELJI INVESTIRANJA	2016	2017	2018	2019	2020
Neto zarade po dionici	390	102	126	95	-54
ODNOS CIJENE I ZARADA	12,03	63,09	14,10	17,31	-27,42
ODNOS ISPLATE DIVIDENDI	0,51	0,47	0,85	0,43	0,00
PRINOS OD DIVIDENDI	4,25%	0,74%	6,01%	2,49%	0,00%

Izvor: izrada autora

4.2.3.3.5. Pokazatelji aktivnosti

"Pokazateljima aktivnosti koji se utvrđuju na temelju podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka obično se smatraju koeficijenti obrta imovine i pripadajući dani vezivanja."¹⁶¹ Pokazatelji aktivnosti odražavaju brzinu poslovnog procesa i mogućnost upotrebe određene imovine. "Formula za izračun koeficijenta obrtaja je omjer efekta i mase, dok efekt prikazuje ostvareni učinak angažiranih sredstva, a masa prosječnu angažiranu imovinu."¹⁶² Tako koeficijent obrtaja potraživanja bilježi visoke vrijednosti, osim u 2018. godini kada je došlo do značajnog rasta potraživanja te taj pokazatelj iznosi 26,45. Promatrajući vrijeme naplate, možemo zaključiti da društvo naplaćuje svoja potraživanja u vrlo kratkom roku. S obzirom na prirodu poslovanja, pokazatelj obrtaja zaliha poprima vrlo niske vrijednosti tijekom cijelog analiziranog razdoblja. Tako su se primjerice zalihe tijekom svake godine obrnule preko 100 (2020.g.), a ranijih godina preko 200 puta u godini dana. To potvrđuje i pokazatelj vremena obrtaja zaliha koji se kreće u

¹⁶⁰ Orsag, S. (2015) Poslovne financije. Zagreb: Avantis i HUFA

¹⁶¹ Žager K., Tušek, B. et al. (2016.) Računovodstvo 1, Udžbenici sveučilišta u Zagrebu str 242

¹⁶² Orsag, S. (2015) Poslovne financije. Zagreb: Avantis i HUFA

prosjeku 1,5 do 2020. godine kada iznosi 3,27 što znači da je za obrtaj zaliha potrebno malo više od tri dana. Koeficijent obrtaja fiksne imovine je tijekom promatranog razdoblja stagnirao na vrijednosti od oko 0,40 međutim u kriznoj 2020. godini iznosi 0,15 što implicira da se fiksna imovina obrnula 0,15 puta tijekom godine. Koeficijent obrtaja tekuće imovine je izrazito volatilan u promatranom razdoblju što upućuje na smanjenu sposobnost poduzeća prilikom upravljanja kratkotrajnom imovinom.

Tablica 9 Pokazatelji aktivnosti

POKAZATELJI AKTIVNOSTI	2016	2017	2018	2019	2020
Obrtaj potraživanja	45,39	67,68	26,45	67,61	13,09
Obrtaj zaliha	231,36	219,14	240,76	259,06	110,23
Vrijeme obrtaja zaliha	1,56	1,64	1,50	1,39	3,27
Obrtaj obveza prema dobavljačima	15,99	15,14	26,12	47,68	20,94
Vrijeme obrtaja obveza prema dobavljačima	22,52	23,78	13,78	7,55	17,19
KOEFICIJENT OBRTAJA FIKSNE IMOVINE	0,38	0,40	0,39	0,42	0,15
KOEFICIJENT UKUPNE IMOVINE	0,35	0,36	0,36	0,34	0,12
KOEFICIJENT TEKUĆE IMOVINE	3,76	2,13	4,72	1,97	0,76

Izvor: izrada autora

4.2.4. SWOT analiza

Posljednja analiza poslovanja poduzeća, temeljnog na *top-down* pristupu, je SWOT analiza. SWOT analiza objedinjuje sve analize makroekonomskog okruženja te ih klasificira u 4 kategorije (*Strength-snage, Weakness-slabosti, Opportunities-prilike i Threatness-prijetnje*). Snage i slabosti dolaze iz unutarnjeg, a prilike i prijetnje iz vanjskog okruženja. "Opsežna SWOT analiza omogućuje djelovanje na strateškim razinama s ciljem pružanja razumijevanja strateškog položaja korporacije i očitava sveobuhvatne težnje za budućim aktivnostima."¹⁶³ Izrađena na temelju makroekonomskih analiza i analizama industrije, u nastavku je prikazana SWOT matrica Plave lagune d.d

¹⁶³ Osman O.M., Mahmoud M.A. (2018.) *Managing Risks during Strategy Implementation Literature Review*, Kuala Lumpur, Universiti Teknologi Malaysia, IJIRMP, Volume 6, Issue 6, 2018, str. 9

Tablica 10 SWOT matrica Plave lagune d.d.

SNAGE	SLABOSTI
<ul style="list-style-type: none"> - dobra reputacija, prepoznatljiv brend Plave lagune - pozicioniranost na atraktivnim destinacijama u Istri - diverzificirana ponuda usluga i aktivnosti, veliki broj smještajnih jedinica (od 2* do 5*) - renovirani i <i>Eco-friendly</i> campovi i hoteli - <i>loyalty</i> program Plava Laguna Club - Visoki standardi usluge i kvalitete (ISO) - Razvoj i jačanje destinacijskog turizma (pozitivne eksternalije na lokalnu ekonomiju) - poslovanje sa svjetskim turoperatorima - mogućnost rezervacije direktnim kanalima (vlastiti rezervacijski sustav) - izvrsna strategija u <i>business</i> segmentu (<i>home office in a hotel</i>) - politika društveno odgovornog poslovanja - neprestano obogaćivanje i popunjavanje postojećih ponuda - dobra infrastruktura - prilagođen program preferencijama potrošačima (program lojalnosti) - 16 Plavih zastava u Umagu i Poreču - Kvalitetan marketing - oglašavanje putem društvenih mreža i na portalima 	<ul style="list-style-type: none"> - visoki troškovi održavanja izvan sezone (velik broj smještajnih jedinica je zatvoreno) - problem radne snage (sezonski radnici) - neprofitabilnost i prosječne ocjene <i>Economy</i> kategorizacije hotela - rast troškova zbog sveopćeg manjka radne snage - kompleksnije upravljanje zbog novih investicija - geografska koncentracija
PRILIKE	PRIJETNJE
<ul style="list-style-type: none"> - mogućnost širenja smještajnih kapaciteta u Dalmaciju - mogućnost korištenja bespovratnih sredstava EU za razvoj poslovanja - potpuna igradnja autoceste (Istarski ipilon) – dolazak niskobudžetnih (Ryanair) aviokompanija u okolne zračne luke - rast <i>weekend getaway</i> putovanja - razvoj cikloturizma i zdravstvenog oblika turizma - povećana potražnja za zdravijim i ekološkim proizvodima (zeleni ili ekoturizam) - mogućnost produljenja sezone (event, digitalni nomadi, konferencije) - blizina Aquaparka Istralandie (mogućnost organizacije izleta) - rast emitivnih tržišta turista 	<ul style="list-style-type: none"> - rast kontinentalnog, zdravstvenog i drugih oblika turizma - gospodarska kriza - oporavak Grčke, Tunisa i Turske - konkurentne zemlje s nižim cijenama (ekonomija obujma - <i>all inclusive</i> paketi) - sezonalnost turističke potražnje - manjak kvalitetnog kadra - nepogodna porezna politika (visoki porezni nameti) - česte promjene poreznih stopa (korekcija cijena radi održavanja prihoda) - promjena preferencija potrošača - demografska struktura potrošača - reintermedijacija (posrednici- manje marže za poduzeće) - visoka izloženost sezonalnosti (ljetno) - neriješenja pitanja turističkih zemljišta i pomorskih dobara (problem građevinskih dozvola) - rastuća potražnja za apartmanima i privatnim smještajem

Izvor: izrada autora

4.3. Analiza rizika poslovanja poduzeća

Slijedom provedene "top-down" analize moguće je prepoznati i identificirati određene rizike koji mogu nepovoljno utjecati na vrijednost poduzeća. „Identifikacijom rizika nastoje se identificirati izvori rizika i predvidjeti razvoj budućih događaja te mogući uzroci i posljedice tih događaja.“¹⁶⁴ Uz identifikaciju rizika, potrebno je provesti i objektivnu kvantifikaciju rizika, u kojoj će na temelju izrađenih scenarija i analize osjetljivosti biti prikazan utjecaj rizika na novčani tok društva te temeljem toga biti određena značajnost i vjerojatnost svakog identificiranog rizika. Opisani detektirani i kvantificirani rizici biti će prikazani u mapi rizika koja će vizualno prezentirati trenutne i potencijalne rizike za poduzeće te odrediti važnost upravljanja istima.

4.3.1. Identifikacija rizika

Sukladno provedenoj PESTLE i Porter analizi pet sila, financijskoj analizi i kreiranjem SWOT matrice poduzeća, moguće je identificirati potencijalne rizike društva Plava laguna koji mogu dovesti do pada vrijednosti poduzeća. „Identifikacijom rizika nastoje se identificirati izvori rizika i predvidjeti razvoj budućih događaja te mogući uzroci i posljedice tih događaja“.¹⁶⁵

Intelektualni rizik ključan je u poslovanju društva Plava laguna. Imajući u vidu prirodu pretežito uslužnog poslovanja, zadržavanje visokokvalitetnog kadra od iznimne je važnosti za kontinuitet poslovanja i održavanje pozitivne reputacije. S obzirom da društvo neprestano ulaže u svoj rast i razvoj, nastupanje ovog rizika značajno bi utjecalo na vrijednost i poslovanje poduzeća u cjelini. Politički rizik poduzeća ogleda se u činjenici da je većina smještajnih kapaciteta društva Plave lagune u neposrednoj blizini sa Slovenijom, s kojom Republika Hrvatska već dugi niz godina vodi arbitražni postupak oko graničnog pitanja.¹⁶⁶ Budući da je ovo pitanje još otvoreno, postoji mogućnost nezadovoljstva stanovništva na tom području, što negativno utječe na boravak i privlačenje turista iz susjedne Slovenije na područja obližnjih gradova Poreča i Umaga. Valutni rizik proizlazi iz promjena tečaja EUR, u kojoj valuti je baziran pretežiti dio prihoda obzirom na djelovanje na međunarodnom tržištu, dok se, s druge strane, novčani odljevi iz poslovne

¹⁶⁴ Miloš Sprčić, D., Puškar J., Zec I., Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb 2019

¹⁶⁵ Klara Bedeković, Miloš Sprčić, Integrirano upravljanje rizicima – strateški alat za bolje upravljanje poslovanjem u knjizi Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva; Ekonomski fakultet Zagreb, str 28

¹⁶⁶ <http://www.mvep.hr/hr/ostalo/prestanak-arbitraznog-postupka/> (31.8.2021)

djelatnosti ugovaraju i realiziraju u kunama, s kratkoročne perspektive promatranja.¹⁶⁷ Dodatno, valutni rizik proizlazi iz budućih komercijalnih transakcija, te priznate imovine i obveza.¹⁶⁸ Grupa Plava laguna ima imovinu koja ostvaruje prihod od kamata, stoga prihodi Grupe (Društva) kao i novčani tok iz poslovnih aktivnosti ovise o promjenama tržišnih kamatnih stopa. Sukladno navedenom, prepoznata je i prijetnja kamatnog rizika u poslovanju.¹⁶⁹ Negativna tržišna konjunktura, odnosno niske kamatne stope pokazatelj su preplavljenosti tržišta novcem, što može ukazivati na budući rast kamata kako bi se tržište oporavilo. Razborito upravljanje rizikom likvidnosti podrazumijeva održavanje dostatne količine novca, osiguravanje raspoloživosti financijskih sredstava adekvatnim iznosom ugovorenih kreditnih linija i sposobnost podmirenja svih obveza.¹⁷⁰ Međutim, kriza uzrokovana pandemijom SARS-CoV-2 virusa uzrokovala poteškoće s likvidnošću kada je poduzeće značajno povećalo operativne izdatke. Na temelju analize Porterovih pet sila, rizik konkurencije je prisutan. Naime, veliki postojeći konkurenti poput Valamara, i svi potencijalni predstavljaju prijetnju za poslovanje Plave lagune. S rastom alternativnih oblika turizma i sukladno demografskim promjenama, poduzeće je suočeno s rizikom promjena preferencija potrošača. Naime, kontinentalni turizam sve više dobiva na značenju, ali i zdravstveni te privatni oblici smještaja poput apartmana i vila. S obzirom na obujam poslovanja, broj dobavljača je iznimno velik te je rizik dobavljača nezaobilazna pojava. Poduzeće upravlja mnogim kompleksima i ima široku lepezu usluga kojoj su dobavljači, odnosno njihova pravovremena i kvalitetna isporuka robe i usluga, od iznimne važnosti. S porastom kompleksnosti poslovanja, raste i protok informacija kao i količina delikatnih i osjetljivih podataka. Curenje povjerljivih informacija, odnosno narušavanje informatičke sigurnosti predstavlja rizik kibernetičke sigurnosti koji je postao jedan od presudnih za uspješno poslovanje poduzeća. Reputacijski rizik objedinjuje sve rizike, odnosno svaki rizik ima utjecaj na reputaciju poduzeća. Za svako poduzeće postoji rizik sigurnosti. U turističkom pogledu, što je i srž poslovanja promatranog poduzeća, najbitnija je sigurnost i bezbrižnost za vrijeme odmora. Na žalost, uvijek se mogu dogoditi elementarne nepogode ili događaji koji su na razini državne sigurnosti te tako narušiti sigurnost destinacije.

¹⁶⁷ Financijsko izvješće Plava laguna 2020 str. 4

¹⁶⁸ Financijski izvještaj PLAG 2019 g. str 49

¹⁶⁹ Ibid. Str 51

¹⁷⁰ Ibid. Str 53

4.3.2. Kvantifikacija i mapiranje rizika

4.3.2.1. Objektivna kvantifikacija

U nastavku rada prikazan je cjelokupan postupak vrednovanja procesa vjerojatnosti i značajnosti svakog pojedinačnog rizika prikazanog u tablici 13. Kako je već ranije navedeno, vrednovanje vjerojatnosti rezultat je subjektivne procjene temeljene na povijesnim i budućim makroekonomskim predviđanjima, a značajnosti kao posljedica utjecaja događaja na sadašnju vrijednost procijenjenog slobodnog novčanog toka poduzeća (*eng. Free cash flow to the firm, FCFE*). S namjerom izračunavanja vrijednosti procijenjenih budućih novčanih tokova poduzeća, nužno je odrediti i ostale stavke koje su neophodne u cijelom procesu vrednovanja, a obuhvaćaju izradu *pro forma* financijskih izvještaja te izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća, izračun ponderiranog troška kapitala, utvrđivanje rezidualne vrijednosti poduzeća te određivanje ukupnih slobodnih novčanih tokova.

U analizi rizika društva Plava laguna koristit će se metoda rizičnih novčanih tokova. Ona će se primijeniti na bazne vrijednosti koju predstavljaju slobodni novčani tokovi poduzeća izračunati putem metode diskontiranih novčanih tokova (*DCF metoda, discounted cash flow method*). Procjena vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova temelji se na *pro forma* prognozi očekivanih budućih novčanih tokova procjenjivanog poduzeća koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost.¹⁷¹ Ta je metoda najprikladnija za procjenu strateškog, kontrolnog paketa dionica u poduzeću koje je stabilno i namjerava nastaviti poslovati i dalje (*a*) koncepcija vrednovanja profitabilnih poduzeća s pretpostavljenim vremenski neograničenim kontinuitetom poslovanja).¹⁷² Unutar modela glavna je pretpostavka da svaka imovina ima svoju intrinzičnu vrijednost, dakle vrijednost imovine temeljenu na budućim koristima od vlasništva koja se može procijeniti na temelju novčanog toka, rasta i rizika poduzeća.¹⁷³ Drugim riječima, sadašnja vrijednost poduzeća izvedena je korištenjem sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova poduzeća.

¹⁷¹ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 95

¹⁷² *ibid.* str.95

¹⁷³ *ibid.*str 95

Izrada *pro forma* financijskih izvještaja, odnosno simulacije kretanja budućih novčanih tokova, osnova je modela diskontiranih novčanih tokova poduzeća. Prilikom izrade *pro forma* izvještaja društva Plava laguna, korištena je metoda postotka od prodaje u kojoj se projiciraju očekivani prihodi od prodaje, na temelju kojih je izvedena većina preostalih stavki izvještaja o dobiti i bilance.¹⁷⁴ Kriza uzrokovana pandemijom SARS-CoV-2 virusa uvelike je utjecala na pad cjelokupnog hrvatskog gospodarstva, poglavito uslužnog sektora. Međutim, sukladno trenutnim kretanjima tržišta, Republika Hrvatska ostvaruje neočekivane gospodarske rezultate. Početkom godine, procjena Ministarstva turizma Republike Hrvatske predviđala je rast od 50% prihoda od prodaje u 2021. godini¹⁷⁵ u odnosu na kriznu 2020. godinu. Trenutna tržišna kretanja, ukazuju na drugačije. U ljetnoj sezoni 2021. do početka kolovoza boravilo je čak više turista nego rekordne 2019. godine.¹⁷⁶ Dodatno, rejting agencija Standard & Poors je u rujnu 2021. godine podigla procjenu rasta hrvatskog gospodarstva s 5.1% na 6.5% u 2021. godini zbog snažnog oporavka hrvatskog turističkog sektora koji je nadmašio sva očekivanja.¹⁷⁷ Stoga se, prema subjektivnoj procjeni, već do 2022. godine očekuje povratak na razinu pretkrizne 2019. godine, odnosno rast od 69,19 % godišnje. Pozitivne stope rasta utemeljene su prema trenutnim i budućim makroekonomskim očekivanjima te subjektivnoj procjeni. Za ostatak razdoblja, od 2023. do 2025. godine preuzeta je stopa rasta prema predviđanjima profesora Aswatha Damodarana, specijalista u vrednovanju poduzeća, koja u segmentu hotela u Europi procjenjuje stopu rasta od 6,13%.¹⁷⁸

Izrada *pro forma* financijskih izvještaja temelji se na stvarno ostvarenim povijesnim financijskim izvještajima procjenjivanog poduzeća,¹⁷⁹ u ovom slučaju poduzeća Plava laguna. *“Projekcije su izrađene metodom postotka od prodaje – dakle, projicirani su očekivani prihodi od prodaje, na temelju kojih je izvedena većina preostalih stavki izvještaja o dobiti i bilance, uz određene iznimke.”*¹⁸⁰ Prilikom projekcije prihoda od prodaje predmetnog poduzeća, do 2022. određen je

¹⁷⁴ Ibid. str 176.

¹⁷⁵ <https://mint.gov.hr/vijesti/globalni-prihodi-od-turizma-i-putovanja-u-2021-mogli-bi-porasti-50-posto/22260>

¹⁷⁶ <https://www.eu-projekti.info/turisticka-sezona-i-eu-fondovi-ubrzavaju-oporavak-hrvatskoga-gospodarstva-od-koronakrize/> (16.9.2021)

¹⁷⁷ <https://www.index.hr/vijesti/clanak/standard-poors-hrvatski-turizam-nadmasio-ocekivanja-gospodarstvo-ce-rasti-65/2304717.aspx> (18.9.2021)

¹⁷⁸ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (15.6.2021)

¹⁷⁹ Sprčić D.;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 176

¹⁸⁰ Ibid. str 176.

povratak razine prihoda na pretkriznu 2019. godinu. Od 2023. Do 2025. godini stope rasta prihoda od prodaje preuzeta je prema rastu industrije hotela s prognoza dostupnih na stranicama Aswatha Damodarana 6,13%. Projekcija poslovnih troškova rezultat je pretpostavke zadržavanja udjela u prihodima od prodaje koji odgovara prosjeku svih udjela tijekom analiziranog razdoblja. Iznimku u računanju predstavlja amortizacija koja je izvedena korištenjem prosjeka udjela amortizacije u materijalnoj imovini tijekom analiziranih godina na materijalnu imovinu prethodne godine te je uvećana za kapitalne investicije. Financijski prihodi projicirani su kao prosjek iznosa svih analiziranih godina te iznose 12.023.351 kuna. Financijski rashodi projicirani su kao umnožak kratkoročnih i dugoročnih financijskih obveza prethodne godine pomnoženo s kamatnom stopom troška duga uvećanu za 0,5 postotnih poena. Stopa poreza iznosi 18%.

Tablica 11 Pro forma izvještaj računa dobiti i gubitka

	2021	2022	2023	2024	2025
I. POSLOVNI PRIHODI	768.292.400	1.247.601.311	1.319.445.825	1.395.694.408	1.476.617.029
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	692.705.999	1.172.014.910	1.243.859.424	1.320.108.007	1.401.030.628
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	75.586.401	75.586.401	75.586.401	75.586.401	75.586.401
II. POSLOVNI RASHODI	701.283.639	1.003.104.387	1.052.378.826	1.105.366.514	1.162.238.471
2. Materijalni troškovi	208.881.402	353.414.172	375.078.461	398.070.771	422.472.509
3. Troškovi osoblja	181.670.469	307.374.988	326.217.074	346.214.181	367.437.110
4. Amortizacija	209.309.435	212.907.816	217.481.144	223.027.543	229.550.060
5. Ostali troškovi	40.444.543	68.429.619	72.624.355	77.076.228	81.801.001
6. Vrijednosna usklađenja	6.276.198	6.276.198	6.276.198	6.276.198	6.276.198
7. Rezerviranja	453.718	453.718	453.718	453.718	453.718
8. Ostali poslovni rashodi	54.247.875	54.247.875	54.247.875	54.247.875	54.247.875
III. FINANIJSKI PRIHODI	12.023.351	12.023.351	12.023.351	12.023.351	12.023.351
IV. FINANIJSKI RASHODI	18.927.706	18.927.706	18.927.706	18.927.706	18.927.706
IX. UKUPNI PRIHODI	780.315.751	1.259.624.662	1.331.469.176	1.407.717.759	1.488.640.379
X. UKUPNI RASHODI	720.211.346	1.022.032.093	1.071.306.532	1.124.294.220	1.181.166.178
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	60.104.405	237.592.569	260.162.644	283.423.538	307.474.202
XII. POREZ NA DOBIT	10.818.793	42.766.662	46.829.276	51.016.237	55.345.356
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	49.285.612	194.825.906	213.333.368	232.407.301	252.128.845

Izvor: izrada autora

Unutar bilance, nematerijalna imovina izračunata je kao postotak od prodaje ekvivalentan prosjeku generiran tokom godina. Zbroj stavaka materijalne imovine prethodne godine i tekućih kapitalnih investicija umanjnih za tekuću amortizaciju čine materijalnu imovinu. Kapitalne investicije projicirane su kao postotak od prodaje, i to na razini prosjeka udjela kapitalnih investicija u prihodima od prodaje ostvarenih u povijesnim godinama (pritom su kapitalne

investicije ostvarene u povijesnim godinama računate kao materijalna imovina tekuće godine umanjena za materijalnu imovinu prethodne godine i uvećana za amortizaciju tekuće godine).¹⁸¹

Dugotrajna financijska imovina ostala je na razini 2020. godine zbog vijeka trajanja. Stavke obrtnog kapitala – potraživanja od kupaca, zalihe i obveze prema dobavljačima – kao i stavka novca na računu i blagajni projicirane su sukladno očekivanoj razini prihoda od prodaje, i to zadržavanjem prosjeka udjela svake od navedenih stavki u ukupnim prihodima od prodaje, ostvarenog tijekom povijesnih godina, i u godinama projekcije.¹⁸² Kratkoročna potraživanja, upisani kapital i rezerve, dugoročni dug i ostale dugoročne obveze, plaćeni troškovi budućeg razdoblja, te kratkoročne financijske i ostale obveze ostaju nepromijenjene tijekom projiciranog razdoblja, odnosno jednake su vrijednostima iz 2020. godine. Zadržana dobit dobivena je zbrajanjem zadržane dobiti i neto dobiti iz prethodne godine, uz pretpostavku zadržavanja dobiti sa ciljem smanjenja ovisnosti o vanjskim izvorima financiranja. Za kratkoročnu financijsku imovinu i kratkoročne financijske obveze pretpostavlja se da će tijekom projiciranog razdoblja biti jednake iznosu iste stavke iz prethodne godine uvećanom za eventualne dodatne kratkoročne investicije ili dodatni dug, ovisno o tome jesu li dodatna potrebna sredstva (AFN) manja ili veća od nule.¹⁸³ U projiciranoj bilanci na slici dolje, vidljivo je da je pasiva veća od aktive što implicira da će analizirano poduzeće imati višak sredstava na raspolaganju, koji se prezentiraju u obliku povećanja kratkotrajne financijske imovine kao dodatne kratkoročne investicije tijekom budućeg razdoblja. Jednako tako, u pasivi su kratkoročne obveze zadržane tijekom projiciranog razdoblja na razini 2020. godine.

¹⁸¹ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 182.

¹⁸² *ibid.* str. 182.

¹⁸³ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 183

Tablica 12 Pro forma izvještaj bilance

AKTIVA	2021	2022	2023	2024	2025
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL					
B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)	2.684.053.554	2.743.381.746	2.797.610.159	2.862.947.969	2.939.440.058
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)	27.297.034	46.184.862	49.015.994	52.020.674	55.209.541
II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)	2.352.321.217	2.392.761.582	2.444.158.863	2.506.491.992	2.579.795.214
III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)	240.425.179	240.425.179	240.425.179	240.425.179	240.425.179
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	64.010.124	64.010.124	64.010.124	64.010.124	64.010.124
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)	308.221.521	472.687.208	501.662.934	532.414.872	565.051.903
I. ZALIHE (AOP 039 do 045)	3.598.033	6.087.646	6.460.819	6.856.867	7.277.193
II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)	31.458.418	4.421.472	4.692.509	4.980.160	5.285.443
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	273.165.070	462.178.090	490.509.606	520.577.845	552.489.267
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	0	0	0	0	0
E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)	2.992.275.075	3.216.068.954	3.299.273.093	3.395.362.841	3.504.491.961
PASIVA					
A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+081+084+087)	2.312.221.532	2.507.047.439	2.720.380.807	2.952.788.108	3.204.916.953
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	1.444.530.057	1.444.530.057	1.444.530.057	1.444.530.057	1.444.530.057
II. KAPITALNE REZERVE	0	0	0	0	0
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	120.750.015	120.750.015	120.750.015	120.750.015	120.750.015
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 082-083)	693.622.094	742.907.706	937.733.613	1.151.066.981	1.383.474.282
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 085-086)	49.285.612	194.825.906	213.333.368	232.407.301	252.128.845
B) REZERVIRANJA (AOP 089 do 094)	11.132.370	11.132.370	11.132.370	11.132.370	11.132.370
C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 096 do 106)	735.612.025	735.612.025	735.612.025	735.612.025	735.612.025
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	701.353.406	701.353.406	701.353.406	701.353.406	701.353.406
10. Ostale dugoročne obveze	24.288.562	24.288.562	24.288.562	24.288.562	24.288.562
11. Odgođena porezna obveza	9.970.057	9.970.057	9.970.057	9.970.057	9.970.057
D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 108 do 121)	297.719.053	320.305.895	323.691.480	327.284.600	331.097.979
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	0	0	0	0	0
F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+088+095+107+122)	3.356.684.980	3.574.097.729	3.790.816.681	4.026.817.103	4.282.759.328
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	0	0	0	0	0
Dodatna potrebna sredstva	364.409.905	358.028.775	491.543.588	631.454.262	778.267.366
dodatne kratkoročne investicije	364.409.905	358.028.775	491.543.588	631.454.262	778.267.366

Izvor: izrada autora

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.¹⁸⁴ Izračun slobodnog novčanog toka poduzeća računa se prema formuli:¹⁸⁵

$$V_P = [\Pi \times (1 - t)] + A - \Delta I - \Delta NOK$$

gdje V_P predstavlja slobodan novčani tok poduzeća, izraz $\Pi \times (1 - t)$ predstavlja NOPAT (*non-operative profit after tax*), A amortizaciju, ΔI predstavljaju kapitalne investicije i ΔNOK investicije u neto obrtni kapital. Stavka investicije u neto obrtni kapital izračunat je zbrojem potraživanja

¹⁸⁴ Sprčić D., Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 104

¹⁸⁵ Sprčić D., Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 105

od kupaca i zaliha poduzeća umanjeno adicijom obveza za plaće radnika i obveza prema dobavljačima.

Prilikom procjene vrijednosti poduzeća od izuzetne je važnosti odrediti stopu prosječnog ponderiranog troška kapitala (*eng. weighted average cost of capital – WACC*) koja je neophodna u procjeni temeljenoj na slobodnim novčanim tokovima poduzeća. Ponderirani trošak kapitala odražava prinos kojeg poduzeće u prosjeku treba zaraditi koristeći sve oblike imovine kako bi zadovoljilo očekivanja investitora.¹⁸⁶ Formula za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala glasi:

$$K_a = W_D \times [r_B \times (1-t)] + W_G \times r_G,$$

a pritom je K_a predstavlja ponderirani prosječni trošak kapitala, W_D ponder duga ili udio duga u strukturi kapitala, r_B trošak duga prije poreza, t stopa poreza na dobit, W_G ponder obične glavnice ili udio obične glavnice u strukturi kapitala, te r_G trošak obične glavnice.¹⁸⁷ Dobivena vrijednost prosječnog ponderiranog troška kapitala od 15,09% će se u nastavku rada koristiti kao diskontna stopa u diskontiranju prognoziranih novčanih tokova.

Tablica 13 Trošak kapitala

Trošak obične glavnice	20,74%
Ponder obične glavnice	70%
Trošak duga	1,78%
Ponder duga	30%
Ponderirani prosječni trošak kapitala	14,96%

Izvor: izrada autora

Trošak duga i trošak obične glavnice te ponderi duga i glavnice neizostavne su stavke prilikom računanja troška kapitala koji će se izračunati pomoću tržišne vrijednosti glavnice i vrijednosti duga društva Plava laguna. Trošak duga se računa kao umnožak kamatne stope i porezne stope. Prema financijskim izvještajima Društva, u 2020. godini prosječan ponderirani trošak duga

¹⁸⁶ Sprčić D.;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str. 64

¹⁸⁷ Sprčić D.;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str.64

iznosio je 1,78%.¹⁸⁸ Kako bi se mogla uvrstiti u formulu za izračun troška kapitala, potrebno je trošak duga korigirati za stopu poreza na dobit koja iznosi 18%. Nakon oporezivanja, trošak duga iznosi 1,46%. Potonji iznos predstavlja realnu vrijednost zaduživanja Društva.

Tablica 14 Trošak duga

Prosječni ponderirani trošak duga	1,78%
Stopa poreza	18%
Trošak duga nakon poreza	1,46%

Izvor: izrada autora

Jedan od najčešće korištenih modela određivanja troška glavnice je model vrednovanja kapitalne imovine, odnosno CAPM model (*eng. Capital Asset Pricing Model*) temeljen na pristupu teorija tržišta kapitala.¹⁸⁹ CAPM uzima u obzir sistematski ili tržišni rizik, odnosno rizik kojeg nije moguće diverzificirati, i dovodi ga u vezu s očekivanim prinosom.¹⁹⁰ Izraz pomoću kojeg se računa trošak obične glavnice glasi:

$$rG = RF \times \beta \times (RM - RF)$$

u kojem je rG oznaka za trošak obične glavnice, RF nerizična kamatna stopa, β koeficijent odnosno mjera sistematskog ili tržišnog rizika, te RM očekivani prinos na tržišni indeks. Nerizična kamatna stopa uglavnom se izjednačava s prinosom na državne obveznice koje je izdala vlada države u kojoj je procijenjeno poduzeće locirano (odnosno u kojoj ostvaruje novčane tokove), koji već odražava rizik zemlje.¹⁹¹ U radu je odabrana dvadesetogodišnja obveznica izdana od strane Ministarstva financija 2020. godine s prinosom do dospijeca od 1,25% koja će u radu predstavljati nerizičnu kamatnu stopu.¹⁹²

¹⁸⁸ Financijski izvještaj Plava laguna 2020

¹⁸⁹ Sprčić D.;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 76

¹⁹⁰ Damodaran, A. (2002) Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. University edition. New York / Chichester / Brisbane / Toronto / Singapore: John Wiley & Sons, Inc., str. 47.

¹⁹¹ Sprčić D.;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 79

¹⁹² <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/obveznice-domace/2277> (15.6.2021)

Tržišna premija rizika (*eng. market risk premium*) predstavlja razliku između očekivanoga tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope.¹⁹³ Tržišnu premiju rizika se može predvidjeti analizirajući povijesne podatke ili pomoću budućih prognoza. U analizi će se koristiti evaluacija premije tržišnog rizika Za Republiku Hrvatsku preuzetu iz procijenjenih i dostupnih podataka na stranicama profesora Aswatha Damodarana koja iznosi 7,14%.¹⁹⁴

“Beta koeficijent (*“beta”*) dionice mjeri korelaciju prinosa na promatranu dionicu sa cjelokupnim tržišnim prinosom. Dionice s betom većom od 1 smatraju se agresivnima (*eng. aggressive*), a one s betom manjom od 1 defenzivnima (*eng. defensive*).”¹⁹⁵ U radu i daljnjim analizama upotrebljavati će se beta koeficijent izračunat po industrijskim sektorima, u ovom slučaju hotelske industrije u Europi, prezet sa stranica Damodarana koji iznosi 2,43 (*total unlevered beta*) koja je korigirana prema strukturi kapitala poduzeća Plava laguna.¹⁹⁶ Prema formuli:

$$\beta_s \text{ dugom} = \beta_{\text{bez duga}} \times [1 + (1 - t) \times (D/G)]^{197}$$

gdje D predstavlja tržišnu vrijednost duga, G tržišnu vrijednost obične glavnice, a *t* stopu poreza na dobit. Prilagođena beta poduzeća iznosi 3,58. Prilagođena beta temelji se na istraživanju Marshalla E. Blumea, koji je pokazao da stvarne bete pokazuju tendenciju konvergiranja ka 1 tijekom vremena te se stoga korištene bete usporedivih poduzeća prilagođavaju za spomenutu tendenciju koristeći sljedeću formulu:¹⁹⁸

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

Prilagođena beta poduzeća Plava laguna iznosi 2,73. S obzirom da je navedena beta veća od jedan, može se zaključiti da je nediverzificirajući, odnosno sistematski rizik veći od standardnog,

¹⁹³ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 80

¹⁹⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> 15.6.2021)

¹⁹⁵ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str.83

¹⁹⁶ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (1.9.2021.)

¹⁹⁷ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str.83

¹⁹⁸ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str.84

a s njime i očekivani prinos, što implicira da će prilikom promjena cijena, vrijednosti dionica hotela, biti volatilnije od tržišne.

Tablica 15 Trošak obične glavnice

Nerizična kamatna stopa	1,25%
Tržišna premija	7,14%
Beta	2,73
Trošak obične glavnice	20,74%

Izvor: izrada autora

Dobivene vrijednosti ranije izračunatih vrijednosti slobodnih novčanih tokova, potrebno je diskontirati pomoću izračunatog prosječnog ponderiranog troška kapitala. Formula za izračun sadašnje vrijednosti očekivanog novčanog toka je:

$$V_0 = V_t \times 1 / (1 + ds)^t$$

pri čemu ds predstavlja diskontnu stopu odnosno WACC, V_0 sadašnju vrijednost očekivanog novčanog iznosa, a V_t buduću vrijednost novčanog iznosa.

Tablica 16 Sadašnja vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka

Godina	2020	2021	2022	2023	2024
Period diskontiranja	1	2	3	4	5
Trošak kapitala	14,96%	14,96%	14,96%	14,96%	14,96%
Slobodni novčani tok (FCFF)	286,08	344,54	441,16	466,07	492,62
Sadašnja vrijednost očekivanog novčanog toka (mil HRK)	248,86	260,71	290,39	266,87	245,37
Sadašnja vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka (mil HRK)	1.312				

Izvor: izrada autora

Ulaskom u dugoročno razdoblje stabilnog rasta te izjednačavanjem njegove vrijednosti s tzv. rezidualnom vrijednošću (*eng. terminal value ili continuing value ili residual value*), pretpostavlja se da poduzeće ostvaruje konstantne marže, zadržava konstantan obrtaj kapitala i zarađuje

konstantan prinos na običnu glavnicu i konstantan prinos na sve nove investicije.¹⁹⁹ Konstantna stopa rasta (*eng. perpetuity growth rate*) označava buduća očekivanja rasta cjelokupnog gospodarstva, odnosno BDP-a i industrije. Postoji više modela prema kojima se može izračunati konstantna stopa rasta, ali u ovom radu korišten je model rasta zadržavanjem dobiti koja se temelji na pretpostavci da je stopa rasta determinirana pokazateljem profitabilnosti glavnice *ROE* i *z* kao stopom zadržavanja zadržane dobiti:²⁰⁰

$$g = ROE \times z$$

Oznaka *z*, odnosno omjer zadržavanja dobiti izračunat je kao razlika broja 1 i omjera *d*, odnosno omjera isplate dividendi.

Tablica 17 Dugoročna stopa rasta

Godina	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
omjer zadržavanja dobiti (<i>z</i>)	0,49	0,53	0,15	0,57	1
ROE	0,11	0,10	0,12	0,09	-0,05
stopa rasta (<i>g</i>)	5,32%	5,52%	1,90%	4,97%	-5,26%

Izvor: izrada autora

Rezidualna vrijednost izračunata kao vrijednost u vječnost prilagođena za rast može se izračunati prema formuli:²⁰¹

$$R_v = V_t \times (1+g) / (k_a - g)$$

gdje *g* označava konstantnu stopu rasta, *k* ukupan trošak kapitala, a *V_t* slobodan novčani tok u razdoblju *t*. Uvrštavanjem ranije izračunatih vrijednosti u matematički izraz za izračun rezidualne vrijednosti izračunali smo rezidualnu vrijednost poduzeća koju je potrebno diskontirati kako bi se dobila sadašnja rezidualna vrijednost. Zbroj potonje dvije vrijednosti predstavlja procijenjenu vrijednost poduzeća putem metode diskontiranih novčanih tokova. Izračunate vrijednosti prikazane su u tablici 21. Procjena vrijednosti predmetnog poduzeća iznosi 3.302 milijarde HRK.

¹⁹⁹ Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet, str 112

²⁰⁰ Ibid. str.111

²⁰¹ Ibid.113 str

Sukladno dobivenim rezultatima, fundamentalna vrijednost po dionici manja od tržišne, što znači da je dionica precijenjena.

Tablica 18 Procijenjena vrijednost poduzeća

Sadašnja vrijednost očekivanog novčanog toka (HRK)	1.312.204.299
Prosječna dugoročna stopa rasta (g)	2,49%
Sadašnja rezidualna vrijednost (HRK)	2.017.566.972
Procijenjena vrijednost poduzeća (HRK)	3.329.771.271
Broj dionica	2.197.772
Fundamentalna vrijednost po dionici	1.034
Tržišna vrijednost po dionici	1.600

Izvor: izrada autora

4.3.2.2. Utjecaj rizika

Svakom identificiranom riziku pridodana je ocjena vjerojatnosti i značajnosti na temelju koje su svrstani u mapu rizika. Ocjena značajnosti svakog rizika temeljena je analizom rizičnog novčanog toka. Drugim riječima, sukladno utjecajem rizika na sadašnju vrijednost prognoziranog petogodišnjeg budućeg novčanog toka FCFF-a (*eng. Free Cash Flow to the Firm*) poduzeća dodijeljena je ocjena značajnosti na skali od 1 do 10. Vjerojatnost rizika rezultat je subjektivne procjene temeljena na povijesnim podacima, te se njezine vrijednosti kreću na skali od 1-5 kako je i prikazano u tablici niže.

Tablica 19 Vrednovanje vjerojatnosti

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

Izvor: izrada autora prema nastavnim materijalima kolegija Upravljanje rizicima

Tablica 20 Vrednovanje značajnosti

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

Izvor: izrada autora prema nastavnim materijalima kolegija Upravljanje rizicima

Tablica 21 Detektirani rizici poduzeća Plava laguna d.d.

Vrsta rizika	Vjerojatnost	Značajnost
reputacijski rizik	1	5
rizik konkurencije	3	4
rizik promjene preferencije potrošača	3	6
valutni rizik	1	2
kamatni rizik	3	1
rizik likvidnosti	2	3
intelektuani rizik	3	3
rizik dobavljača	3	4
politički rizik	2	2
rizik sigurnosti destinacije	3	9
ekološki rizik	2	10
rizik kibernetičke sigurnosti	2	6

Izvor: Izrada autora

U nastavku rada su detaljno elaborirani podaci iz tablice 21, odnosno ocjena vjerojatnosti i značajnosti svakog pojedinog detektiranog rizika.

4.3.2.2.1 Reputacijski rizik

Nezadovoljstvo turista uslugom Društva može dovesti do reputacijskog rizika. Negodovanje i razočaranost turista prilikom boravka u kompleksima Društva najčešće je posljedica određenog incidenta ili događaja koji može naštetiti ugledu Društva kao i nedostatna i loša usluga te neadekvatno ponašanje zaposlenika unutar poduzeća prema gostima.

Primjerice, pretpostavimo da nekoliko gostiju na online platformi Booking ocjeni cjelokupan boravak i uslugu smještaja s veoma niskom ocjenom koja značajno utječe na cjelokupnu ocjenu

smještaja i ugled poduzeća. To bi posljedično utjecalo i na druge turiste koji bi vrlo vjerojatno otkazali putovanje pregledavajući recenzije nezadovoljnih korisnika putem Bookinga. Opisani događaj za društvo implicira vrlo vjerojatno dvogodišnji pad prihoda od prodaje, a i mogući kreditni rizik. S obzirom da Društvo nema ranije zabilježenih negativnih recenzija koje bi mogle naštetiti ugledu kompanije, te kontinuirano ulaže napore u kvalitetnu politiku upravljanja ljudskim kapitalom unutar Društva, vjerojatnost pojave reputacijskog rizika ocijenjena je s ocjenom 1. Značajnost rizika determinirana je padom prihoda od prodaje u prve dvije prognozirane godine zbog nedolaska turista te rastom operativnih troškova radi smanjenja negativnog utjecaja na poslovanje. Analizom osjetljivosti, u najgorem slučaju, padom prihoda od prodaje za 15% te rastom operativnih troškova za 18%, pad petogodišnjeg FCFF-a iznosi 31% što određuje značajnost na razini 5.

Tablica 22 Reputacijski rizik

rast operativnih troškova	Pad prihoda od prodaje		
	8%	12%	15%
10%	-18%	-26%	-31%
15%	-18%	-26%	-31%
18%	-18%	-26%	-31%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.2. Rizik konkurencije

Konkurenciju Društva geografski možemo podijeliti na hrvatsko i inozemno tržište. Konkurenti izvan granica Hrvatske jesu oporavljena tržišta Grčke, Španjolske, Turske i Sjevera Afrike. Izravni su konkurenti Društvu nižim cijenama i bogatijim ponudama u usporedbi s domaćim tržištem. S druge strane, domaće tržište ima mnogo potencijalne konkurencije. Daljnje širenje postojećih inozemnih kompanija, ali i ulazak novih stranih turističko-hotelskih brendova predstavlja potencijalne konkurente. Također, treba uzeti u obzir širenje i jačanje hrvatskih hotelskih kompanija. Širenje najvećeg hotelskog poduzeća Valamar ili inovacije te okrupnjavanje unutar grupe Maistra izlaže Društvo riziku direktne konkurencije. Potonje predstavlja najveću i najvjerojatniju opasnost za Društvo u cjelini. U vidu konkurencije, treba navesti činjenicu da je s konkurentima u turističkom segmentu vidljiva iznimno visoka sličnost usluga i proizvoda, odnosno supstitutivnost.

Pretpostavkom supstitucije smještaja analiziranog poduzeća s konkurencijom u 2022. godini i oporavkom mediteranskih ljetovališta dolazi do pada potražnje za kompleksima unutar Hrvatske, te se može pretpostaviti pad prihoda od prodaje i rast operativnih troškova u 2022. godini. Rast operativnih troškova rezultat je reakcije poduzeća koja će svim sredstvima pokušati privući ili zadržati turiste u svojim kompleksima diverzifikacijom ponude i povoljnijim cijenama. Shodno navedenom, vjerojatnost nastanka ovog rizika kvantificirana je s ocjenom 3 jer sva poduzeća na tržištu, zbog generiranih gubitaka u 2020. godini, žele popuniti svoje smještajne kapacitete. U najgorem slučaju, pretpostavlja se pad prihoda od prodaje za 10% te rast operativnih troškova za 12% što generira pad petogodišnjeg FCF-a za 22%, što određuje njegovu značajnost na razini 4.

Tablica 23 Rizik konkurencije

rast operativnih troškova	Pad prihoda od prodaje		
	4%	6%	10%
5%	-10%	-14%	-22%
8%	-10%	-14%	-22%
12%	-10%	-14%	-22%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.3. Rizik promjene preferencije potrošača

Uslijed rastuće potražnje za aktivnim odmorom i kao posljedica promjene demografske strukture, rizik promjene preferencije potrošača sve je izraženiji. Pored navedenog, izniman rast potražnje bilježi privatni apartmanski smještaj, ali i vile. Tako je putem platforme *My Istria i Istria home*, turistima omogućen pregled svih luksuznih apartmana i vila diljem Jadrana, u sklopu kojeg su dostupni mnogobrojni izleti, ali i bogata gastronomska ponuda. Rast ostalih oblika turizma kao što je ekološki ili cikloturizam također mijenja preferencije potrošača prilikom odabira lokacije i smještaja. Sukladno depopulaciji, može se pretpostaviti da će kontinentalni ili zdravstveni turizam sve više dobivati na značajnosti, a tradicionalan tip odmora će se polako smanjivati. Istovremeno, rast potražnje za privatnim smještajem i vilama dodatno može smanjiti prihode od prodaje.

Pretpostavimo li dugotrajniji nastanak potonjih okolnosti, odnosno rast zdravstvenog turizma i rast potražnje za privatnim oblicima smještaja može se očekivati trajan, kontinuiran pad prihoda od prodaje. S obzirom na već aktualne promjene preferencije potrošača te aktualan imperativ

zdravlja kao i sve veći naglasak na aktivniji odmor, vjerojatnost ovog rizika ocijenjena je s ocjenom 3. Pretpostavljen je, u najgorem slučaju, pad prihoda od prodaje 19%, što dovodi do pada petogodišnjeg FCFF-a za značajnih 46%. Na temelju izračunate vrijednosti promjene FCFF, značajnost je određena ocjenom 6.

Tablica 24 Rizik promjene preferencije potrošača

Pad prihoda od prodaje	FCFF	Promjena FCFF
9%	1.000.640.962	-23%
15%	816.537.287	-37%
19%	693.801.504	-46%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.4 Valutni rizik

Poslovanje Društva usko je vezano uz stranu valutu EUR pa tako dolazi i do valutnog rizika. Kako je već ranije navedeno, društvo realizira prihode i obveze prema bankama vezane uz kredite u valuti EUR, međutim kratkoročne obveze, odnosno operativne troškove realizira u kunama. U ljetnim mjesecima, zbog velikog broja turista, rast priljevi stranih deviza, a s time i aprecijacijski pritisak na kunu. Hrvatska narodna banka provodi stabilizacijsku politiku tečaja eura prema kuni gdje se tečaj kreće unutar zadanih granica između 7,3 i 7,7 vrijednosti, stoga se ne mogu očekivati značajne i iznenadne promjene tečaja. U slučaju analiziranog poduzeća do tečajnih razlika dolazi zbog vremenskog razgraničenja između prihoda od prodaje i novčanih primitaka te obveza prema bankama i novčanih izdataka u stranoj valuti, odnosno euru. Poduzeće većinu prihoda generira u stranoj valuti EUR, kao i većinu obvezu prema bankama, odnosno prisutan je prirodni hedžing kako bi se poduzeće zaštitilo od negativnog utjecaja promjene tečaja. S obzirom na stabilizacijsku politiku Hrvatske narodne banke vjerojatnost ovog rizika procijenjena je na razini 1. Aprecijacija kune znači smanjenje primitaka u kunama prilikom dopsjeća potraživanja od kupaca zbog čega dolazi do negativnih tečajnih razlika. S druge strane, deprecijacija kune dovodi do rasta primitaka prilikom dopsjeća potraživanja od kupaca, odnosno generiraju se pozitivne tečajne razlike.

Aprecijacijom kune krajem 2021. godine došlo bi do pada prihoda od prodaje i rasta financijskih rashoda u istoj godini zbog generiranja negativnih tečajnih razlika. Sukladno simulaciji proporcionalnog smanjenja prihoda od prodaje i rasta financijskih rashoda od 2% dolazi do pada FCFF-a za 6%, te je značajnost kvantificirana brojem 2. S obzirom na uvođenje eura 1.1.2023.

godine kao službenog platnog sredstva u Republici Hrvatskoj, pretpostavljaju se stabilne stope rasta.

Tablica 25 Valutni rizik

pad prihoda od prodaje i rast financijskih rashoda	FCFF	Promjena FCFF
1,0%	1.245.977.516	-4%
2,0%	1.215.158.558	-6%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.5 Kamatni rizik

Promjena u kamatnoj stopi, odnosno njezino povećanje, značilo bi rast duga Društva prema svojim kreditorima i kreditnim institucijama. Uzevši u obzir kriznu 2020. godinu te trenutnu stagnaciju svjetskog gospodarstva, za očekivati je da će kamatne stope rasti kako bi se tržište vratilo u pozitivnu konjunkturu. Pretkrizne 2019. godine svjetsko gospodarstvo počelo je značajno usporavati te su kamatne stope bile na rekordno niskoj razini zbog preekspanzivne monetarne politike Europske središnje banke. Sukladno opisanom nije za očekivati dramatičan rast kamatnih stopa koje bi mogle značajno utjecati na poduzeće, stoga je vjerojatnost ocijenjena s ocjenom 3.

U scenariju je pretpostavljen rast kamatne stope sa trenutnih 1,78% na značajno viših 5,78% u 2022. godini. Dakle, rast kamatne stope za 4 postotna poena uzrokuje jednokratni pad FCFF-a za 1,24% zbog rasta rashoda s osnove kamata u 2022. godini. Kao posljedica simulacije, značajnost je prema izračunatim promjenama zanemariva te je ocijenjena samo s ocjenom 1.

Tablica 26 Kamatni rizik

Rast kamata	Nova kamatna stopa	FCFF	Promjena FCFF	Procijenjena vrijednosti poduzeća
1%	2,78%	1.289.208.219,52	-0,31%	3.283.587.542 -1,39%
2%	3,78%	1.285.209.755,78	-0,62%	3.279.589.078 -1,51%
3%	4,78%	1.281.211.292,05	-0,93%	3.275.590.615 -1,63%
4%	5,78%	1.277.212.828,31	-1,24%	3.271.592.151 -1,75%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.6 Rizik likvidnosti

Analizirajući pokazatelje likvidnosti poduzeća može se zaključiti da poduzeće uspješno upravlja istoimenim rizikom. Rastući iznosi stavke novca u blagajni ukazuje da poduzeće raspolaže visokim

utrživim izvorom sredstava prilikom redovnih i izvanrednih operativnih troškova. Isto tako novčani, brzi te tekući odnos Društva su na zadovoljavajućim razinama. Pokriće kamata poduzeća je izrazito visoko te visok obrtaj zaliha ukazuje na konstantnu aktivnost poduzeća. Poduzeće u vrlo kratkom roku naplaćuje svoja potraživanja što ukazuje na dodatnu novčanu stabilnost. Koeficijent obrtaja tekuće imovine pokazuje trend volatilnost tijekom promatranog razdoblja što upućuje na smanjenu sposobnost poduzeća prilikom upravljanja kratkotrajnom imovinom. Zbog sezonalnosti poslovanja, poduzeće ima visoke zalihe novčanih sredstava na računu kako bi servisirala operativne troškove. Sukladno dobrim pokazateljima likvidnosti te niskim stupnjem zaduženosti, poduzeće nema veću prijetnju rizika likvidnosti.

Međutim, može se pretpostaviti da u 2021. godini za vrijeme pandemije, poduzeće zbog primjena mnogih epidemioloških mjera i uslijed pada potražnje i ograničenja, otvorilo samo par kompleksa. Dodatno, zbog strogih epidemioloških mjera, poduzeće je imalo rast operativnih troškova u vidu potrebne opreme i održavanja kompleksa prema propisanim epidemiološkim mjerama. Ukoliko se pretpostavi manji broj turista i povećaju ograničenja, poduzeće bi moglo imati poteškoće u servisiranju svojih obveza i operativnih troškova zbog pada prihoda od prodaje. S obzirom da poduzeće ima dostatne količine sredstava na računu, vjerojatnost nastanka ovog događaja je 2. Međutim, pretpostavkom jednokratnog pada prihoda od prodaje za 7% te rastom operativnih troškova za 10%, dolazi do pada FCFF-a za 16% što određuje značajnost ovog rizika na razini 3.

Tablica 27 Rizik likvidnosti

rast operativnih troškova	Pad prihoda od prodaje		
	3%	5%	7%
5%	-8%	-12%	-16%
7%	-8%	-12%	-16%
10%	-8%	-12%	-16%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.7 Intelektualni rizik

Upravljanje ljudskim resursima od iznimne je važnosti za svako poduzeće. Zadovoljstvo zaposlenika utječe na kvalitetu njihova rada i oni predstavljaju pokretačku snagu poduzeća. Aktualna negativna tržišna kretanja te nedostatak kvalificirane radne snage stvaraju pritisak na poduzeće. Intelektualni rizik se može manifestirati na više načina. Može se pretpostaviti da velik

dio radne snage odlazi iz Republike Hrvatske u potrazi za bolje plaćenim poslovima i boljim uvjetima rada. Problematična demografska struktura, odnosno depopulacija također čini prepreku radi sve manjeg broja raspoložive mlađe radne snage. Jednako tako, izravni konkurenti Plavoj laguni jesu Valamar riviera d.d. i Maistra d.d. koji mogu ponuditi bolje uvjete rada djelatnicima pojedinih odjela, a upravo opis i ista branša posla pospješuju ovu mogućnost. Odlaskom radnika, Društvo se suočava s povećanjem troškova obučavanja novih zaposlenika, pri čemu dolazi do rasta neefikasnosti unutar poduzeća zbog mogućih pogrešaka i usporavanja cijelokupne koncepcije rada. Zbog trenutne visoke pregovaračke moći radnika, Društvo se nalazi pred velikim izazovom uslijed zahtjeva boljih uvjeta rada, povećanja plaća i bonusa što dovodi do rasta troškova za plaće.

Pretpostavlja se da će tijekom budućih ljetnih sezona, zbog manjka radnika, poduzeće biti primorano ponuditi i osigurati bolje uvjete rada sezonskim radnicima, što uključuje produljenje ugovora, odnosno sigurnost posla i veće stimulacije. Isto tako, u slučaju zapošljavanja nekvalificirane radne snage, povećati će se broj grešaka u poslovanju koje mogu utjecati i na reputacijski rizik. Opisano znači kontinuiran rast troškova osoblja kroz petogodišnju projekciju. Vjerojatnost nastanka ovog rizika, sukladno trenutnom manjku radne snage te depopulaciji stanovništva, je vrlo izvjesan te je ocijenjen s ocjenom 3. U najgorem slučaju, pretpostavljeno je da, troškovi osoblja rastu 25%, što uzrokuje pad petogodišnjeg FCFF-a za 15,64% te određuje razinu značajnosti s 3.

Tablica 28 Intelektualni rizik

Rast troškova osoblja	FCFF	Promjena FCFF
10%	1.212.303.972	-6,26%
15%	1.171.852.617	-9,38%
20%	1.131.401.261	-12,51%
25%	1.090.949.906	-15,64%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.8 Rizik dobavljača

Rizik dobavljača označava nemogućnost dobavljača da isporuči svoja dobra i usluge. Sukladno poslovanju hotela, svježe namirnice i hrana vrlo su bitna stavka u gastronomskoj ponudi. Dogodi li se slučaj da dobavljači svježih namirnica ne mogu isporučiti proizvode, uslijed vremenskih

nepogoda i loših uvjeta, Društvo može značajno gubiti na kvaliteti posluženih namirnica ukoliko su primorani tražiti iste iz drugih izvora. Jednako tako, uslijed širenja i otvaranja novih kompleksa, poželjno je da radovi budu gotovi prije sezone. U slučaju nedostataka radnika koji bi trebali završiti investicijski projekt prije otvorenja sezone, poduzeće će se naći u neugodnoj situaciji.

Sukladno opisanom, pretpostavlja se da poduzeće Plava laguna 2022. godine donese odluku o izgradnji novog kompleksa. Manjak izvođača radova je, sukladno manjku radne snage u sektoru građevine, vrlo izgledan, a k tome je izgledno i značajno poskupljenje građevinskog materijala zbog velike potražnje. Ovaj rizik predstavlja veliku prijetnju za Društvo, jer bi se njegov nastanak negativno odrazio na operativno poslovanje poduzeća u 2022. godini te bi poduzeće pretrpjelo gubitke. U scenariju se pretpostavlja pad prihoda od prodaje zbog produljenja radova uzrokovanih manjkom radne snage što implicira moguću odgodu otvorenja kompleksa. Rast operativnih troškova izvjestan je zbog rasta cijene rada i građevinskog materijala. Sukladno navedenim okolnostima, vjerojatnost ovog rizika ocijenjena je ocjenom 3. U najgorem slučaju, pretpostavljen je pad prihoda od prodaje 10% te rast operativnih troškova 15%, što generira pad petogodišnjeg FCF-a za 22% te određuje značajnost na razini 4.

Tablica 29 Rizik dobavljača

rast operativnih troškova	Pad prihoda od prodaje		
	5%	7%	10%
10%	-12%	-16%	-22%
15%	-12%	-16%	-22%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.9 Politički rizik

Nestabilnost javne vlasti te nedefinirana vanjska i unutarnja politika određene zemlje predstavlja politički rizik. Republika Hrvatska već dugi niz godina vodi spor oko granica sa susjednom Slovenijom. Geografski gledano, većina smještajnih kapaciteta Plave lagune d.d. upravo je u neposrednoj blizini granice sa Slovenijom. Upravo neriješena pitanja oko granica, mogu dovesti do nezadovoljstva, a samim time i pada broja slovenskih turista na tim područjima.

Pretpostavlja se da je problem razgraničenja sa susjednom Slovenijom presuđen u korist Republike Hrvatske. Zasigurno će veliki dio slovenskih državljana, nezadovoljni donešenom

odlukom, promijeniti svoju destinaciju odmora radi političkih stavova. Realizacija ovog scenarija imala bi za posljedicu kontinuirani pad prihoda od prodaje kroz duže razdoblje. Ovom riziku dodijeljena je ocjena vjerojatnosti 2, a značajnost je, kroz kvantifikaciju pada prihoda od prodaje 5%, koja uzrokuje pad vrijednosti petogodišnjeg FCFF-a za 13%, ocijenjena s ocjenom 2.

Tablica 30 Politički rizik

Pad prihoda od prodaje	FCFF	Promjena FCFF
2%	1.215.428.583	-6%
3%	1.184.744.637	-8%
5%	1.123.376.746	-13%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.10 Rizik sigurnosti destinacije

Sigurnost određene destinacije može biti narušena kao posljedica neželjenog incidenta na području Republike Hrvatske, što uključuje teroristički napad ili određeni međunarodni incident koji će narušiti sliku sigurnosti Hrvatske. Aktualna pandemija SARS-CoV-2 virusa je tako svaku regiju na svijetu stavila pod pitanje sigurnosti, odnosno sigurnost je determinirana brojem zaraženih i sigurnosnim mjerama na određenom području. Republika Hrvatska u svojoj povijesti nema zabilježenih međunarodnih incidenata kao ni pokušaja terorističkih napada koji bi stavili sigurnost zemlje pod upitnik. Međutim, pandemija SARS-CoV-2 virusa koja je zadesila svijet 2020. godine značajno je utjecala na sigurnost. Tako je zbog zatvaranja granica i loše epidemiološke slike pojedinih zemalja, Republika Hrvatska ostala bez značajnog dijela prihoda od turizma.

Pretpostavlja se da će se u 2022. godini pojaviti novi soj SARS-CoV-2 virusa koji će na globalna kretanja imati negativan učinak kroz zatvaranja granica i ograničenja kretanja ljudi. Za Republiku Hrvatsku, koja gotovo 20% BDP-a ostvaruje od turizma to bi bio snažan udarac. Jednako tako, ukoliko se epidemiološka slika Republike Hrvatske bude pogoršavala, kretanja domicilnog stanovništva i dolazak turista biti će svedeni na minimum. Vjerojatnost ovoga rizika, sukladno trenutnoj epidemiološkoj situaciji, ocijenjena je s 3, dok je značajnost, prema simulaciji pada prihoda od prodaje od visokih 35% koji uzrokuje pad petogodišnjeg FCFF-a od značajnih 84%, ocijenjena s 9.

Tablica 31 Rizik sigurnosti destinacije

Pad prihoda od prodaje	FCFF	Promjena FCFF
30%	356.278.099	-72%
35%	202.858.370	-84%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.11 Ekološki rizik

Pod ekološki rizik možemo ubrojiti rizik onečišćenja ili rizik elementarnih nepogoda poput požara, potresa i poplava, ali i loših vremenskih uvjeta koji bi se negativno odrazili na boravak turista u odabranoj destinaciji. Dugačak i nepovoljan kišni period tijekom ljeta može dovesti do odlaska i nezadovoljstva gostiju zbog nemogućnosti korištenja prirodnih ljepota mora i obale u ljetnim mjesecima. Veliki ekološki problem može stvoriti i sam kompleks ukoliko nema ispravne odvođe kanalizacije iz smještajnih kapaciteta. Curenje kanalizacije te neadekvatno rješenje tog problema ili istjecanje iste u more može značajno naštetiti obali, ali i narušiti reputaciji hotela koja ne vodi kvalitetnu politiku gospodarenja otpadom. S obzirom da su, smještajni kapaciteti Plave lagune d.d smješteni blizu luke Koper i Trst, u koju pristižu brojni tankeri i kontejnerski brodovi, izloženi su povećanom riziku onečišćenja mora.

Ukoliko se pretpostavi havarija jednog tankera u Tršćanskom zaljevu, ona bi narušila okolnu floru i faunu, obalni izgled, ali i okolne plaže Društva koje su pod koncesijom radi čega bi se poduzeće susrelo s dugogodišnjim značajnim gubicima zbog dugotrajne sanacije šteta. Manifestacijom onečišćenja mora u Tršćanskom zaljevu, pala bi potražnja za kompleksima smještenim u okolnim destinacijama, Umagu i Poreču. Vjerojatnost onečišćenja je, zbog brojnih mjera predostrožnosti, ocijenjena s ocjenom 2. Simulacijom pada prihoda od prodaje za 40% dolazi do pada vrijednosti petogodišnjeg FCFF-a za čak 96% što određuje značajnost na razini 10.

Tablica 32 Ekološki rizik

Pad prihoda od prodaje	FCFF	Promjena FCFF
35%	202.228.745	-84%
40%	49.205.332	-96%

Izvor: izrada autora

4.3.2.2.12 Rizik kibernetičke sigurnosti

Rizik kibernetičke sigurnosti je u modernoj eri, zbog povećanja informatizacije i digitalizacije, sve izraženiji i prisutniji. Kibernetički rizik može predstavljati pad informatičkih sustava unutar hotela što uključuje gubljenje osobnih podataka gostiju te podatke s njihovih kreditnih kartica. Nadalje, sigurnosni proboj u informatičku mrežu hotela ili određeni kvar na elektroničkim instalacijama izložio bi hotel sigurnosnom problemu, što direktno utječe i na reputaciju poduzeća zbog inkriminiranih podataka gostiju. Tema kibernetičkog napada na hotelsku grupaciju Merriott, u kojoj je od 2014. do 2018. godine kompromitirano više od 399 milijuna podataka gostiju²⁰², je i dalje podsjetnik mnogim hotelskim poduzećima na nužnost visoke razine sigurnosti podataka gostiju. S obzirom da hotel Bonavia, u središtu Rijeke, novom idejom *Home office in a hotel* privlači veliki broj poslovnih ljudi, vrlo je važno da hotel ima provjerenu i sigurnu internetsku vezu. Može se dogoditi, da su upravo takva vrsta gostiju meta mnogobrojnih hakera koji putem nesigurnih hotelskih mreža krađu povjerljive poslovne i privatne podatke klijentima. Ovakav rizik je od iznimne važnosti jer utječe direktno na ugled hotela.

Ukoliko se pretpostavi jedan hakerski napad na cjelokupan IT sustav društva Plave lagune uslijed informatičkog propusta u 2021. godini, to će uzrokovati trajan pad prihoda od prodaje zbog gubitka povjerenja gostiju i enormnog pada reputacije. Istovremeno, za sanaciju nastale štete potrebne su znatne količine novčanih sredstava. Uzevši u obzir i moguće kazne regulatornih tijela zbog nedovoljnih tehničkih i organizacijskih mjera, utjecaj rizika mogao bi imati fatalne posljedice. S obzirom na implementirane mnogobrojne sigurnosne mjere unutar hotela, vjerojatnost ovog rizika ocijenjena je s 2. Međutim, manifestacijom ovoga rizika u najgorem slučaju može se očekivati pad prihoda od prodaje 25% i rast operativnih troškova za 40% na razini cjelokupnog Društva. Prema provedenoj simulaciji pada broja gostiju zbog nesigurnosti te visokim troškovima sanacije pad FCFF-a iznosi 47 % što određuje njegovu značajnost na razini 6.

²⁰²<https://feralis.hr/centar/zastita-podataka-i-privatnosti/marriott-kaznjen-s-184-mil-gbp-organizacijske-i-tehnicke-mjere-zastite> (17.9.2021)

Tablica 33 Kibernetički rizik

rast operativnih troškova	Pad prihoda od prodaje		
	15%	20%	25%
30%	-31%	-39%	-47%
40%	-31%	-39%	-47%

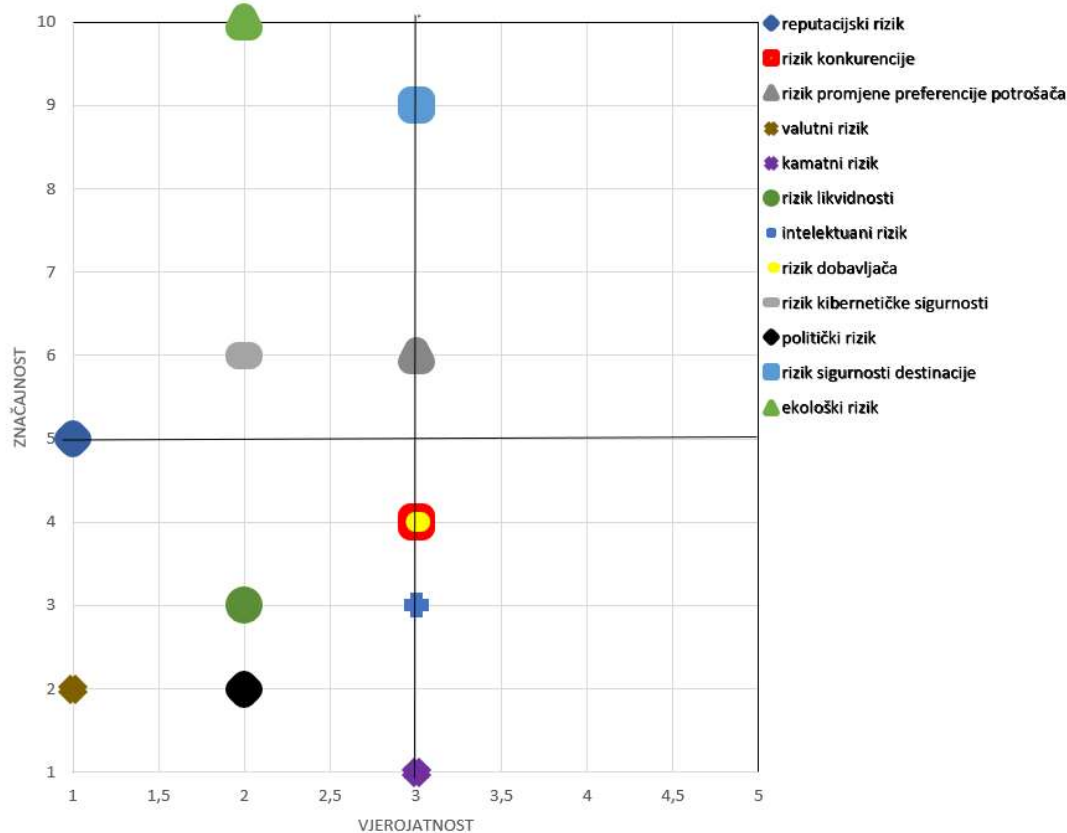
Izvor: izrada autora

4.3.2.3. Mapa rizika

Na temelju provedene kvantifikacije izrađena je mapa rizika Plave lagune prikazana na slici 4. Prema vizualnom prikazu mape, većina je rizika pozicionirana u četvrtom kvadrantu mape, odnosno potrebno ih je najmanje kontrolirati. Minimalnu kontrolu poduzeća zahtijevaju politički rizik, rizik likvidnosti i valutni rizik. Kamatni rizik, intelektualni rizik, rizik dobavljača te rizik konkurencije se nalaze na granici trećeg i četvrtog kvadrata što znači da je njima potrebna veća kontrola i upravljanje. Reputacijski rizik se nalazi na granici drugog i četvrtog kvadranta te zahtijeva kontinuirani nadzor. Rizici sekundarnog prioriteta i male vjerojatnosti nastajanja u drugom kvadrantu jesu kibernetički rizik te ekološki rizik. Detektirani su rizici koji su smješteni na granici prvog i drugog kvadranta koje, osim što treba spriječiti, treba i pomno nadzirati. To su rizik promjene preferencije potrošača te rizik sigurnosti destinacije. Upravljanje rizicima unutar poduzeća zahtijeva značajne financijske, ljudske i vremenske kapacitete. Stoga je stepenica prije odluke i implementacije mjera upravljanjima rizicima, provedba Analiza troškova i koristi (*Cost-benefit analysis*) unutar poduzeća. Provedbom potonje analize poduzeće može, sukladno raspoloživim resursima te strategiji poduzeća, odlučiti kojim je rizicima razborito upravljati, a kojima je nepotrebno. Prema Živko, "Određivanje prioriteta rizika temelji se na usporedbi rizika i njegovom predviđanju, te učinku kojeg rizik ima ne samo na financijski rezultat, odnosno na sigurnost poslovanja, nego i na ugled, ranjivost i sl."²⁰³ Pri toj odluci, važan je parametar procijenjena vjerojatnost nastanka i razina značajnosti koju određeni rizik ima za poduzeće u cijelosti. Jednako tako, vijek poduzeća se produljuje s njegovim održivijim razvojem, odnosno uključivanjem socijalne i ekološke komponente u dugoročnu strategiju poduzeća.

²⁰³ Živko I., Marijanović Z., Grbavac J. (2015.) *Rizici u poslovanju – upravljanje pristupom financija i računovodstva*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, No. Posebno izdanje 2015, str. 405

Slika 4 Mapa rizika poduzeća Plava laguna d.d.



Izvor: izrada autora

4.3.3. Odluke o načinu upravljanja rizicima u Plava laguna d.d.

4.3.3.1. Postojeće mjere upravljanja rizicima u društvu Plava laguna d.d.

Aktivnim djelovanjem Društvo je izloženo brojnim rizicima. Društvo Plava laguna nema implementiran cjeloviti ERM sustav upravljanja rizicima, međutim aktivno upravlja najvažnijim rizicima. Prema izvještaju financijskom izvještaju Plave lagune, najizloženiji su tržišnim rizicima koji uključuje valutni, kamatni i cjenovni te kreditnom riziku i riziku likvidnosti.²⁰⁴ Prilikom zaduživanja Društvo prirodno neutralizira valutni rizik budući da su sve kreditne obveze ugovorene u EUR valuti te prilikom zaduživanja aktivno primjenjuju politiku ograničenja visoke izloženosti potonjem riziku prema bilo kojoj financijskoj instituciji. Društvo u cjelini aktivno

²⁰⁴ Financijski izvještaj PLAG, 2020 g. str 52

upravlja kreditnim rizikom, tj. rizikom naplate potraživanja i ostale financijske imovine, adekvatnim prodajnim politikama te politikama upravljanja novčanim sredstvima.²⁰⁵ Novčane transakcije vrše se putem visoko kvalitetnih banaka u Hrvatskoj. Društvo u svom financijskom portfelju ima samo kratkotrajne visoko likvidne instrumente s rokovima naplate do tri mjeseca ili kraće. Društvo je izloženo globalnim makroekonomskim kretanjima, međutim niska zaduženost te visoki stupanj likvidnosti, odnosno financijske stabilnosti društva, pružaju im značajnu prednost. Društvo nije značajno suočeno s cjenovnim rizikom obzirom da ima samo ograničen broj kotiranih vlasničkih ulaganja.²⁰⁶ Ciljevi Društva prilikom upravljanja kapitalom su očuvanje sposobnosti Društva da kontinuirano posluje pod pretpostavkom vremenske neograničenosti s ciljem povrata ulaganja vlasnicima te održavanje optimalne strukture kapitala kako bi umanjilo trošak istog. Društvo kontinuirano prati sve okolnosti i događanja vezano za kretanje pandemije te njezin utjecaj na buduće poslovanje pri čemu pravovremeno poduzimaju adekvatne mjere i aktivnosti za minimiziranje operativnih i financijskih rizika kojima su izloženi, a sve u svrhu primarnog cilja održavanja financijske stabilnosti. Opisana agilnost poduzeća vidljiva je u stabilnoj financijskoj slici Društva, koja joj omogućuje kvalitetnu i adekvatnu pripremu nadolazeće poslovne godine te u većem dijelu umanjuje faktore rizika poglavito u sektoru neograničenosti poslovanja društva. Vidljivo je da Društvo konstantno ulaže permanentne napore u cilju adekvatnog i transparentnog sustava korporativnog poslovanja te da ima evidentnu visoku odgovornost prilikom upravljanja rizicima.

4.3.3.2. Prijedlog mjera za upravljanje rizicima

Unutar detektiranih financijskih rizika nalaze se valutni i kamatni rizik te rizik likvidnosti. Kako je već ranije navedeno, poduzeće se prirodnim hedgingom štiti od ovoga rizika usklađujući priljeve i odljeve sredstava u istoj valuti. Poduzeće operativne izdatke realizira u kunama pri čemu bi moglo doći do valutnog rizika, međutim korištenjem financijskih instrumenata poput izvedenica ili valutnih ročnica poduzeće se može zaštititi od aprecijacije eura, odnosno povećanja novčanih izdataka prilikom servisiranja tekućih obveza. Republika Hrvatska je trenutačno u ERM II režimu

²⁰⁵ Financijski izvještaj PLAG, 2020 g. str 5

²⁰⁶ Ibid. str 47

(*European Exchange Mechanism II*), svojevrsnoj čekaonici prije uvođenja eura što znači da uvođenjem eura kao zakonsko sredstvo plaćanja, valutni rizik će značajno biti smanjen, međutim postojan, jer će opet postojati izloženost prema drugim valutama. Gledajući kamatni rizik, prema trenutno negativnoj tržišnoj konjunkturi i stagnaciji gospodarstva evidentno je da kamatne stope trebale rasti u bliskoj budućnosti. Ukoliko i dođe do značajnog rasta cijene novca, poduzeće se može zaštititi kamatnim ročnicama kako bi izbjegla negativne efekte rasta kamatnih stopa. Poduzeće može koristiti i zamjenu kamatnih stopa (*Interest rate swap*) koji bi omogućio društvu zamjenu promjenjive s fiksnim kamatnim stopama ukoliko dođe do njihovog rasta. Rizik likvidnosti je poput spona koji objedinjuje sve rizike, te svaki rizik direktno ili indirektno utječe na njega. Iznimno je važno da poduzeće dobro i razborito upravlja rizikom likvidnosti. Uzevši u obzir prirodu poslovanja društva u kojoj se ističe sezonalnost te visok stupanj operativne poluge, vrlo je bitno da poduzeće ima dostatne količine novčanih sredstava što je i vidljivo iz financijskih izvještaja poduzeća. Tako poduzeće izvanredne troškove te operativne stavke može servisirati putem novca koji mu je odmah dostupan. Isto tako, usklađivanjem obveza i potraživanja, diversifikacijom instrumenta financiranja te izradom planova upravljanja likvidnošću poduzeće može pospješiti internu likvidnost, a samim time i upravljanje istoimenim rizikom.

U skupini operativnih rizika identificirani su kibernetički rizik, rizik elementarnih nepogoda i sigurnosti destinacije te rizik dobavljača. S obzirom na uzlaznu putanju razvoja tehnologije, kibernetički rizik sve više dobiva na značajnosti. Nužno je da poduzeće s obzirom na privatne podatke gostiju, koristi sigurnu i adekvatnu mrežu kako bi se gosti hotela osjećali sigurno. Poduzeće bi trebalo imati na raspolaganju informatičku službu koja bi, ukoliko dođe do bilo kakvog problema, pravovremeno mogla reagirati te minimizirati moguću nastalu štetu. Sukladno epidemiološkoj situaciji, Društvo Plava laguna je uvela mogućnost ranije prijave (*engl. Pre check-in*) koja gostima omogućuje uštedu vremena prilikom dolaska u hotel i manju interakciju s osobljem. Isto tako unutar hotelskih soba hotela više kategorizacije implementirane su digitalizirane opcije ambijenta što ukazuje na modernizaciju tehnologije cjelokupnog poslovanja poduzeća. Društvo treba kontinuirano ulagati u održavanje sigurnosnih mreža i dodatni naglasak staviti na zaštitu internih poslovnih sustava i podataka. Rizik je pozicioniran u drugom kvadrantu, što znači da zahtijeva kontinuirano i kvalitetno upravljanje jer nastupom ovog rizika direktno je ugrožena i reputacija Društva. S obzirom da Društvo svojim poslovanjem najviše utječe na lokalne proizvođače te tako potiče lokalni gospodarski rast i razvoj, najviše dobavljača upravo je

koncentrirano na tom području. Poduzeće ima velik broj dobavljača te upravo diverzifikacijom i širenjem broja dobavljača smanjuje mogućnost neisporuke robe. Uza sve to, preporučuje se da Društvo redovito prati poslovanje većih dobavljača, održava kontakte te prati tržišna kretanja ključnih inputa za svoje poslovanje. Kada je riječ o ekološkom riziku i riziku elementarnih nepogoda treba naglasiti da za njih ne postoji standardizirano upravljanje. Takvi rizici se najčešće ne mogu niti predvidjeti i na njih nije moguće direktno utjecati. Društvo svakako naglašava ekološku komponentu u strategiji održivog razvoja te dosljedno vodi brigu o svim ekološkim pitanjima. Kao takvo, Društvo može pozitivno utjecati na proširenje održive politike razvoja na lokalnu zajednicu. Kako bi se dodatno involviralo u brigu o okolišu, poduzeće može dobrovoljno donirati potrebna sredstva vatrogasnim i policijskim postrojbama kako bi u slučaju elementarne nepogode mogli brže i efikasnije reagirati. Društvo bi trebalo i putem osiguranja osigurati sve svoje objekte u slučaju elementarnih nepogoda. Prilikom izgradnje novih kompleksa potrebno je također voditi računa o potencijalnim ekološkim rizicima i smanjiti greške prilikom izgradnje. Sukladno navedenim, komponente ljudskog kapitala i ekološke osviještenosti treba biti involvirana prilikom odluka o upravljanju rizicima. Predmetno poduzeće ima iznimno značajan kulturni, društveni i ekonomski utjecaj na regije u kojima su koncentrirani. Tako je primjerice, Umag postao sinonim poduzeća Plava laguna u kojem se svake godine organizira ATP Umag teniski turnir pod njihovim pokroviteljstvom koji ima utjecaj na lokalnu ekonomiju i stanovništvo zbog velikog priljeva turista. Društvo Plava laguna je važan akter na stacionarnim područjima djelovanja, te sukladno tome treba voditi odgovornu poslovnu politiku prema okolini u kojoj je aktivna.

Reputacijski, intelektualni i politički rizik, rizik konkurencije te rizik promjene preferencija potrošača pripadaju skupini rizika strateškog karaktera. Političkim rizikom nije moguće upravljati određenim instrumentom. Ovaj rizik nije moguće jednostavno eliminirati, jer na njega najveći i direktan utjecaj ima Vlada Republike Hrvatske. Velika zamjerka hrvatskome turizmu je problem poznat pod nazivom Buridanov magarac. Naime, javlja se problem želi li hrvatska obala biti prepoznata kao luksuzna destinacija ili kao destinacija dostupna svima. Upravo taj problem, neodlučne turističke politike utječe na poslovanje i daljni razvoj te strategiju poduzeća. Ekonomski segmenti Društva su neekonomični, dok su oni u *premium* segmentu najveći izvor prihoda zbog imućnijih gostiju. Upravo je zato poželjno da, MInistarstvo turizma u integraciji s Vladom Republike hrvatske pronađe kompromis u kreiranju ciljanje i dugoročno održive

strategije hrvatskog turizma, u kojoj bi Hrvatska bila prepoznata kao luksuzno odredište od kojih bi Društvo, ali i ostali sudionici na tržištu profitirali. Kao glavni konkurenti na domaćem tržištu prepoznati su Valamar riviera i grupa Maistra. Rizik konkurencije je uvijek prisutan te ga je zbog blizine pozicije prvog kvadranta, nužno neprestano kontrolirati i njime upravljati. Društvo treba, sukladno tržišnim utakmicama s konkurentima, biti lider u stalnim poboljšanjima i rastom sadržaja i ponuda unutar hotelskih kompleksa. Konstantno ulaganje u infrastrukturu, dodatne sadržaje, obogaćivanjem ponuda te razvojem posebnih oblika turizma za kojima konstantno raste potražnja direktno se upravlja rizikom konkurencije. Primjerice, s rastom digitalnih nomada, poduzeće je u hotelu Bonavia prilagodila uvjete poslovnim ljudima koji mogu nesmetano poslovati unutar hotela, a pritom i uživati. S obzirom na novoaktualni „rad od doma“, poduzeće može prepoznati povećanu potražnju svjetskih digitalnih nomada za atraktivnim lokacijama rada uz potrebne bogate sadržaje za odmor. Poduzeće bi moglo, na lokacijama Poreča i Umaga, investirati u izgradnju kompleksa kreiranog prema potrebama poslovnih ljudi koji bi poslije rada mogli nesmetano uživati u ljepotama prirode i opuštanja u *wellness* prostorijama. Intelektualnim rizikom poduzeće treba kontinuirano upravljati. Uzevši u obzir depopulaciju stanovništva te pretežito sezonski karakter poslovanja poduzeća, ljudski kapital je postao sve veća prijetnja poslovanju. U 2019. godini poduzeće je imalo najbolji Kolektivni ugovor prema kojima su zagwarantirana najveća materijalna prava radnika koji su radnici primali kroz neoporezive nagrade i stimulacije tokom cijele godine.²⁰⁷ U ranijoj 2018. godini poduzeće je izdvojilo čak 1,5 milijuna kuna za sezonske stimulacije radnika. Valja istaknuti i činjenicu da je Plava laguna d.d. prva kompanija u Hrvatskoj u kojoj je zaposleno više radnika na jedan od oblika trajne suradnje, a manje od polovine su sezonski radnici.²⁰⁸ Međutim, poduzeće u kriznoj 2020. godini zbog pada potražnje nije zapošljavala sezonske radnike, a u određenim sektorima je smanjila plaće. Sve opisano utječe indirektno na reputacijski rizik, ali i na mogućnost prelaska radnika konkurenciji koji nude bolje uvjete. Društvo želi kvalitetnu i kvalificiranu radnu snagu koje sukladno tržišnim uvjetima manjka radne snage, sve teže pronalazi. Zato je nužno da poduzeće ima poboljšanje uvjete rada kao i mogućnosti napredovanja koji bi motivirali radnike na dodatan angažman. Potrebne su kontinuirane edukacije, treninzi i briga o zaposlenicima putem organizacije

²⁰⁷ <https://hrturizam.hr/plava-laguna-povecava-primanja-radnicima-u-prosjeku-885/> (21.6.2021)

²⁰⁸ <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/plava-laguna-za-sezonske-stimulacije-izdvojila-gotovo-1-5-milijuna-kuna-foto-20180724>(30.8.2021)

teambuildinga i kontinuiranog praćenja zadovoljstva radnika koje provodi odjel ljudskih resursa. Interne kontrole odnosno supervizija radnika kao i dobro mentorstvo poželjno je omogućiti svakom radniku. Problem sezonskih radnika moguće je riješiti i putem godišnjih ugovora koji pružaju sigurnost radniku kroz duže razdoblje. Promjena preferencija potrošača postaje sve veći izazov za mnogobrojna turistička poduzeća. Zbog rastuće potražnje drugih oblika turizma koji uključuju aktivni odmor, ali i drugačiji vid smještaja poput apartmana i vila, pada potražnja za boravkom u hotelima. Kao posljedica pandemije SARS-CoV-2 virusa, sve veći broj turista zahtjeva neovisan odmor, odnosno smještaj u neovisnim nekretninskim jedinicama koja će im pružiti izvrsnu uslugu.²⁰⁹ Poduzeće u svojoj portfeljskoj lepezi ima sve vrste smještajnih kapaciteta, tako da gosti mogu birati smještajne jedinice u kojima žele odsjesti. Jednako tako, kako bi učinili boravak gostima zanimljivijim poduzeće može organizirati izlete u okolna mjesta u sklopu ponuda te tako privući veći broj avanturista i ljubitelja prirode. Zbog sve veće potražnje i rastućeg cikloturizma, poželjno je da Društvo ima mogućnost iznajmljivanja bicikala i organizirane ture po Istri. Društvo ima pregršt dodatnih sadržaja posebice u vidu teniskog sporta, ali i drugih dodatnih sadržaja koji su popraćeni visokom razinom ljubaznosti hotelskog osoblja. Opisana diverzifikacija smanjuje izloženost promjenama preferencijama potrošača, međutim poduzeće treba kontinuirano pratiti želje i potrebe tržišta te u skladu s time usklađivati svoje sadržaje i ponude. Trenutna predviđanja, stavljaju naglasak na zdravstveni turizam.²¹⁰ Poduzeće Plava laguna bi mogla, u vidu kreiranje značajne konkurentske prednosti, kreirati projekt zdravstvenog i bogatog *wellnes* turizma. Konceptija koja bi imala široku lepezu zdravstvenih usluga upravo na lokaciji blizu mora, privukla bi velik broj ljudi. Rizik reputacije poduzeća kruna je svih rizika. On povezuje sve rizike i svaki rizik utječe na ime i ugled poduzeća. Reputacijski rizik od presudne je važnosti za uspjeh poslovanja poduzeća jer se gubitkom ugleda multipliciraju negativni učinci ostalih rizika kojima je poduzeće izloženo. „Reputacija je značajan i vitalan čimbenik uspjeha svih organizacija, no zbog svoje potencijalne izloženosti velikom broju nepovoljnih događaja vrlo je krhka i varijabilna.“²¹¹ Poduzeće već gradi svoju prepoznatljivost mnogobrojnim priznanjima poput 11 plavih zastava na svim plažama u sklopu hotela i kampova. isto tako poduzeće ima odlične

²⁰⁹ <https://www.poslovni.hr/hrvatska/hoteli-zaboravite-na-stare-navike-gostiju-oporavak-slijedi-samo-uz-ovu-prilagodbu-4283361> (18.9.2021)

²¹⁰ <https://www.poslovni.hr/hrvatska/hoteli-zaboravite-na-stare-navike-gostiju-oporavak-slijedi-samo-uz-ovu-prilagodbu-4283361> (18.9.2021)

²¹¹ Miloš Sprčić D., Jakirlić L. (2017.) *Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 15 No. 2, str. 143

recenzije na digitalnim platformama poput Bookinga koji je vrlo važno održavati i pratiti. Daljnom promocijom i oglašavanjem na društvenim mrežama raste prepoznatljivost i promocija Plave lagune. Opisana diverzifikacija i ulaganje u promociju brenda povećala bi prepoznatljivost i lokalitete poduzeća Plava laguna koja bi bila privlačan faktor mnogim turistima.

Konačno, proces integriranog upravljanja rizicima je kontinuiran proces koji zahtijeva multidisciplinarno razumijevanje i djelovanje. U današnjim tržišnim uvjetima, gdje je glavna karakteristika neizvjesnost, poduzeća su primorana svakodnevno sagledavati nove prijetnje i moguću izloženost riziku. U jednom istraživanju američkih profesora, specijalista u upravljanjima rizicima, oko 70% tržišnih sudionika je potvrdilo iznimno povećanje kompleksnosti i broja rizika u posljednje vrijeme.²¹² Proces upravljanjima rizicima je neprestan, te uključuje značajne financijske, vremenske i ljudske potencijale. Prije implementiranja strategije, poduzeće treba jasno odrediti svoj cilj i djelovanje u kojem će ciljano upravljati rizicima. Ipak, prenaplašena funkcija upravljanjima rizicima može utjecati na zanemarivanje ostalih strateški ciljeva koje poduzeće treba iskoristiti. Prema teoriji, rizik može predstavljati prijetnju, ali i priliku. Na menadžerima je da odluče kojim će rizicima pridodati veću, a kojima manju pažnju. Tu odluku mogu upravo donijeti pomoću prethodno opisane analize koja će eklatantno izložiti sve bitne analitičke segmenta neophodne pri donošenju odluka o upravljanjima rizicima. Rizicima koji su stacionirani blizu prvog kvadranta, poduzeće uspješno implementira strategije kojima minimizira njihovu vjerojatnost i značajnost za poslovanje poduzeća.

²¹² Beasley.M, Branson B.,Hancock B. (2017.) The state of risk oversight: An overview of enterprise risk management practices; 8th edition March 2017, North Carolina, AICPA

5. Zaključak

U ovome radu provedena je kompletna *top down* analiza okruženja poduzeća uz proces procjene vrijednosti poduzeća koja nam je omogućila, zajedno s provedenom simulacijom rizika, uvid u realno stanje poduzeća. Identificirano je ukupno 12 rizika kojima poduzeće treba upravljati te ih kontrolirano nadzirati. Podrobnom analizom, može se zaključiti da Plava laguna jako dobro upravlja svojim rizicima. Unutar identificiranih rizika svakako se ističu oni bliže prvom kvadrantu, promjena preferencija potrošača te rizik sigurnosti destinacije. Iako su ovi rizici značajni i vrlo vjerovatni, poduzeće je implementiralo strategiju kojom nastoji minimizirati njihov utjecaj. Veće probleme poduzeću mogu uzrokovati rizici izvanredne prirode poput elementarnih nepogoda, terorističkih napada ili kibernetičkog rizika, međutim niskom vjerojatnosti nisu identificirani kao značajna dugoročna prijetnja poslovanja poduzeću. Prema financijskim izvještajima Plave lagune, identificirani rizici u ovome radu poklapaju se s manjim brojem detektiranih rizika revizora poduzeća. Sama aktivnost predmetnog poduzeća i njegova interakcija s okolinom ga dovodi do izloženosti rizicima. Veliki broj dobavljača, kupaca, zaposlenika, poslovnih partnera i drugih institucija povećava izloženost i ranjivost poduzeća. Poduzeće ne može bez interakcije s navedenim subjektima, stoga je bitno da minimizira negativne utjecaje subjekata, a iskoristi pozitivne potencijale istih. Proces upravljanja rizicima je proces koji se svakodnevno dopunjuje novim izazovima i mogućim prijetnjama na tržištu. Danas u 2021. godini nakon krize uzrokovane pandemijom SARS-CoV-2 virusom, okolina je izrazito osjetljiva i ranjiva na svaku iznenadnu promjenu. Društvo Plava laguna, iako je završila s gubitkom u kriznoj 2020. godini, je zadržala dobre pokazatelje likvidnosti koji će joj olakšati prevladati krizu. U upravljanju rizicima, najbitnija karakteristika poduzeća je njegova agilnost, odnosno sposobnost adaptacije novim promjenama i izazovima. Ipak, od iznimne je važnosti da poduzeće pravovremeno prepozna moguće tržišne prilike te ih tako pretvori u svoju konkurentsku prednost nad ostalim tržišnim sudionicima. Rad se može zaključiti sa mišlju znanstvenika Charlesa Darwina koji kaže: "Ne preživljavaju ni najjači, ni najpametniji. Preživljavaju oni koji se prilagođavaju promjenama".

Literatura

1. Beasley.M, Branson B.,Hancock B. (2017.) The state of risk oversight: An overview of enterprise risk management practices; 8th edition March 2017, North Carolina, AICPA
2. COSO (2017) Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission
3. Curtis Taylor, J. (2012) Concepts of Strategic Risk and Managing Strategic Risk. [online]. Dostupno na: <http://www.vsu.edu/files/docs/internal-audit/risk-concepts.pdf> [9. 6. 2019.]
4. Čipin, I. Centar za longitudinalne populacijske studije (2019) Demografski profil Hrvata u Irskoj, dostupno na: <https://clps.hr/demografski-profil-hrvata-u-irskoj/>
5. Damodaran, A. (2008.) Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management,
 - a. Wharton School Publishing, Pearson Education, USA
6. Damodaran, A. (2002) Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. University edition. New York / Chichester / Brisbane / Toronto / Singapore: John Wiley & Sons, Inc.,
7. Doherty A. N. (2000.) Integrated risk management - Techniques and Strategies for Reducing Risk. New york: McGraw-Hill
8. Drljača M., Bešker M. (2010.) *Održivi uspjeh i upravljanje rizicima poslovanja*, Poslovna politika, Beograd str. 33-39
9. Froot, K.A., Scharfstein, D.S., Stein, J.C. (1993.) *Risk management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*. Journal of Finance, 4,5, str. 1629-1658
10. Financijski izvještaji Plava laguna 2020. godina (Dostupno na www.zse.hr)
11. Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.) *Planiranje poslovnih dometa*, HUM naklada, Zagreb
12. Fachbereich Wirtschaft der Fachhochschule Kiel (2005) Viel Leitfaden zur Einführung eines RisikoManagement Systems in Einkauf und Logistik UM NICHTS?! .Kiel: SCOM
13. Gambelli, D., Vairo, D., Zanolli, R. (2010). Exploiting qualitative information for decision support in scenario analysis. Journal of Decision Systems, Vol. 19 (4), p. 407.
14. Gleißner W., Hunziker,S (2019) Mit ERM die Entscheidungsqualität erhöhen, Redaktion EXPERT FOKUS Zurich, str. 745-749
15. Hoyt, R. E., Liebenberg, A. P., The value of enterprise risk management, in: The Journal of Risk and Insurance 2011/4, S. 795– 822 und Eckles, D. L., Hoyt, R. E., Miller, S. M., The impact

- of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: Evidence from the insurance industry, in: *Journal of Banking & Finance*, 2014 Vol. 43, S. 247–261
16. Institute of management accountants (2007) *Tools and techniques for effective implementation, statements on management accounting*, Paragon Drive, Institute of management accountants
 17. Jakovčević, D. i Novaković, D. (2018) Izloženost valutnom riziku banaka i poduzeća u Republici Hrvatskoj. *Financije – teorija i suvremena pitanja*, str. 203-204.
 18. Lam, J. (2017) *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*. Hoboken, New Jersey: Wiley, str. 298.
 19. Limić N.(2002.) Monte Carlo simulacije slučajnih veličina, nizova i porocesa.Zagreb: Element
 20. Miloš Sprčić D.,et.al. (2019) *Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies*, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet
 21. Miloš Sprčić D., Zec I., Puškar J. (2019.) *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*; Ekonomski fakultet Zagreb
 22. Miloš Sprčić D., Radić D. (2011.) *Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR*; Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 9 No. 1, 2011. str. 55-70
 23. Miloš Sprčić D.(2007.) *Izvedenice kao instrument upravljanja financijskim rizicima: primjer hrvatskih i slovenski nefinancijskih poduzeća*; Ekonomski fakultet, Zagreb; Financijska teorija i praksa, Vol. 31 No. 4, 2007. str. 387-413
 24. Miloš Sprčić, D. (2016) Identifikacija i procjena poslovnih rizika. [online]. Hrvatska revizorska komora. Dostupno na: http://www.revizorska-komora.hr/pdf/Strucno_savjetovanje_2016/10_HRK_2016_Milos_Sprcic_Poslovni_rizici.pdf [20. 6. 2016.]
 25. Miloš Sprčić D., Kožul A., Pecina E. (2017.) *A Key Driver behind Enterprise Risk Management Maturity*; Zagreb International Review of Business And Economics, Vol. 20 No. SCI, 2017.str. 25-39
 26. Miloš Sprčić D., Žagar M., Šević Ž., Marc, M. (2016) *Does enterprise risk management influence market value–A long-term perspective*, Risk Management, Vol. 18, 2-3, 65-88
 27. Miloš Sprčić D., Jakirlić L. (2017.) *Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 15 No. 2, str. 127-145
 28. Miloš Sprčić D.,et.al. (2019) *Enterprise risk Management Theory and practice with selected case studies of multinational companies*, Sveučilište u Zagrebu, ekonomski fakultet

29. Miloš Sprčić D., Sprčić P. (2009.) *Kritička analiza instrumenata sveobuhvatnog upravljanja korporacijskim rizicima*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Volume 7(1), str. 93-105
30. Miloš Sprčić, D. (2013.) *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Sinergija nakladništvo, Zagreb
31. Miloš Sprčić, D. (2014.) *A New era of risk management - an integrated approach to corporate risks*, Risk management : strategies for economic development and challenges in the financial system, New York : Nova Science Publishers, str. 1-28
32. Miloš Sprčić, D., Puškar J., Zec I., *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb 2019
33. Osman O.M., Mahmoud M.A. (2018.) *Managing Risks during Strategy Implementation Literature Review*, Kuala Lumpur, Universiti Teknologi Malaysia, IJIRMP, Volume 6, Issue 6, 2018, str. 1-13
34. Osmanagić Bedenik N. (2007.) *Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha*, Školska knjiga, Zagreb
35. Osmanagić Bedenik N. (2004.) *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*, Školska knjiga, Zagreb
36. Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis i HUFA.
37. Miloš Sprčić, D. (2010) *Upravljanje poslovnim rizicima kao poluga upravljanja utemeljenog na vrijednosti*. U: Osmanagić Bedenik, N., ur., *Kontroling između profita i održivog razvoja*. Zagreb: M.E.P., str. 217-238
38. Sikavica P., Bahtijarević-Šiber F., Pološki-Vokić N.,(2008): *Suvremeni menadžment vještine, sustavi i izazovi*, Školska knjiga, Zagreb
39. Sprčić D.,;Sulje O.O.(2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Ekonomski fakultet
40. Sučić J. H., Miloš Sprčić D., Zoričić D. (2011.) *Upravljanje financijskim rizicima u hrvatskim poduzećima*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Volume 9(1), str. 67-84
41. Stulz. R.(1996) *Rethinking Risk Management*, *Journal of Applied Corporate finance*, 9,3. str 8-24.
42. Stowe, D. John, et al. (2002) *Analysis of Equity Investments – Valuation*, United Book Press, Baltimore, str. 9
43. Tipurić, D., *Konkurentna prednost poduzeća -izbor između niskih troškova i diferencijacije*

44. Tipuric D. Porterov model industrijske strukture - Industrijska analiza kao ključna pretpostavka oblikovanja strategije poduzeća
45. Udovičić A., Kadlec Ž. (2013.) Analiza rizika upravljanja poduzećem, Praktični menadžment stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta, Vol. 4 No. 1, str. 50-60
46. Unternehmensweites Risikomanagement (2004.) *Übergreifendes Rahmenwerk Zusammenfassung September 2004*, COSO, United States
47. Žager, K. et. al. (2009.) *Analiza financijskih izvještaja*, Masmedia, Zagreb
48. Žager K., Tušek B, et.al(2016.) Računovodstvo 1, Udžbenici sveučilišta u Zagrebu
49. Žager L., Ježovita A. Utjecaj strukture imovine poduzeća na ocjenu likvidnosti, Ekonomski fakultet, Zagreb
50. Žager, K., et al. (2017) *Analiza financijskih izvještaja; načela-postupci-slučajevi*. 3 izdanje Zagreb: Hrvatska zajednica računovodstva i financijskih djelatnika.
51. Živko I., Marijanović Z., Grbavac J. (2015.) *Rizici u poslovanju – upravljanje pristupom financija i računovodstva*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, No. Posebno izdanje 2015, str. 401-412

Internetski izvori

1. N1 info hrvatska (2019.), Hrvatska je 22. najsigurnija zemlja na svijetu, preuzeto 5. svibnja 2021. godine s <https://hr.n1info.com/vijesti/a367276-global-finance-hrvatska-je-22.-najsigurnija-zemlja-na-svijetu/>
2. Deutsche Welle (2020.), Rat u sredozemlju zbog gospodarskih zona, preuzeto 5. svibnja 2021 s <https://www.dw.com/hr/rat-u-sredozemlju-zbog-gospodarskih-zona/a-54511751>
3. Hia (2020.), Završetak istarskog ipsilona, preuzeto 5. svibnja s <https://www.hia.com.hr/biznis/investitori/item/16443-ministar-oleg-butkovic-zavrsetak-punog-profila-istarskog-ipsilona-do-iduće-turistické-sezone-a-druga-cijev-tunela-ucka-i-puni-profil-autoceste-do-pocetka-2024>
4. Al Jazeera, (2020.), Ugostitelji na udaru mini lockdowna, preuzeto 5. svibnja s <https://balkans.aljazeera.net teme/2020/12/20/ugostitelji-na-udaru-mini-lockdowna>
5. DW (2021.), Istra nije rizična, preuzeto 5. svibnja s <https://www.dw.com/bs/istra-nije-rizična-a-57024675>
6. HTZ, (2020.) preuzeto 6. Svibnja 2021 s https://www.htz.hr/sites/default/files/2020-07/HTZ%20TUB%20HR_%202019%20%281%29.pdf
7. DZS (2020.), Rast stopa inflacije, preuzeto 6. Svibnja 2021. s <https://www.dzs.hr/app/rss/stopa-inflacije.html>
8. Vlada RH, (2021.), Uvođenje eura, preuzeto 6. svibnja 2021. s [https://vlada.gov.hr/vijesti/ciljni-datum-uvodjenja-eura-i-dalje-ostaje-1-sijecnja-2023/31189\(6.5.2021\)](https://vlada.gov.hr/vijesti/ciljni-datum-uvodjenja-eura-i-dalje-ostaje-1-sijecnja-2023/31189(6.5.2021))
9. KAGOR (2020.), Porezna reforma 2021, preuzeto 29. kolovoza 2021. s <https://kagor.hr/porezna-reforma-2021-promjene-propisa-u-primjeni-od-01-01-2021/>
10. KAGOR (2020.), Promjene propisa 2021, preuzeto 29. kolovoza 2021 <https://kagor.hr/porezna-reforma-2021-promjene-propisa-u-primjeni-od-01-01-2021/>
11. Proconsulting(2019.), PDV u turizmu, preuzeto 6. Svibnja s <http://www.proconsulting.hr/uncategorized/pdv-5-ostaje-turizam-ide-s-13-25/>
12. HNB (2020.), Promet turizma, preuzet 6. Svibnja 2021. S <https://hrturizam.hr/hnb-prosle-godine-ostvareno-54-posto-manje-prihoda-od-turizma/>
13. Vlada RH, (2021.), Vladine mjere vrijedne 2,1 milijardu kuna, preuzeto 29. Kolovoza 2021. s <https://vlada.gov.hr/vijesti/nove-vladine-mjere-vrijedne-2-1-milijardu-kuna-za-ocuvanje-radnih-mjesta-pokriavanje-fiksnih-troskova-i-covid-kredite/30941>
14. Jutarnji list, (2021.), Zemlja idealna za život u trećoj dobi, preuzeto 29. kolovoza s <https://www.jutarnji.hr/globus/politika/nasa-je-zemlja-idealna-destinacija-za-zivot-u-trecoj-dobi-moze-li-vlada-izraditi-plan-za-prihvat-100-tisuca-imucnih-europskih-umirovljenika-7281180>
15. Cimerfraj (2020.), trendovi u turizmu, preuzeto 6. svibnja 2021. s <https://www.cimerfraj.hr/ideje/trendovi-u-turizmu-nakon-pandemije>

16. Cimerfraj (2015.), Kako produžiti sezonu, preuzeto 6. svibnja 2021. s <https://www.cimerfraj.hr/ideje/kako-produziti-sezonu>
17. Jutarnji list,(2019.) Plava laguna nudi rad iz hotela, preuzeto 6. svibnja 2021. s <https://novac.jutarnji.hr/novac/aktualno/valamar-riviera-i-plava-laguna-nude-rad-iz-hotela2020>.
18. GODigital (2020.), Šest ključnih trendova u turizmu, preuzeto 6. svibnja 2021. s <https://godigital.hrvatskitelekom.hr/sest-kljucnih-tehnoloskih-trendova-u-hotelijerstvu/>
19. Lider Media (2019.), PDV u turizmu preuzeto 12. svibnja 2021. s <https://lider.media/poslovna-scena/hrvatska/maric-pdv-u-turizmu-nije-25-nego-opcenito-13-posto-132417>
20. Jutarnji list, (2020.), Aktualno pitanje neriješenog turističkog zemljišta, preuzeto 12. svibnja 2021. s <https://novac.jutarnji.hr/novac/aktualno/nerijeseno-pitanje-turistickog-zemljista-jedno-od-kljucnih-prepreka-koju-treba-ukloniti-9018446>
21. Jutarnji list, (2020.), Najveća transakcija u povijesti hrvatskog turizma, preuzeto 12. svibnja 2021. s <https://www.jutarnji.hr/globus/biznis/najveca-transakcija-u-povijesti-hrvatskog-turizma-luksic-pobijedio-grofa-eltza-u-ratu-za-kupnju-istraturista-691705>
22. Hrvatski turizam, (2018.), Hotel Bonavia Plava laguna uvela uslugu home office in a hotel, preuzeto 29. Kolovoza 2021. s <https://hrturizam.hr/hotel-bonavia-plava-laguna-uvela-uslugu-bookiranja-home-office-in-a-hotel/>
23. Jutarnji list,(2020.), Najveća investicija u povijesti hrvatskog turizma, preuzeto 12. svibnja 2021. s <https://www.jutarnji.hr/globus/biznis/najveca-investicija-u-povijesti-plava-laguna-ulaze-pola-milijarde-kuna-u-cetiri-kompleksa-u-porecu-i-umagu-7259313>
24. Rijeka (2021), Otvaranje hotela Hilton, preuzeto 10. Svibnja s <https://www.rijeka.hr/hilton-rijeka-costabella-beach-resort-spa-korak-dovrsenja/>
25. Jutarnji list, (2020.), Zaustavljena investicija vrijedna 790 milijuna kuna, preuzeto 12. svibnja 2021. <https://novac.jutarnji.hr/novac/aktualno/zbog-koronavirusa-zaustavljena-hotelska-investicija-vrijedna-790-milijuna-kuna-10257334>
26. Istracamping, preuzeto 29. kolovoza 2021. s <https://www.istracamping.com/hr/kampovi>
27. T-portal, (2020.), Plava laguna ulaže 750 milijuna kuna, preuzeto 12. Kolovoza 2021. <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/u-dvije-godine-plava-laguna-ce-uloziti-750-milijuna-kuna-foto-20181217>
28. Index, (2021), Grčka i Turska se oporavljaju, preuzeto 6. Svibnja 2021 s <https://www.index.hr/vijesti/clanak/grcka-i-turska-su-se-vratile-na-turisticku-scenu-sto-ce-sada-hrvatska/2013811.aspx>
29. Vlada RH, (2021.), Rekordna turistička sezona, preuzeto 29. Kolovoza 2021. s <https://vlada.gov.hr/vijesti/rekordna-turisticka-godina-u-dvanaest-mjeseci-2017-godine-ostvareno-102-milijuna-nocenja/23185>

30. Hrvatski turizam, (2019.), Plava laguna povećava plaće zaposlenicima, preuzeto 29. kolovoza 2021. s <https://hrturizam.hr/plava-laguna-povecava-primanja-radnicima-u-prosjeku-885/>
31. Ministarstvo turizma RH (2020), predstavljen projekt Stay safe in Croatia preuzet 10. svibnja s <https://mint.gov.hr/vijesti/predstavljen-projekt-safe-stay-in-croatia/22307>
32. HRT, (2021) , Nedostatak radne snage, preuzeto 31. kolovoza 2021. s <https://vijesti.hrt.hr/gospodarstvo/nedostatak-radne-snage-u-gradevinarstvu-2728428>
33. Poslovni dnevnik (2020.), Manjak radnika ozbiljno prijeto turizmu, preuzeto 31. Kolovoz 2021. S <https://www.poslovni.hr/hrvatska/manjak-radnika-ozbiljno-prijeti-turizmu-ugostitelji-jedva-krpaju-radnu-snagu-4290678>
34. MUP, (2019.), Prestanak arbitražnog postupka, preuzeto 31. Kolovoza 2021. s <http://www.mvep.hr/hr/ostalo/prestanak-arbitraznog-postupka/>
35. Ministarstvo financija (2020.), Globalni prihodi od turizma, preuzeto 6. Svibnja 2021 s <https://mint.gov.hr/vijesti/globalni-prihodi-od-turizma-i-putovanja-u-2021-mogli-bi-porasti-50-posto/22260> (6.5.2021)
36. Aswath Damodaran - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> pristupljeno (15.6.2021)
37. Ministarstvo financija (2020.), Globalni prihodi od turizma, preuzeto 15. lipnja 2021 <http://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/obveznice-domace/2277>
38. Aswath Damodaran – <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> pristupljeno 15.6.2021)
39. Aswath Damodaran - <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> pristupljeno (1.9.2021.)
40. T-portal, (2020.), Plava laguna za stimulacije izdvojila 1,5 milijuna kuna, preuzeto 12. Kolovoza 2021. s <https://www.tportal.hr/biznis/clanak/plava-laguna-za-sezonske-stimulacije-izdvojila-gotovo-1-5-milijuna-kuna-foto-20180724>
41. Poslovni dnevnik (2021.), Zaboravite na stare navike turista, preuzeto 18. rujna 2021. s <https://www.poslovni.hr/hrvatska/hoteli-zaboravite-na-stare-navike-gostiju-oporavak-slijedi-samo-uz-ovu-prilagodbu-4283361>

Popis tablica

Tablica 1 Prikaz horizontalne analize bilance poduzeća Plava laguna d.d.....	49
Tablica 2 Prikaz horizontalne analize računa dobiti i gubitka	50
Tablica 3 Vertikalna analiza bilance	51
Tablica 4 Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka.....	53
Tablica 5 Pokazatelji zaduženosti	54
Tablica 6 Pokazatelji profitabilnosti	55
Tablica 7 Pokazatelji likvidnosti i solventnosti	56
Tablica 8 Pokazatelji investiranja	57
Tablica 9 Pokazatelji aktivnosti	58
Tablica 10 SWOT matrica Plave lagune d.d.....	59
Tablica 11 Pro forma izvještaj računa dobiti i gubitka	64
Tablica 12 Pro forma izvještaj bilance.....	66
Tablica 13 Trošak kapitala	67
Tablica 14 Trošak duga	68
Tablica 15 Trošak obične glavnice	70
Table 16 Sadašnja vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka.....	70
Tablica 17 Dugoročna stopa rasta	71
Tablica 18 Procijenjena vrijednost poduzeća.....	72
Tablica 19 Vrednovanje vjerojatnosti.....	72
Tablica 20 Vrednovanje značajnosti.....	73
Tablica 21 Detektirani rizici poduzeća Plava laguna d.d.	73
Tablica 22 Reputacijski rizik.....	74
Tablica 23 Rizik konkurencije	75
Tablica 24 Rizik promjene preferencije potrošača.....	76
Tablica 25 Valutni rizik.....	77

Tablica 26 Kamatni rizik.....	77
Tablica 27 Rizik likvidnosti.....	78
Tablica 28 Intelektualni rizik.....	79
Tablica 29 Rizik dobavljača.....	80
Tablica 30 Politički rizik.....	81
Tablica 31 Rizik sigurnosti destinacije.....	82
Tablica 32 Ekološki rizik.....	82
Tablica 33 Kibernetički rizik.....	84
Popis slika	
Slika 1 Opasnost i prilika.....	4
Slika 2 Piramida upravljanja rizicima.....	10
Slika 3 Mapa rizika.....	28
Slika 4 Mapa rizika poduzeća Plava laguna d.d.	85

Životopis

Marija Čuljak rođena je 2.3.1997. godine u Zagrebu. 2011 završava osnovnoškolsko obrazovanje i počinje pohađati gimnaziju Lucijana Vranjanina. 2015. Godine upisuje Ekonomski fakultet u Zagrebu i na 4. godini studiranja odabir smjer Analiza i poslovno planiranje. Aktivno radi u obiteljskom obrtu za vrijeme studiranja te je tijekom dijela 4. godine studiranja radila u poduzeću Wurth u odjelu računovodstva. Aktivno priča engleski i njemački. U slobodno vrijeme najčešće čita.